

---

# Informacija o gospodarskim, financijskim i monetarnim kretanjima

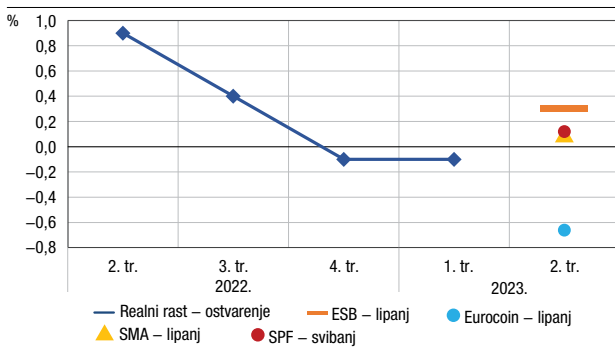
srpanj 2023.



## Sažetak

**Gospodarstvo europodručja u posljednja je dva tromjesečja ostvarilo blago negativnu stopu rasta (-0,1%), čime je tehnički ušlo u recesiju.** Gospodarska bi aktivnost mogla ostati slaba i u drugom tromjesečju, pri čemu se ocjene primjetno razlikuju među pojedinim prognozerima i variraju od pozitivnih od negativnih, što odražava i različite signale koji dolaze iz pojedinih segmenata gospodarstva (Slika 1.)<sup>1</sup>. Naime, snažan rast uslužnog sektora u posljednjih je nekoliko tromjesečja uvelike nadoknađivao nepovoljna kretanja u prerađivačkoj industriji. No, određeni visokofrekventni podaci, posebice indeks menadžera nabave, pokazuju znake slabljenja aktivnosti i u uslužnim djelatnostima prema kraju drugog tromjesečja. Budući

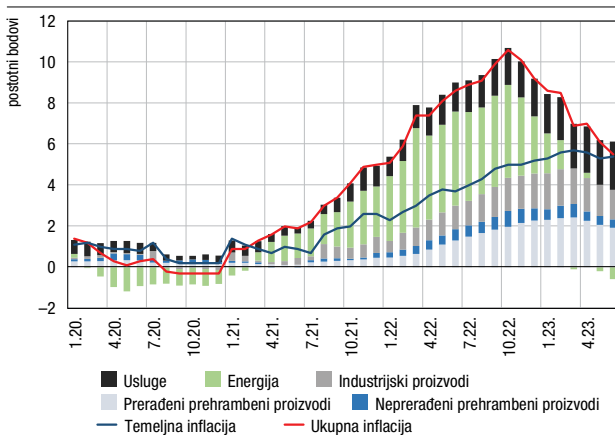
**Slika 1. Tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u europodručju**



Napomena: Kratica ESB – lipanj odnosi se na ESB-ove projekcije realnog rasta europodručja iz lipnja (engl. *Broad Macroeconomic Projection Exercise*, BMPE). Kratice SMA (engl. *Survey of Monetary Analysts*) i SPF (engl. *Survey of Professional Forecasters*) odnose se na rezultate ESB-ovih anketa tržišnih sudionika iz lipnja odnosno svibanja. 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 lipnja).

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.

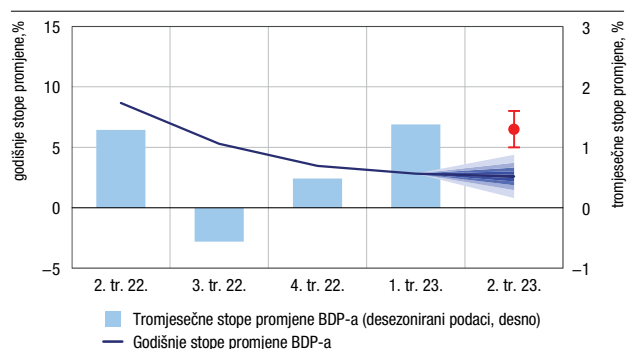
Izvor: Eurostat

<sup>1</sup> Uz grafičke prikaze koji prate tekst Informacije o gospodarskim, financijskim i monetarnim kretanjima postoji i dodatni 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**.

