

Informacija o gospodarskim, finansijskim i monetarnim kretanjima

listopad 2023.

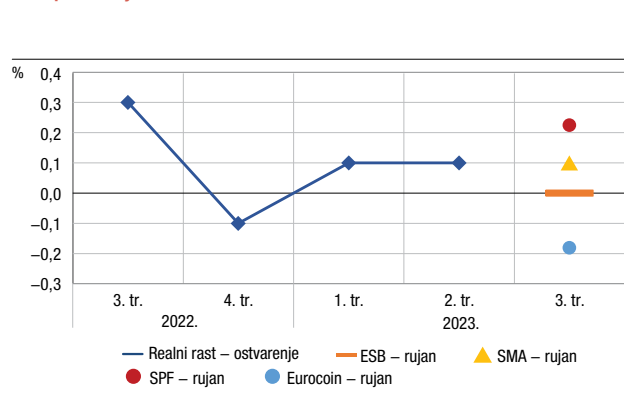
Sažetak

Nakon što je realni rast gospodarstva europskog područja u drugom tromjesečju u odnosu na prva tri mjeseca 2023. reviran niže (na samo 0,1%), prema dostupnim visokofrekventnim pokazateljima i u ljetnim je mjesecima gospodarska aktivnost ostala prigušena. Indeks menadžera nabave upućuje na to kako se tijekom kolovoza i rujna u fazi kontrakcije našao i sektor usluga, čiji je porast u proteklih nekoliko tromjesečja ublažavao utjecaj izrazito nepovoljnih kretanja u prerađivačkoj industriji. Prema dostupnim ocjenama gospodarski je rast europskog područja vjerojatno oslabio u trećem tromjesečju (Slika 1.)¹, pri čemu je moguć i blagi pad realnog BDP-a u odnosu na

prosjeck prethodna tri mjeseca. Uz klonulu ekonomsku aktivnost i restriktivnu monetarnu politiku, inflacija potrošačkih cijena u europskom području primjetno se usporila u rujnu na 4,3% s 5,2%, koliko je iznosila mjesec prije (Slika 2.). Usporavanju inflacije pridonijele su sve ključne sastavnice, pri čemu smanjenje doprinosa cijena hrane i energije odražava statistički učinak baznog razdoblja. Temeljna inflacija, koja isključuje hranu i energiju, usporila se s 5,3% u kolovozu na 4,5% u rujnu, poglavito zbog smanjenja doprinosa cijena usluga. Tome je, pak, u velikoj mjeri pridonio bazni učinak vezan uz subvencionirane cijene usluga prijevoza u Njemačkoj, koje su ukinute u rujnu prošle godine.

Mjesečni pokazatelji za dio trećeg tromjesečja upućuju na izgledno slabljenje realne aktivnosti u Hrvatskoj. Prema modelu brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a, koji uglavnom uključuje podatke za srpanj i kolovoz, realni BDP Hrvatske mogao bi se u razdoblju od srpnja do rujna smanjiti za 0,6% u odnosu na prethodno tromjesečje, što je malo jači pad u odnosu na ranije procjene s obzirom na to da su podaci za kolovoz bili nešto nepovoljniji u odnosu na podatke za srpanj. Posljedično, godišnja stopa rasta realnog BDP-a mogla bi se smanjiti na 1,8%, s 2,7%, koliko je iznosila u drugome tromjesečju ove godine (Slika 3.). Industrijska se proizvodnja, nakon pada u srpnju, smanjila i kolovozu, pa je u prva dva mjeseca trećeg tromjesečja bila zamjetno niža u odnosu na prosječno ostvarenje iz prethodna tri mjeseca. Promatrano prema glavnim industrijskim grupama, smanjila se proizvodnja energije, kapitalnih proizvoda i netrajnih proizvoda za široku potrošnju, dok se istodobno povećala proizvodnja intermedijarnih proizvoda i trajnih proizvoda za široku potrošnju. Iako recentni podaci pokazuju da je ostvaren blagi rast broja turističkih noćenja tijekom prvih dvadeset dana rujna u odnosu na isto razdoblje lani, na razini cijeloga trećeg tromjesečja ostvaren je pad na godišnjoj razini (Slika 4.). Navedeno vjerojatno djelomice objašnjava i relativno prigušenu razinu prometa od trgovine na malo, koji se i u kolovozu zadržao na razini prosjeka iz prethodna tri mjeseca. S druge strane, rast građevinske aktivnosti u srpnju upućuje na jačanje investicija u odnosu na razdoblje od travnja do lipnja, pri čemu je porastao obujam radova na zgradama, a snižen je obujam radova na ostalim građevinama. Potrošački se optimizam u

