



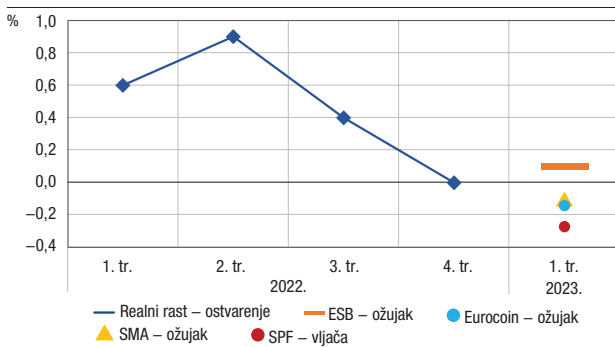
Informacija o gospodarskim, financijskim i monetarnim kretanjima

travanj 2023.

Sažetak

Prvo tromjesečje 2023. mogli bi obilježiti nastavak stagnacije realne aktivnosti i smanjenje godišnje stope inflacije europodručja. Poboljšanje većine visokofrekventnih pokazatelja gospodarske aktivnosti te poslovnih i potrošačkih očekivanja istodobno su rezultirali sveukupno povoljnijim ocjenama realnog BDP-a za prvo tromjesečje od prethodnih očekivanja, koja su upućivala na potencijalnu kontrakciju (Slika 1.)¹. Industrijska proizvodnja europodručja, prema sezonski prilagođenim podacima, u siječnju je porasla za 0,7% u odnosu na prosinac prošle godine, ali isključivo u segmentu proizvodnje intermedijarnih dobara, čemu su uvelike pridonijeli normalizacija dobavnih lanaca i pad troškova energije. Oporavak nije bio ujednačen, pa

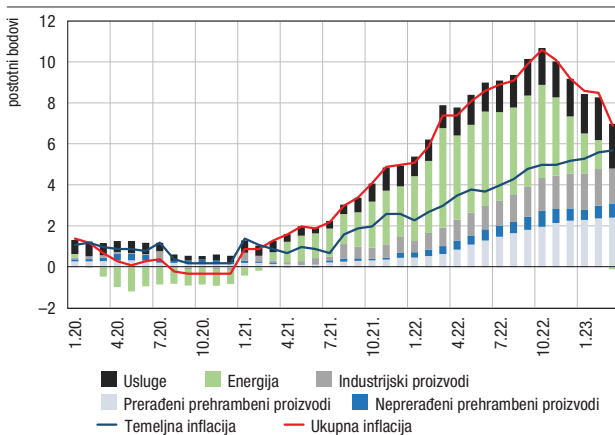
Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju



Napomene: 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 ožujka odnosno veljače. 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 ožujka).

Izvori: Eurostat; ESB; Banca d'Italia

Slika 2. Kretanje godišnje stope inflacije u europodručju



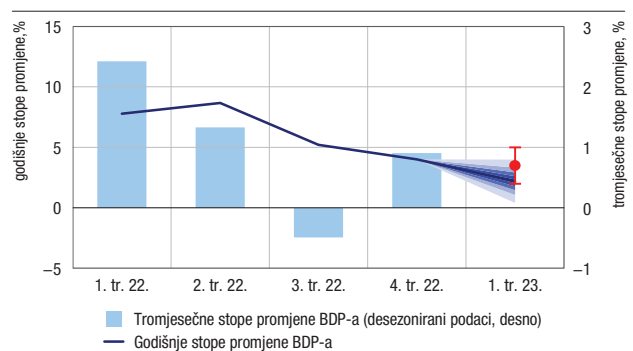
Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana.

