

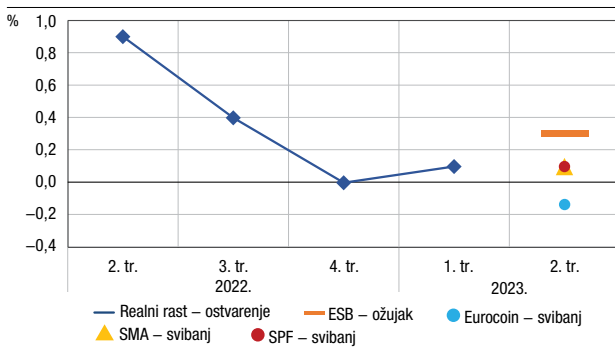
Informacija o gospodarskim, finansijskim i monetarnim kretanjima

svibanj 2023.

Sažetak

Nakon stagnacije u posljednjem tromjesečju prošle godine, prema preliminarnim podacima Eurostata realna aktivnost europodručja vrlo je blago porasla u prva tri mjeseca 2023. (za 0,1% na tromjesečnoj razini). Slab gospodarski rast europodručja očekuje se i tijekom drugog tromjesečja. U odnosu na kraj 2022. i očekivanja za početak tekuće godine u prvome je tromjesečju zabilježeno povoljnije kretanje većine visokofrekventnih pokazatelja gospodarske aktivnosti te poslovnih i potrošačkih očekivanja. Slični trendovi nastavili su se i u travnju pa dostupne brze procjene realnog BDP-a europodručja za drugo tromjesečje također upućuju na niske, ali pozitivne stope rasta (Slika 1.)¹. Istodobno su zabilježena divergentna kretanja među različitim

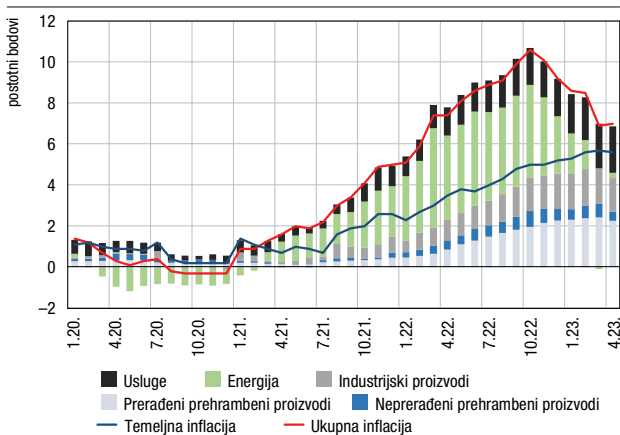
Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju



Napomena: Kratica ESB – ožujak odnosi se na ESB-ove projekcije realnog rasta europodručja iz ožujka (engl. *Macroeconomic Projection Exercise*, MPE). Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz svibnja. Indikator Eurocoin razvila je Banca d'Italia i on predstavlja brzu modelsku procjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a europodručja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz svibnja).

Izvori: Eurostat; ESB; Banca d'Italia

Slika 2. Kretanje godišnje stope inflacije u europodručju



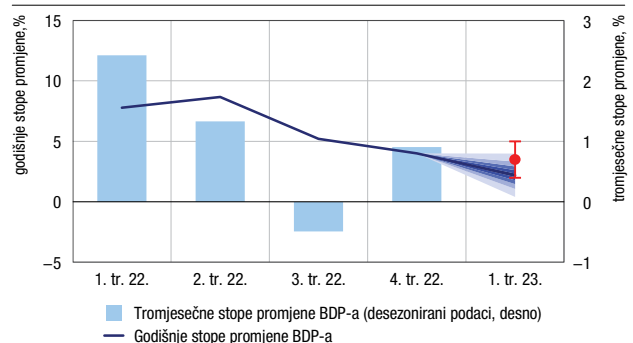
Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.