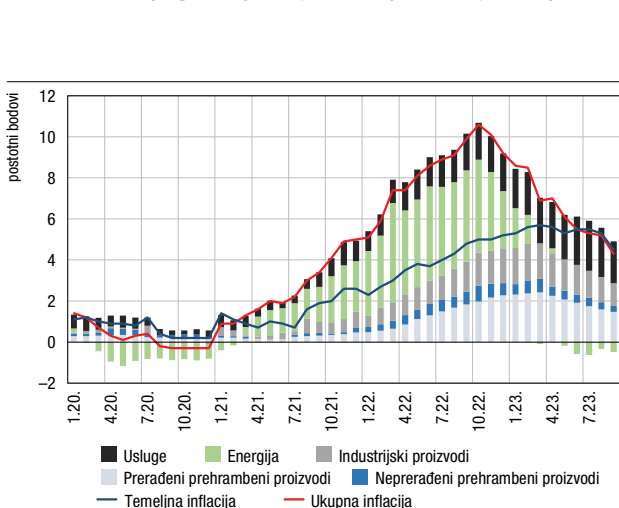
Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europskom području



Napomene: Kratica ESB – rujna 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. Pokazatelj Eurocoin razvila je Banka Italije, a čini ga brza modelska procjena tromjesečne promjene realnog BDP-a europskog područja izvedene iz dostupnih visokofrekventnih podataka (ocjena iz rujna).

Izvori: Eurostat; ESB; Banca d'Italia

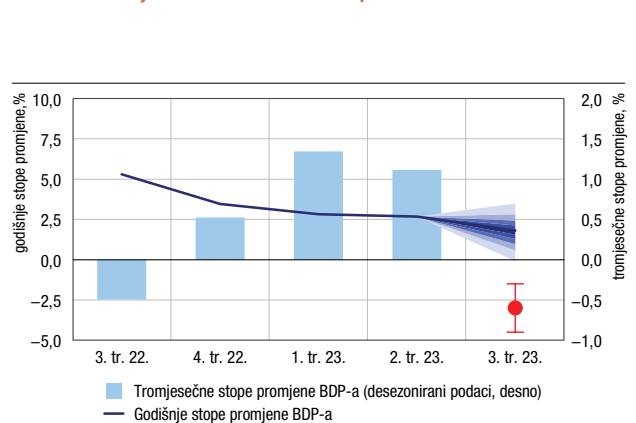
Slika 2. Kretanje godišnje stope inflacije u europskom području



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

Izvor: Eurostat

Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod

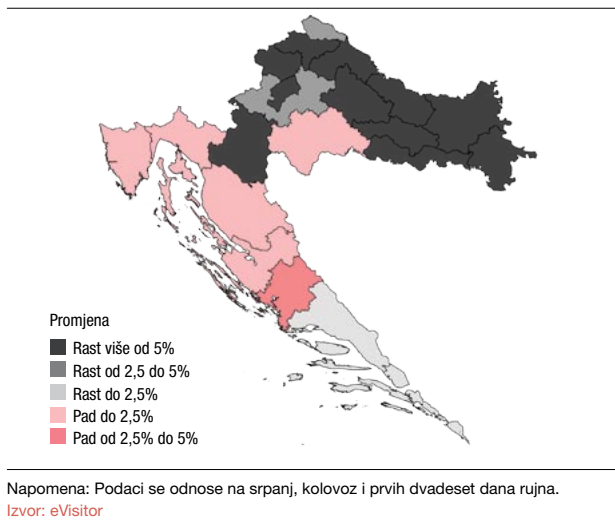


Napomena: Ocjena za treće tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu pokazatelja MRGA vidjeti u Istraživanjima HNB-a 1-42 "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni 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.