Izvor: Eurostat

se tako industrijska proizvodnja u Njemačkoj primjetno oporavila u odnosu na prosinac, dok su ostale velike zemlje – Italija, Španjolska, a poglavito Francuska – zabilježile mjesečni pad. U siječnju je blago porastao i promet u trgovini na malo (0,3% u odnosu na prosinac), što je manje od očekivanja, a upućuje na kontinuiranu slabost osobne potrošnje u uvjetima visoke inflacije i pada realnih dohodaka. Unatoč povećanim troškovima života i nepovoljnijim uvjetima financiranja potrošački je optimizam rastao u veljači i ožujku, a sudeći prema indeksu menadžera nabave, izgledno je i daljnje jačanje agregatne potražnje predvođeno uslužnim sektorom, dok se u industriji nastavlja bilježiti pad novih narudžba. Zahvaljujući padu cijena energenata dodatno se intenziviralo usporavanje godišnje inflacije potrošačkih cijena u europodručju, s 8,5% u veljači na 6,9% u ožujku. Međutim, zbog prelijevanja prijašnjih poskupljenja energenata i sirovina te pritiska s tržišta rada temeljna je inflacija nastavila blago rasti (s 5,6% u veljači na 5,7% u ožujku). Pritom se među pojedinim sastavnicama intenzitetom rasta ističu cijene usluga (Slika 2.), a među članicama Njemačka, gdje je rastu temeljne inflacije također uvelike pridonio rast cijena usluga.

Dostupni visokofrekventni podaci, uključeni u model brze procjene gospodarske aktivnosti HNB-a (MRGA), upućuju na to da bi se realni BDP Hrvatske u prvom tromjesečju 2023. mogao povećati za 0,7% u odnosu na kraj 2022., a godišnji bi rast mogao iznositi 2,2% (Slika 3.). Industrijska se proizvodnja u veljači nastavila relativno snažno povećavati na mjesečnoj razini, što je posljedica naglašenog rasta proizvodnje energije, dok se proizvodnja u prerađivačkoj industriji smanjila. Nakon pada ostvarenog u drugoj polovini prethodne godine, realni promet od trgovine na malo u siječnju i veljači stagnirao je u odnosu na posljednje tromjesečje 2022. Građevinska se aktivnost, nakon snažnog rasta krajem protekle godine, u siječnju zamjetno smanjila u odnosu na prethodni mjesec. Pritom se smanjila i izgradnja zgrada i ostalih građevina koje se uglavnom povezuju s investicijskom aktivnosti javnog sektora. Kretanja na tržištu rada i dalje su razmjerno povoljna, no usprkos rastu broja zaposlenih i ubrzanju rasta plaća potrošački se optimizam u ožujku smanjio na razinu ispod dugoročnog prosjeka. Poslovni optimizam i nadalje se zadržao iznad povijesnog prosjeka, pri

Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod

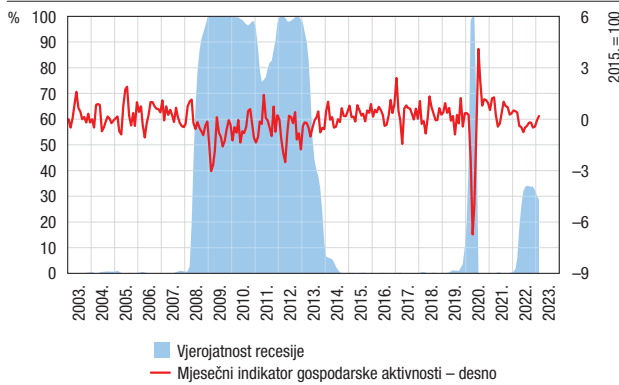


Napomena: Ocjena za prvo tromjesečje 2023. odnosi se na Mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a (opširnije o izračunu MRGA-e vidi u Istraživanjima HNB-a 1-42 "Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora" autora D. Kunovca i B. Špalata). Modeli su procijenjeni na osnovi podataka objavljenih do 31. 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

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. Indikator recesije
sezonski prilagođene realne vrijednosti



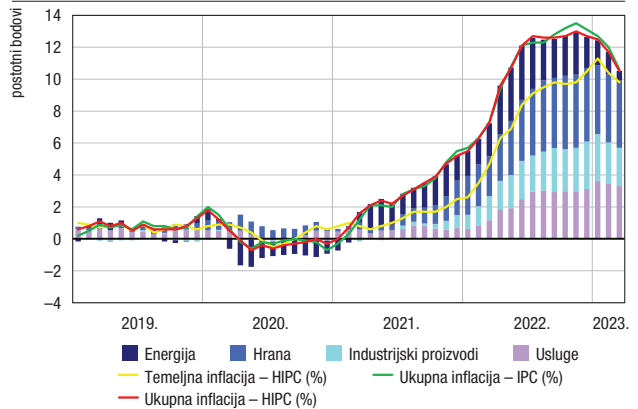
Napomena: Mjesečni indikator gospodarske aktivnosti jest sintetički indeks gospodarske aktivnosti koji se konstruira iz dostupnih visokofrekventnih podataka takozvanom analizom glavnih komponenta (opširnije vidi u blogu HNB-a "Ulazi li Hrvatska u recesiju?" autora D. Kunovca i K. Šimatović).