Izvor: Eurostat

gospodarskim djelatnostima i državama članicama. Tako je, primjerice, indeks menadžera nabave u uslužnim djelatnostima nastavio rasti, što upućuje na snažnu ekspanziju, dok je u prerađivačkoj industriji iznova zabilježeno pogoršanje i dodatni pad unutar zone kontrakcije. Njemačko je gospodarstvo prema preliminarnim podacima na početku tekuće godine stagniralo, a preostala su tri velika gospodarstva, talijansko, francusko i španjolsko, ostvarila rast realne aktivnosti. Nakon pet uzastopnih mjeseci usporevanja godišnja stopa inflacije europodručja u travnju se neznatno ubrzala, na 7,0% sa 6,9% koliko je iznosila u ožujku, ponajviše zbog povećanja doprinosa komponente energije. Temeljna inflacija, koja isključuje cijene hrane i energije, blago se usporila: s 5,7% u ožujku na 5,6% u travnju (Slika 2.).

Visokofrekventni podaci za prvo tromjesečje upućuju na nastavak rasta domaće gospodarske aktivnosti pa bi se realni BDP Hrvatske, prema modelu brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a, u prvom tromjesečju ove godine mogao povećati za 0,7% u odnosu na kraj 2022., dok bi na godišnjoj razini rast mogao iznositi 2,2% (Slika 3.). Rast industrijske proizvodnje u ožujku se intenzivirao na mjesečnoj razini (Slika 4.), odražavajući porast proizvodnje intermedijarnih proizvoda i netrajnih proizvoda za široku potrošnju. Ako se promatra cijelo prvo tromjesečje, industrijska proizvodnja povećala se za 1,4% u odnosu na kraj 2022., nakon što se smanjivala prethodna tri uzastopna tromjesečja. Građevinska se aktivnost u veljači povećala nakon pada ostvarenog u siječnju ove godine pa je, u usporedbi s prosjekom prethodnog tromjesečja, zabilježena njezina stagnacija. Pritom se fizički obujam građevinskih radova na zgradama povećao, dok se obujam na ostalim građevinama, koji se uglavnom povezuje s javnim investicijama, malo smanjio u odnosu na kraj protekle godine. Realni promet od trgovine na malo u ožujku se smanjio u odnosu na prethodni mjesec, kada je bila zabilježena stagnacija. Takva su kretanja na razini prvog tromjesečja rezultirala njezinim padom od 0,4% u odnosu na kraj protekle godine, čime se nastavio negativan trend prisutan još od početka druge polovine 2022. Čini se kako je potisnuta potrošnja u maloprodaji, unatoč rastu plaća, velikim dijelom uvjetovana i nadalje razmjerno slabim pouzdanjem potrošača, koje se nastavlja zadržavati oko dugoročnog prosjeka. Tijekom prvog

Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod

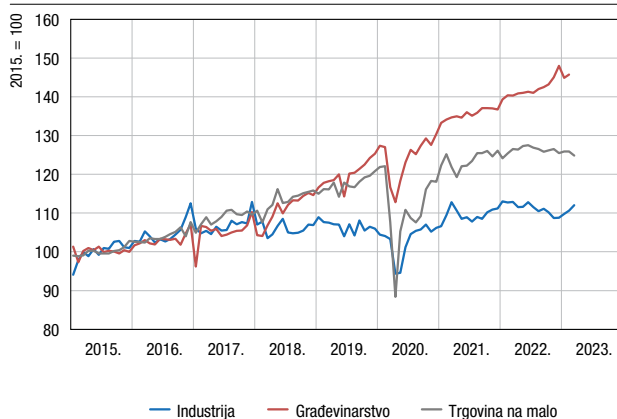


Napomena: Ocjena za prvo tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u Istraživanjima HNB-a 1-42 "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 28. travnja 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