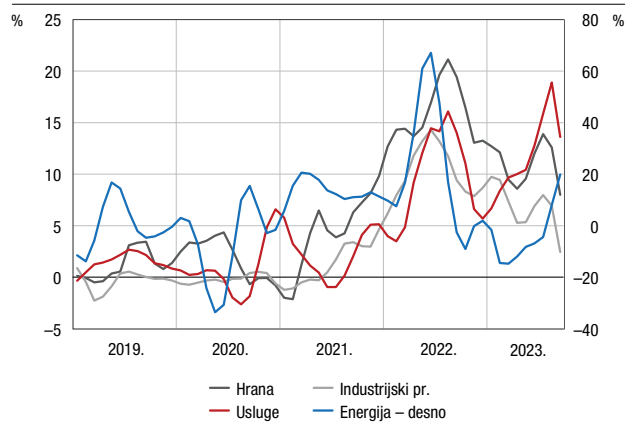
Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB-a); izračun HNB-a

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>.

Slika 4. Promjena broja noćenja u trećem tromjesečju 2023. u odnosu na isto razdoblje 2022.



Slika 6. Momenti (zamasi) glavnih potkomponentata inflacije

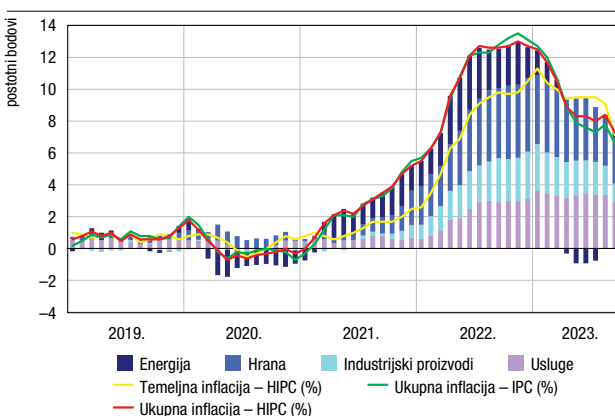


Napomena: Tromjesečna stopa promjene izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

uvjetima i nadalje povišene inflacije i rasta cijena naftnih derivata blago pogoršao tijekom trećeg tromjesečja, unatoč tome što se nastavio rast zaposlenosti i realnih plaća, iako slabijim intenzitetom u odnosu na prethodna tri mjeseca. Pritom se glavnina tekućeg porasta plaća odnosi na javni sektor, što odražava dogovor između Vlade RH i sindikata državnih i javnih službi koji je u primjeni od 1. lipnja ove godine. Poslovna očekivanja u građevini u razdoblju od srpnja do rujna zadržala su se na visokoj razini te su bila malo povoljnija u odnosu na prosjek iz prethodna tri mjeseca. Nasuprot tome, očekivanja u industriji i uslugama zamjetno su se pogoršala te su se približila svojem dugoročnom prosjeku.

Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, prema prvoj procjeni Eurostata, u Hrvatskoj se u rujnu primjetno usporila (na 7,3%, s 8,4% u kolovozu), čemu je ponajviše pridonio manji doprinos cijena industrijskih proizvoda i usluga, a u malo manjoj mjeri i cijena hrane (Slika 5.). Temeljna inflacija (pri čijem se izračunu isključuju cijene energije i hrane) smanjila se za 2,0 postotna boda, s 9,1% u kolovozu na 7,1%. Što se tiče dvije glavne potkomponente temeljne inflacije, inflacija cijena industrijskih proizvoda snažno