Izvor: HNB

čemu se u ožujku nastavio povećavati u svim djelatnostima izuzevši industriju. U skladu s navedenim kretanjima ocjena vjerojatnosti da je domaće gospodarstvo u prvom tromjesečju 2023. u stanju recesije, smanjila se u odnosu na prethodno tromjesečje te trenutno iznosi oko 30% (Slika 4.).

Inflacija u Hrvatskoj nastavila se usporavati četvrti mjesec zaredom te je u ožujku 2023. godišnja stopa inflacije (mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena), prema prvoj procjeni Eurostata, iznosila 10,5%, nakon 11,7% u veljači. Usporavanju ukupne inflacije najviše su pridonijele cijene energije (Slika 5.) zahvaljujući primjetnom pojeftinjenju naftnih derivata u ožujku i snažnom učinku baznog razdoblja (tj. zbog skoka cijena energenata nakon izbijanja rata u Ukrajini krajem veljače prošle godine). Također se blago usporila temeljna

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

inflacija, s 10,4% u veljači na 9,8% u ožujku, dok se rast cijena prehrambenih proizvoda zadržao na razini iz prethodnog mjeseca. Popuštanje inflacijskih pritisaka (Slika 6.) poglavito se odnosi na uvozne činitelje povezane s kretanjem cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu, kao i daljnjim smanjenjem pritisaka u globalnim lancima dobave. K tome, popuštanju inflacijski pritisci na razini europodručja i nastavlja se usporavanje godišnjeg rasta proizvođačkih cijena na domaćem tržištu. Na smanjenje godišnje stope inflacije djeluje i bazni učinak zbog izraženog povećanja cijena prethodne godine. S druge strane, razmjerno snažan rast nominalnih plaća i nedostatak radne snage, uz učinke ranijeg rasta troškova energije i drugih sirovina te intermedijarnih proizvoda, pridonose zadržavanju tekuće temeljne inflacije na povišenim razinama. Također, inflacijska

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

^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. Sivom bojom u tekućem mjesecu označeno je nepostojanje podataka.

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

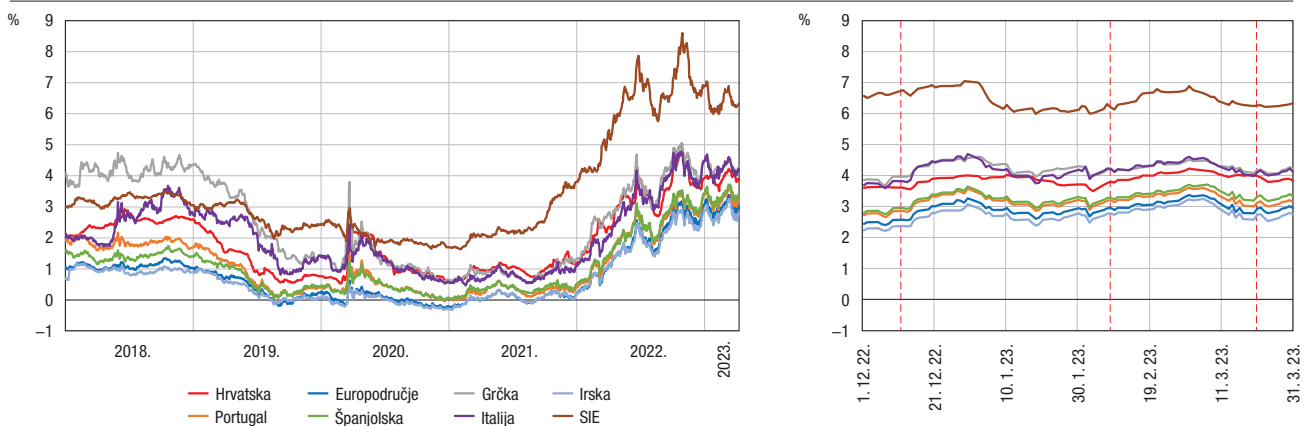
očekivanja potrošača u ožujku su porasla u odnosu na prethodni mjesec, iako su i dalje primjetno manja nego krajem prošle godine. Stoga se očekuje tek postupan povratak stope inflacije na niske razine uz daljnje naglašene rizike.