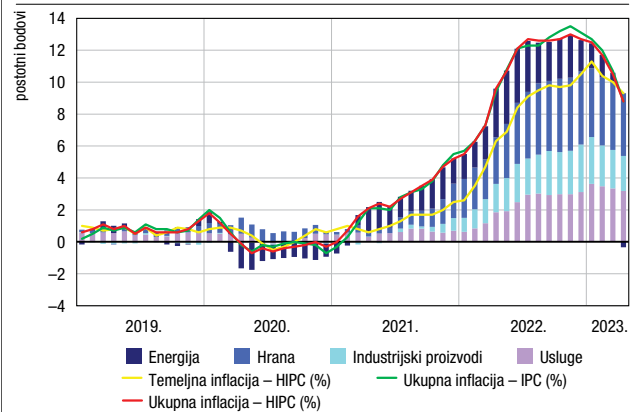
¹ Uz grafičke prikaze koji prate tekst Informacije o gospodarskim, financijskim i monetarnim kretanjima postoji i dodatan skup grafičkih prikaza te pripadajućih podataka iz kojih su prikazi izvedeni. Spomenuti su grafički prikazi i vremenske serije ujedinjeni u Excelovoj datoteci **Dodatni grafički prikazi**.

Slika 4. Visokofrekventni pokazatelji gospodarske aktivnosti sezonski prilagođene realne vrijednosti



Izvor: DZS

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 travanj 2023.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

tromjesečja nastavio se rast zaposlenosti, dok se rast nominalnih plaća jako intenzivirao i pritom bio široko rasprostranjen. Realne plaće također su porasle, nakon kontinuiranog pada u pet prethodnih tromjesečja.

Godišnja inflacija u Hrvatskoj nastavila se usporevati peti mjesec zaredom te je, prema prvoj procjeni Eurostata, u travnju 2023. iznosila 8,8% (mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena), nakon 10,5% zabilježenih u ožujku. Usporavanju ukupne inflacije pridonijele su sve glavne sastavnice, a ponajviše cijene energije (Slika 5.) zahvaljujući iščezavanju učinka poskupljenja plina i električne energije u travnju 2022. U nešto manjoj mjeri usporavanju su pridonijele i cijene hrane, no njihov je doprinos i dalje najveći među glavnim komponentama inflacije. Istodobno se, zbog usporavanja rasta industrijskih

proizvoda i usluga, usporila i temeljna inflacija, s 10,0% u ožujku na 9,3% u travnju. Popuštanje inflacijskih pritisaka (Slika 6.) uvelike je rezultat smanjenja uvoznih pritisaka zbog pada cijena energije i ostalih sirovina na svjetskom tržištu. Cijene prirodnog plina i električne energije na međunarodnom tržištu tako su za 50% niže u odnosu na mjesec prije izbijanja rata u Ukrajini, dok su cijene industrijskih sirovina na najnižoj razini u protekle dvije godine. Uz niže cijene sirovina, nastavilo se i smanjivanje pritiska u globalnim lancima dobave. Niži ulazni troškovi u proizvodnom procesu zasad se relativno sporo prelijevaju na proizvođačke cijene proizvoda za široku potrošnju, ali kretanje inflacijskih očekivanja poduzeća u industriji, koja se od veljače kontinuirano smanjuju, upućuje na daljnje usporavanje njihova rasta. S druge strane, snažno tržište rada na kojemu se vidi stabilan rast

Slika 6. 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.										
Inozemni inflatorni pritisci	Potražnja u europodručju	[Heatmap data]																																				
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	[Heatmap data]																																				
	Konkurentnost	[Heatmap data]																																				
	Domaći inflatorni pritisci	Realna aktivnost i tržište rada	[Heatmap data]																																			
		Troškovi	[Heatmap data]																																			
			Inflacijska očekivanja	[Heatmap data]																																		

^a 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 označava nepostojanje podataka.