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 kolovoz 2023.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

se smanjila (na 4,5% sa 6,9% u kolovozu) u okružju nižih cijena sirovina na svjetskom tržištu, normalizacije opskrbenih lanaca i usporavanja godišnjeg rasta proizvođačkih cijena na domaćem tržištu. Nadalje, inflacija cijena usluga u rujnu se usporila na 9,2% (s 10,7% u kolovozu). Cijene hrane (uključujući alkohol i duhan) u rujnu su smanjene za 0,5% u odnosu na prethodni mjesec, što odražava i mjere Vlade RH kojima su ograničene cijene pojedinih proizvoda.² Godišnja stopa inflacije cijena hrane usporila se relativno blago (na 10,0%, s 10,3% u kolovozu) s obzirom na to da je iz godišnje stope inflacije u rujnu ove godine iščeznuo utjecaj smanjenja cijena iz rujna 2022. Naime, tada je provedena prva runda ograničavanja cijena, a cijene hrane su u okružju relativno snažnih tekućih inflatornih pritiskova smanjene za 0,2% na mjesečnoj razini. Intenzitet usporavanja ukupne inflacije u rujnu ublažio je porast inflacije cijena energije na 2,7% (s 1,4% u kolovozu), što je u velikoj mjeri rezultat poskupljenja naftnih derivata, do kojeg je došlo zbog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Pod utjecajem smanjenja ponude iz Saudijske Arabije i Rusije cijene sirove nafte tipa Brent (u USD) na svjetskom tržištu rastu od sredine srpnja ove godine. Njihova prosječna cijena u rujnu dosegla je 94 USD te je bila za 17,3% viša u odnosu na srpanj. Kratkoročni pokazatelji ukupne i temeljne inflacije koji odražavaju tekuća kretanja u rujnu su se primjetno smanjili, nakon izraženog jačanja uoči i tijekom glavne turističke sezone. Pri tome su osjetno smanjeni momenti (zamasi) cijena usluga, hrane i industrijskih proizvoda (Slika 6.). Unatoč usporavanju inflacije, cjenovna su kretanja i nadalje izložena naglašenim pritiscima, koji se, osim recentnog poskupljenja energije na svjetskom tržištu, ponajviše odnose na dinamiku plaća (Slika 7.).

Upravno vijeće ESB-a povećalo je ključne kamatne stope za još 25 baznih bodova na sastanku održanom 14. rujna (Slika 8.). Zbog očekivanja da će inflacija predugo ostati pretjerano visoka, podizanjem ključnih kamatnih stopa nastavlja se podupirati smanjenje inflacije prema ciljnoj razini. Tako kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (trenutačno relevantan pokazatelj monetarne politike

2 Na kretanje cijena hrane i industrijskih proizvoda u rujnu 2023. djelovale su i mjere Vlade RH kojima su od 18. rujna ograničene maloprodajne cijene određenih prehrambenih i neprehrambenih proizvoda na nižoj razini od dotadašnje. Nastojanjima Vlade da se priguše inflatorni pritisci pridružili su se i neki trgovački lanci, koji su u drugoj polovini rujna snizili cijene oko tisuću proizvoda.

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.	VIII.				
Inozemni inflatorni pritisci	Potražnja u europodručju	PMI EA Composite	[Heatmap data]																																			
		ESI EA	[Heatmap data]																																			
	Cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu	Sirova nafta Brent (USD/barel) ^a	[Heatmap data]																																			
		Priradni plin (EUR/MWh) ^a	[Heatmap data]																																			
		Električna energija (EUR/MWh) ^a	[Heatmap data]																																			
Konkurentnost	DG Agri ^a	[Heatmap data]																																				
	Industrijske sirovine (HWWI) ^a	[Heatmap data]																																				
Domaći inflatorni pritisci	Realna aktivnost i tržište rada	Tečaj EUR/USD	[Heatmap data]																																			
		Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)	[Heatmap data]																																			
		Trgovina na malo ^a	[Heatmap data]																																			
		Stopa nezaposlenosti	[Heatmap data]																																			
		Nominalne neto plaće ^a	[Heatmap data]																																			
		Nedostatak radne snage	[Heatmap data]																																			
	Troškovi	Industrijska proizvodnja ^a	[Heatmap data]																																			
		Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru	[Heatmap data]																																			
		Proizvođačke cijene na domaćem tržištu ^a	[Heatmap data]																																			
		Intermedijarni proizvodi ^a	[Heatmap data]																																			
		Energija ^a	[Heatmap data]																																			
		Kapitalni proizvodi ^a	[Heatmap data]																																			
	Inflacijska očekivanja	Trajni proizvodi za široku potrošnju ^a	[Heatmap data]																																			
		Netrajni proizvodi za široku potrošnju ^a	[Heatmap data]																																			
		Hrana ^a	[Heatmap data]																																			
Inflacijska očekivanja	Potrošači (12 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				
	Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)	[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. Crvena (plava) boja označuje pozitivno (negativno) odstupanje vrijednosti u pojedinom mjesecu u odnosu na prosjek 2010. – 2022. (izražen brojem standardnih devijacija), pri čemu intenzitet nijanse boje upućuje na veličinu odstupanja naviše (naniže) u odnosu na prosjek.