Zbog bojazni od prelijevanja napetosti na financijskim tržištima na oštrije uvjete financiranja, sudionici na tim tržištima ublažili su očekivanja glede dodatnog pooštavanja monetarne politike pa trenutačno očekuju tek blagi dodatni porast ključnih kamatnih stopa. Također, s porastom neizvjesnosti, ojačala je i kolebljivost očekivane putanje kamatnih stopa. Na financijskim tržištima europodručja u ožujku je porasla napetost zbog propasti američkih banaka Silicon Valley Bank i Signature Bank te švicarske banke Credit Suisse. To je ojačalo još uvijek naglašenu neizvjesnost u vezi s izgledima za inflaciju i gospodarskim rastom te povećalo kolebljivost kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa na financijskim tržištima. Šestomjesečni EURIBOR snažno je pao sredinom ožujka, ali se do kraja mjeseca vratio na razinu zabilježenu krajem veljače (3,3%). Nakon stupanja na snagu posljednje odluke ESB-a o povećanju ključnih kamatnih stopa za 50 baznih bodova, 22. ožujka stopa €STR porasla je na 2,9% i na toj se razini zadržala

do kraja mjeseca (Slika 8.). Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a prelilo se djelomično i na hrvatsko novčano tržište. Tako je prekonocna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem na kraju ožujka iznosila 2,4%, u odnosu na 2,1% krajem veljače. Kad je riječ o dugoročnim troškovima financiranja države, jačanje napetosti na financijskim tržištima u ožujku utjecalo je na pad prinosa na dugoročne državne obveznice. Prinosi na dugoročne državne obveznice Hrvatske smanjili su se u istoj mjeri kao i prinosi na državne obveznice europodručja ponderirani udjelom BDP-a zemalja članica (Slika 7.). Na kraju ožujka prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio je 3,8%, odnosno smanjio se za 31 bazni bod u odnosu na kraj veljače.

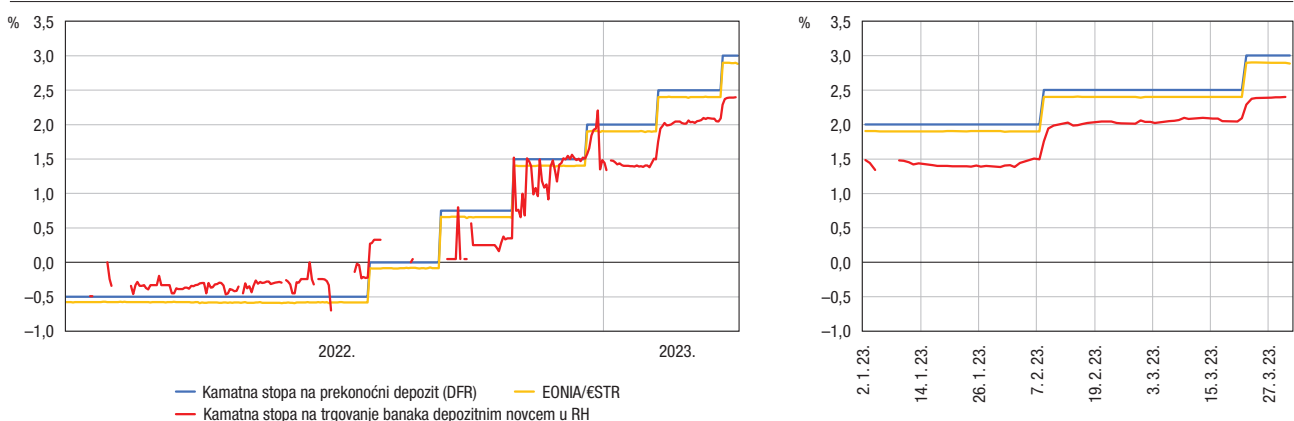
Prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a na domaće uvjete financiranja nastavio se i tijekom veljače, kada su kamatne stope banaka u Hrvatskoj uglavnom porasle. Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim poduzećima dosegla je u veljači 3,7%, što je za 53 bazna boda više nego u siječnju (Slika 9.). Unatoč višim kamatnim stopama krediti nefinancijskim poduzećima nastavili su rasti, pri čemu se godišnja stopa rasta u veljači ipak smanjila na 20,1% zbog baznog učinka, odnosno snažnijega kreditiranja