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

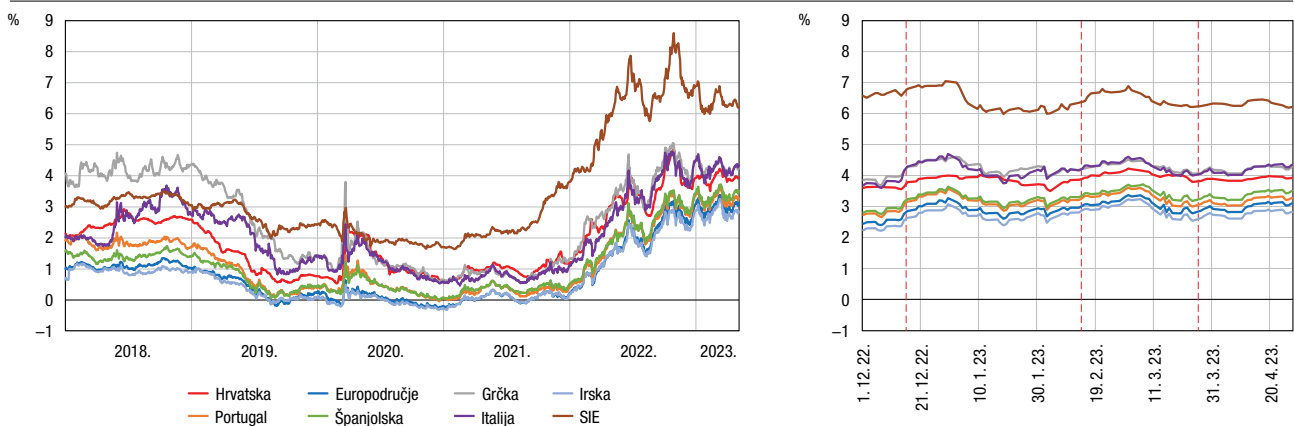
zaposlenosti i smanjenje nezaposlenosti uz znatno brži rast plaća (koji se djelomično može povezati s prilagodbom zbog gubitka kupovne moći akumuliranog od druge polovine 2021.), pridonosi zadržavanju temeljne inflacije na povišenim razinama.

Nakon povećane kolebljivosti u ožujku povezane s neizvjesnostima glede stanja američkih i u znatno manjoj mjeri europskih banaka, globalna financijska tržišta u travnju su pokazala znakove stabilizacije. Nakon pada sredinom ožujka na razinu od 2,7%, u očekivanju slabljenja intenziteta povećanja rasta kamatnih stopa, tromjesečni EURIBOR vratio se do kraja mjeseca na razinu od 3,0% i krajem travnja dosegnuo 3,3% (Slika 8.). Prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a u ožujku za 50 baznih bodova bio je trenutačan i potpun na neosiguranoj segmentu novčanog tržišta, pri čemu je stopa €STR porasla na 2,9% te se na toj razini zadržala do kraja travnja. Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a prelilo se i na hrvatsko novčano tržište, ali su prekonocne stope u Hrvatskoj nešto niže. Tako se prekonocna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem u ožujku povećala za 40 baznih bodova te je na kraju ožujka dosegla 2,4%, a na sličnoj se razini zadržala i do kraja travnja. Što se tiče kratkoročnih troškova

financiranja države, kamatna stopa na jednogodišnje trezorske zapise Ministarstva financija na posljednjoj aukciji u travnju iznosila je 3,3%, a u ožujku, za usporedbu, iznosila je 2,9%. Kad je riječ o dugoročnim troškovima financiranja države, nakon privremenog pada prinosa na dugoročne državne obveznice u ožujku, neznatan rast prinosa državnih obveznica europodručja nastavio se u travnju, pa je tako prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 3,9%, odnosno povećao se za 3 bazna boda u odnosu na kraj ožujka (Slika 7.). Ipak, na kraju travnja prinosi na dugoročne obveznice Hrvatske još su uvijek bili neznatno niži u odnosu na kraj veljače.