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

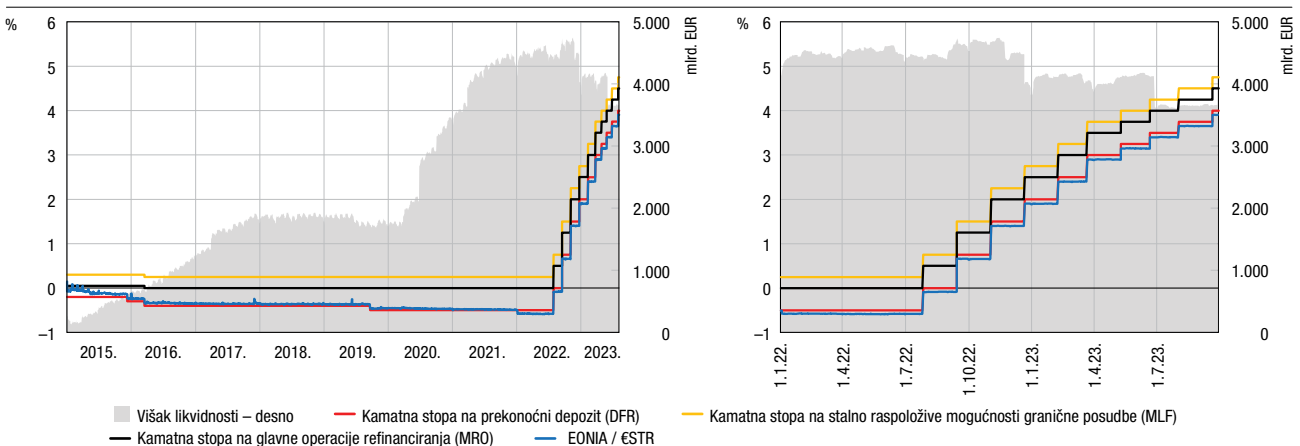
ESB-a) od 20. rujna iznosi 4,00%. Pritom je Upravno vijeće prvi put istaknulo da ocjenjuje kako su ključne kamatne stope ESB-a sada na razinama koje će, budu li se dovoljno dugo održale, dati znatan doprinos što skorijem povratku inflacije na ciljnu razinu. Buduće odluke Upravnog vijeća osigurat će da ključne kamatne stope ESB-a budu na dovoljno restriktivnim razinama koliko god bude potrebno, pri čemu će se odluke i nadalje temeljiti na pristiglim podacima (engl. *data-dependent approach*).

Bilanca Eurosustava nastavlja se postupno smanjivati, što dodatno pridonosi restriktivnom karakteru monetarne politike ESB-a (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 ove godine više ne reinvestiraju. No, nastavljaju se reinvestirati glavnice dospelih 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 dospelih vrijednosnih papira u portfelju PEPP-a.

Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a za još 25 baznih bodova odmah se prelilo na kamatne stope na novčanom tržištu, a porasli su i prinosi na državne obveznice.