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

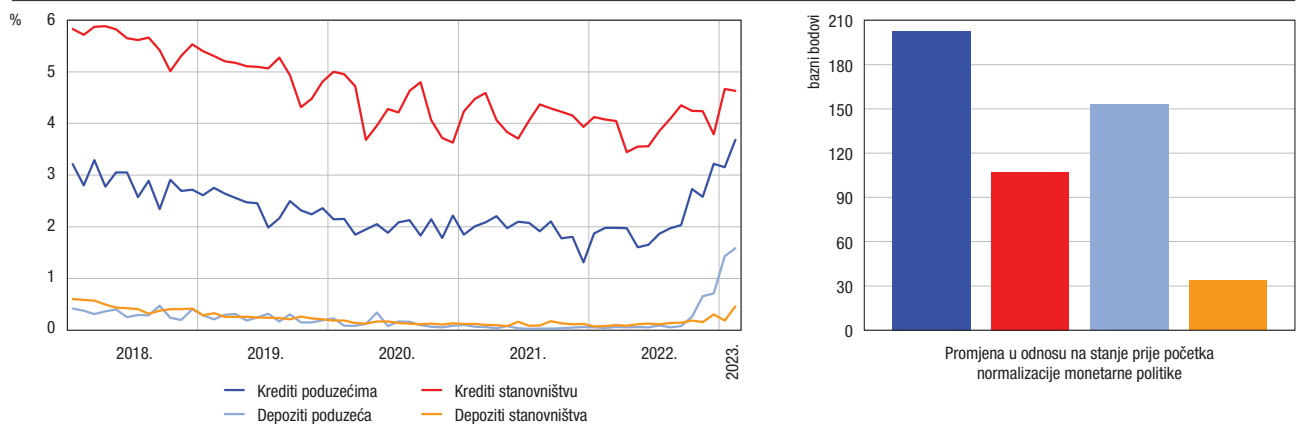
Slika 8. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonocne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



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

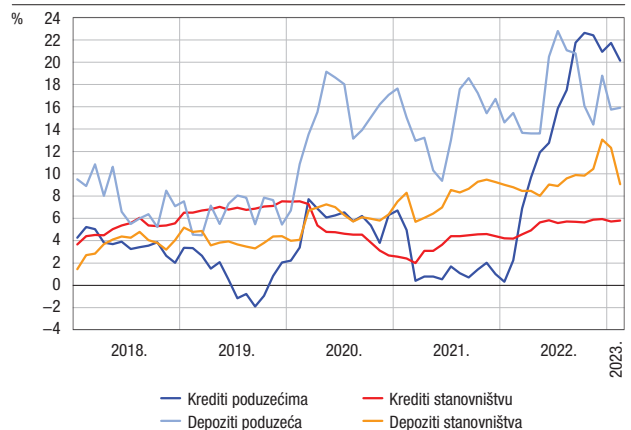


Napomena: Podaci do prosinca 2022. odnose se na kredite odnosno depozite u kunama, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima. Stanje prije početka normalizacije monetarne politike odnosi se na lipanj 2022.

Izvor: HNB

poduzeća u veljači prošle godine (Slika 10.). Kad je riječ o stanovništvu, zabilježen je blagi rast kreditiranja uz gotovo nepromijenjene kamatne stope. Tako se prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite zadržala na siječanjskoj razini (2,9%), a na gotovinske nenamjenske kredite tek se blago povećala (5,6%). U sljedećim se mjesecima može očekivati snažniji rast stambenih kredita, slijedom provedbe novoga kruga subvencioniranja stambenih kredita od polovine 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 oročenih depozita, kamatna stopa po kojoj su poduzeća deponirala svoja sredstva bila je za 15 baznih bodova viša nego u siječnju (1,6%), što je pridonijelo nastavku prelijevanja sredstava s prekonoćnih na oročene depozite. Kod stanovništva je upis državnih obveznica, koji je do kraja veljače iznosio oko 1 mlrd. EUR, utjecao na snažan pad depozita. Pritom je prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene oročene depozite u veljači dosegla 0,5%, odnosno 30 baznih bodova više nego u siječnju.

Slika 10. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva



Napomena: Godišnje stope promjene, na osnovi transakcija

Izvor: HNB