Prethodno pooštavanje monetarne politike ESB-a i dalje se snažnije prenosi na troškove financiranja nefinancijskih poduzeća nego stanovništva. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u ožujku 3,9%, što je za 22 bazna boda više nego u veljači, odnosno za 196 baznih bodova više nego u razdoblju prije početka normalizacije monetarne politike (Slika 9.). Kad je riječ o kreditiranju, rast kredita nefinancijskim poduzećima usporio se s 20,1% u veljači na 15,4% u ožujku, zbog učinka baznog razdoblja, odnosno znatno snažnijeg rasta kredita poduzećima

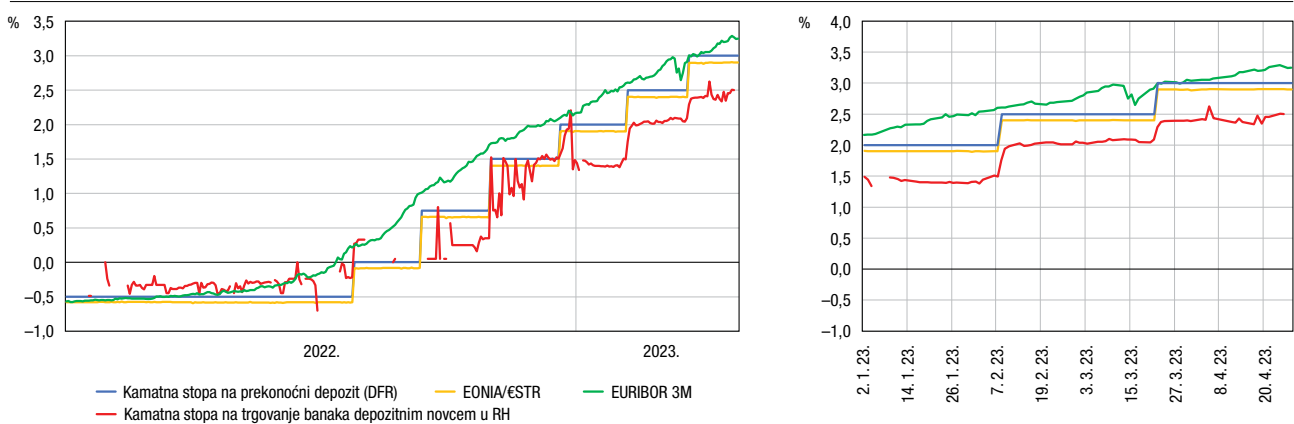
Slika 7. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijećem od oko deset godina



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, veljači i ožujku.

Izvori: Bloomberg; Eurostat; izračun HNB-a

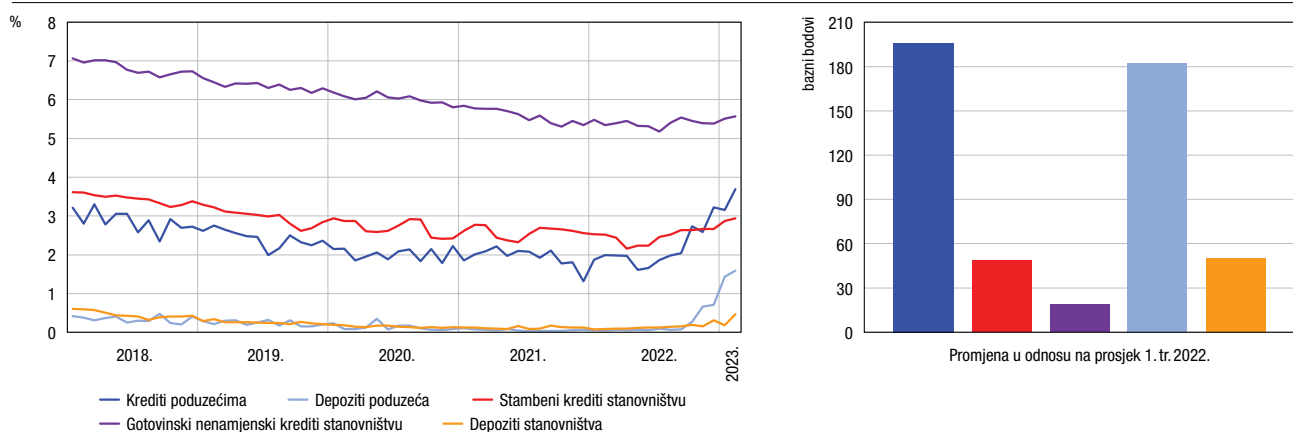
Slika 8. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonocne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