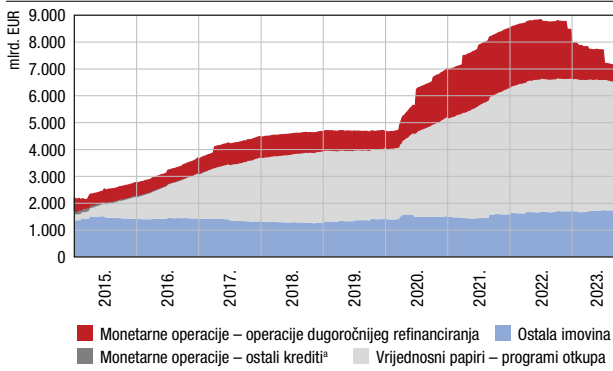
Slika 8. Ključne kamatne stope ESB-a i referentne tržišne kamatne stope europodručja



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



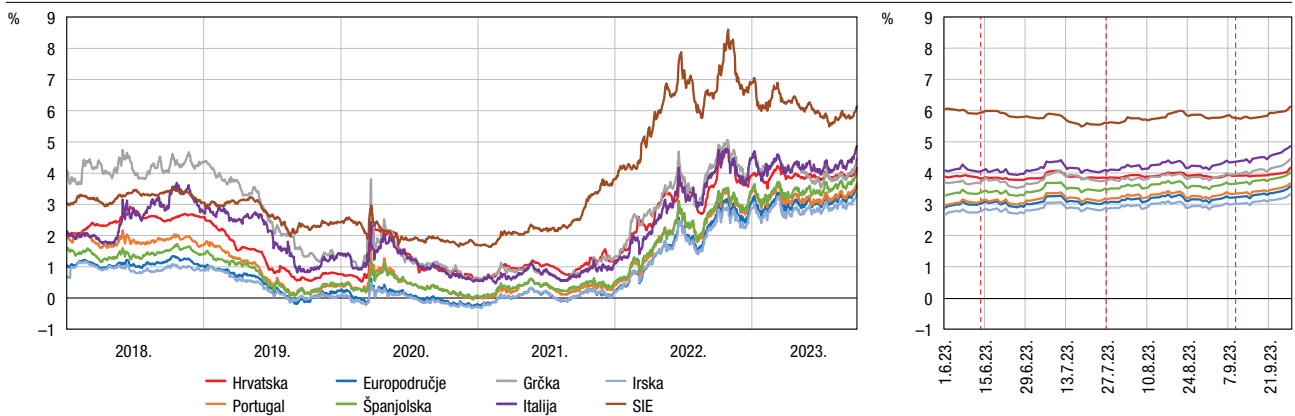
Napomena: Sivim i crvenim tonovima prikazane su monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne.

^a 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

Nakon stupanja na snagu posljednje odluke Upravnog vijeća 20. rujna, prekonoćna kamatna stopa na europskom tržištu novca €STR porasla je za iznos povećanja ključnih kamatnih stopa (25 baznih bodova), dosegnuvši tako razinu od 3,9%, na kojoj je ostala do kraja mjeseca (Slika 11.). Tromjesečni EURIBOR također je nastavio postupno rasti odražavajući očekivanja o produljenom razdoblju visokih kamatnih stopa, pa je na kraju rujna dosegao 4,0%. Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a brzo se prelilo i na hrvatsko tržište novca. Tako se prekonoćna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem u rujnu povećala za 31 bazni bod te je na kraju mjeseca dosegla 3,7%. Prinosi na dugoročne državne obveznice zemalja europodručja porasli su u rujnu, djelomično vođeni globalnim faktorima, što se očitovalo i rastom prinosa na, primjerice, obveznice SAD-a i UK-a u drugoj polovini mjeseca, ali i činitelja vezanih uz europodručje, poput zabrinutosti investitora oko stanja javnih financija u nekim zemljama članicama te najavama Upravnog vijeća da će ključne kamatne stope ESB-a držati na povišenoj razini tijekom duljeg razdoblja (Slika 10.). Povoljniji preliminarni podaci o inflaciji u europodručju i Hrvatskoj objavljeni krajem rujna blago su spustili prinose, ali se oni i nadalje nalaze na višoj razini u

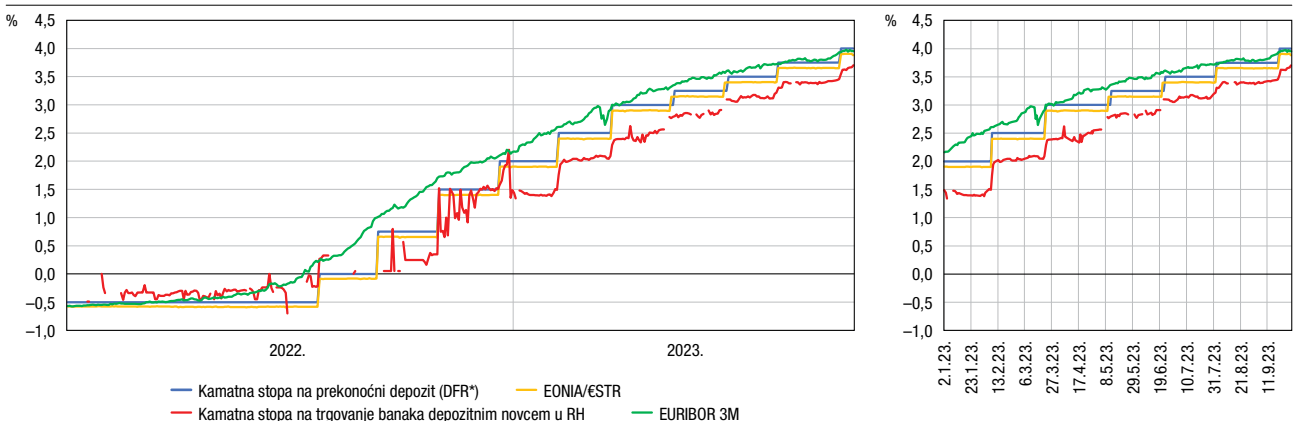
Slika 10. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijanjem od oko 10 godina



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

Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

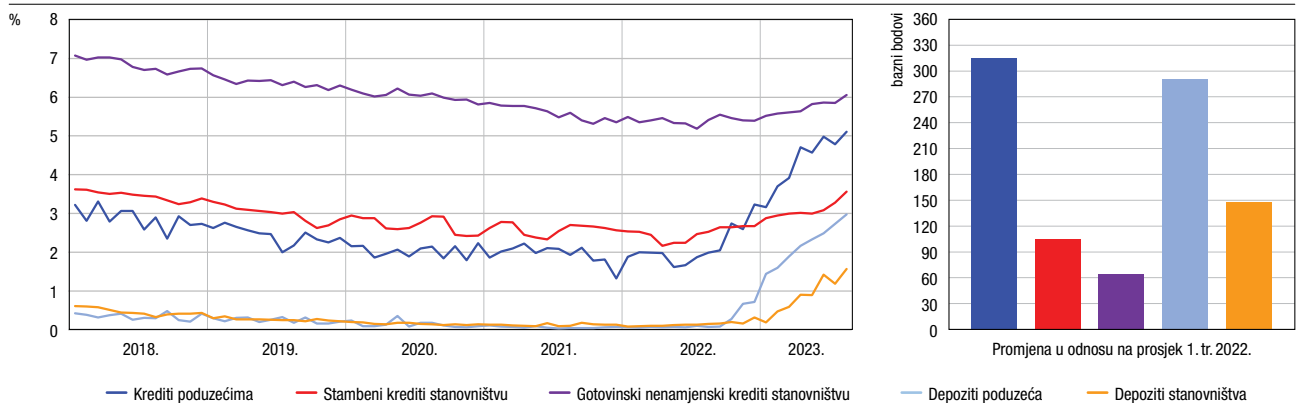
Slika 11. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonoćne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



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

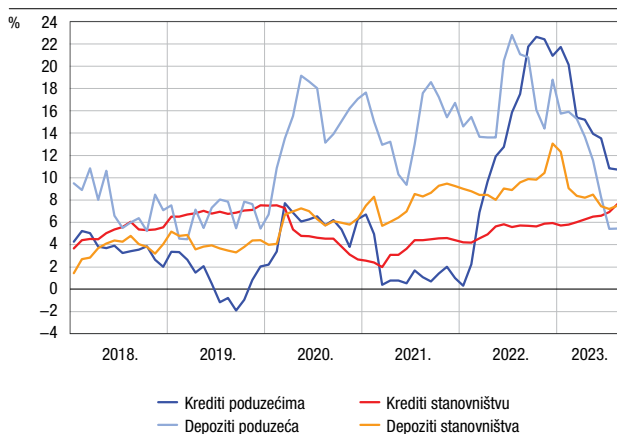
Slika 12. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite te oročene depozite poduzeća i stanovništva