Napomena: DFR (engl. deposit facility rate). Od početka 2022. EONIA se zamjenjuje stopom €STR. Prekonocna 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



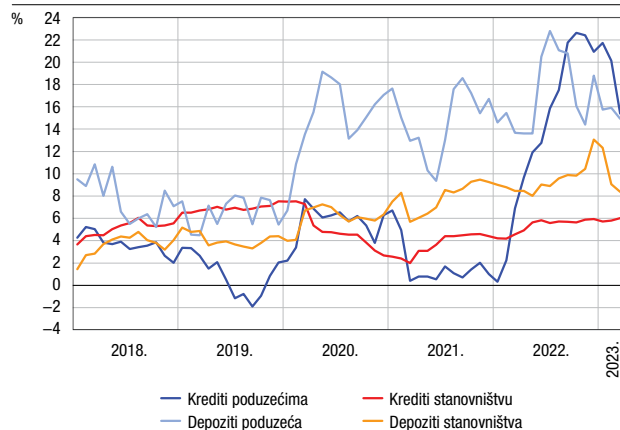
Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima.

Izvor: HNB

u ožujku prošle godine (Slika 10.). Kreditiranje stanovništva nastavilo je stabilno rasti, dok su kamatne stope na kredite tom sektoru ostale gotovo nepromijenjene. Tako se prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite zadržala na razini iz veljače (5,6%), dok se na stambene kredite tek neznatno povećala (3,0%). U idućim se mjesecima može očekivati snažniji rast stambenih kredita, slijedom početka provedbe novoga kruga subvencioniranja stambenih kredita polovinom ožujka. Pritom kamatne stope ne bi trebale znatnije porasti jer se subvencionirani stambeni krediti ugovaraju uz niže kamatne stope od tržišnih prosjeka. Što se tiče kamatnih stopa na prvi put ugovorene oročene depozite, njihova razina kod poduzeća gotovo kontinuirano raste od listopada prošle godine. To već nekoliko prethodnih mjeseci kod poduzeća potiče prelijevanje sredstava s prekoćnih na oročene depozite. Kod stanovništva su se ukupni depoziti u ožujku smanjili za 0,4 mlrd. EUR. Tome je pridonio i upis državnih obveznica, koji je početkom ožujka iznosio dodatnih 0,3 mlrd. EUR, nakon 1 mlrd. EUR upisanih državnih obveznica u veljači. Pritom je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene oročene depozite stanovništva u ožujku dosegla 0,6%, odnosno za 12 baznih bodova više nego u veljači.

Na posljednjem sastanku Upravnog vijeća Europske središnje banke o monetarnoj politici, održanom 4. svibnja, povećane su ključne kamatne stope za 25 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 10. svibnja iznosi 3,25%. Također, normalizacija bilance ESB-a, odnosno smanjenje portfelja vrijednosnih papira Eurosustava kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset*

Slika 10. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva



Napomena: Godišnje stope promjene, na osnovi transakcija

Izvor: HNB

purchase programme, APP), mogla bi se ubrzati u drugoj polovini godine. Do kraja drugog tromjesečja 2023. nastavit će se reinvestirati glavnice samo dijela vrijednosnih papira u portfelju (prosječno mjesečno smanjenje iznositi će 15 mlrd. EUR), a prema najavi Upravnog vijeća od srpnja 2023. očekuje se prestanak reinvestiranja. S druge strane, nastavlja se reinvestiranje glavnice dospjelih vrijednosnih papira iz portfelja hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), barem do kraja 2024. godine.