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. 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

odnosu na početak rujna. Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om porastao je tijekom rujna za 45 baznih bodova dosegnuvši tako razinu od 3,5%, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 4,1% uz porast od 19 baznih bodova.

Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a sve se intenzivnije prenosi na domaće uvjete financiranja, pri čemu se domaći sektori zadužuju kod banaka po sve višim kamatnim stopama, a rastu i kamatne stope na depozite. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima u kolovozu je dosegla razinu od 5,1%, što je povećanje od 32 bazna boda u odnosu na prethodni mjesec, odnosno povećanje od 315 baznih bodova u odnosu na razdoblje prije početka normalizacije monetarne politike (Slika 12.). Rastu kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima u kolovozu ponajprije je pridonijelo povećanje udjela sindiciranih kredita u ukupnom financiranju koji imaju relativno višu kamatnu stopu, a smanjio se udio kredita za obrtna sredstva koji se odobravaju s relativno nižim kamatnim stopama. Stanovništvo se u kolovozu također zaduživalo po višim kamatnim stopama nego u srpnju,

bez obzira na to je li riječ o stambenom ili gotovinskom nenamjenskom kreditiranju. Kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite u kolovozu se povećala za 28 baznih bodova na razinu od 3,5%, što djelomice odražava i manji iznos 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 iznosila 6,0%, što je za 20 baznih bodova više nego mjesec prije. Promatrano u odnosu na razdoblje prije početka pooštavanja monetarne politike ESB-a, kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite viša je za 105 baznih bodova, a kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite za 64 bazna boda. Uz rast kamatnih stopa na kredite, snažniji su rast u kolovozu zabilježile i kamatne stope na depozite, što je jače izraženo kod stanovništva, na čije je prvi put ugovorene oročene depozite kamatna stopa u kolovozu iznosila 1,6%, odnosno 38 baznih bodova više nego u srpnju i 147 baznih bodova više nego u razdoblju prije početka podizanja ključnih kamatnih stopa ESB-a. U kolovozu je kamatna stopa na prvi put ugovorene ukupne oročene depozite poduzeća dosegla 3,0% ili 24 bazna boda više nego u mjesecu prije odnosno 291 bazni bod više nego u razdoblju prije početka podizanja ključnih kamatnih stopa ESB-a.

Bez obzira na kontinuirani rast kamatnih stopa, kreditna aktivnost i nadalje je relativno snažna. Rast ukupnih kredita uglavnom odražava rast kredita stanovništvu koji su na godišnjoj razini ubrzali rast sa 6,9% u srpnju na 7,6% u kolovozu (na osnovi transakcija). Pritom se rast stambenih kredita ubrzao s 9,5% na 10,1%, a gotovinskih nenamjenskih kredita sa 6,8% na 7,4%. Kreditiranje poduzeća, iako malo izraženije nego tijekom srpnja, i nadalje ostaje prigušeno. Na godišnjoj se razini rast kredita poduzećima blago usporio (s 10,8% u srpnju na 10,7% u kolovozu), s obzirom na to da je i takav blag rast u kolovozu intenzitetom nadmašio porast u kolovozu prethodne godine. Kada je riječ o domaćim depozitima, njihov se godišnji rast ubrzao s 5,2% u srpnju na 5,4% u kolovozu (na osnovi transakcija), pri čemu je zabilježeno ubrzavanje rasta depozita stanovništva sa 7,2% na 7,5% i blago ubrzavanje rasta depozita nefinancijskih poduzeća s 5,4% na 5,5% uglavnom kao odraz dobrih financijskih rezultata ostvarenih tijekom glavnog dijela turističke sezone (Slika 13.).