da se prerađivačka industrija već duže vrijeme nalazi u fazi kontrakcije, ukupan se indeks menadžera nabave u lipnju našao na samoj granici između ekspanzije i kontrakcije gospodarstva. Prva procjena pokazuje da se inflacija spustila na 5,5% u lipnju, u odnosu na 6,1% u svibnju, čemu je najviše iznova pridonio pad cijena energije. Istodobno se temeljna inflacija, koja isključuje hranu i energiju, blago ubrzala s 5,3% u svibnju na 5,4% u lipnju, što upućuje na ustrajnost inflacijskih pritisaka, čak i kada se uzmu u obzir određeni jednokratni statistički čimbenici koji utječu na kretanje temeljne inflacije. K tome, i nadalje postoje velike razlike u visini stopa inflacije među državama članicama europodručja.

**Gospodarska aktivnost Hrvatske u drugom je tromjesečju nastavila rasti solidnim intenzitetom, kao i na početku godine.** Na osnovi visokofrekventnih pokazatelja ocjenjuje se da rast realnog BDP-a iznosi 1,3% u odnosu na prethodno tromjesečje, a godišnja stopa rasta mogla bi se zbog baznog učinka neovisno o tome blago smanjiti na 2,6% (Slika 3.). Industrijska se proizvodnja tijekom travnja i svibnja nastavila povećavati na tromjesečnoj razini, iako blažim intenzitetom u odnosu na prethodno tromjesečje, što je povezano s padom proizvodnje kapitalnih proizvoda, nakon njihova snažnog rasta u prethodnih osam tromjesečja, te s intenziviranjem smanjenja proizvodnje trajnih proizvoda. Nasuprot tome, nastavljena su povoljna kretanja u proizvodnji energije i netrajnih proizvoda za široku potrošnju, a malo se povećala i proizvodnja intermedijarnih proizvoda, nakon pada u prethodnom tromjesečju. Trgovina na malo je, nakon stagnacije u prethodna dva tromjesečja, vidno ojačala, zrcaleći povoljna kretanja na tržištu rada i oporavak realnih dohodaka zbog nastavka rasta zaposlenosti i povećanja realnih plaća, što je ujedno povoljno djelovalo na potrošački optimizam. Povoljna kretanja primjetna su i u uslužnom sektoru, na što upućuju obujam prometa uslužnih djelatnosti, iznos fiskaliziranih računa te noćenja stranih turista. Tako je, prema podacima iz sustava eVisitor, broj ostvarenih noćenja u drugom tromjesečju za 9% veći nego u istom razdoblju prethodne godine i bio je relativno široko rasprostranjen. Tako podaci za županije s većim turističkim prometima pokazuju da je broj noćenja najsnažnije porastao u Dubrovačko-neretvanskoj županiji (gotovo 20%), dok je broj

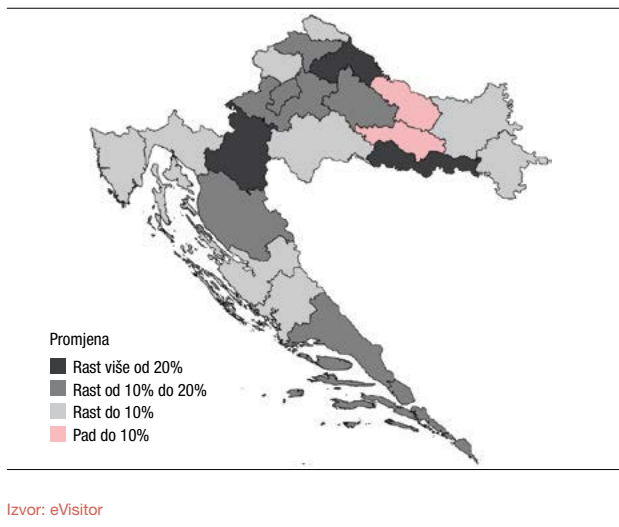
**Slika 3. Tromjesečni bruto domaći proizvod**



Napomena: Ocjena za drugo 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 30. lipnja 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

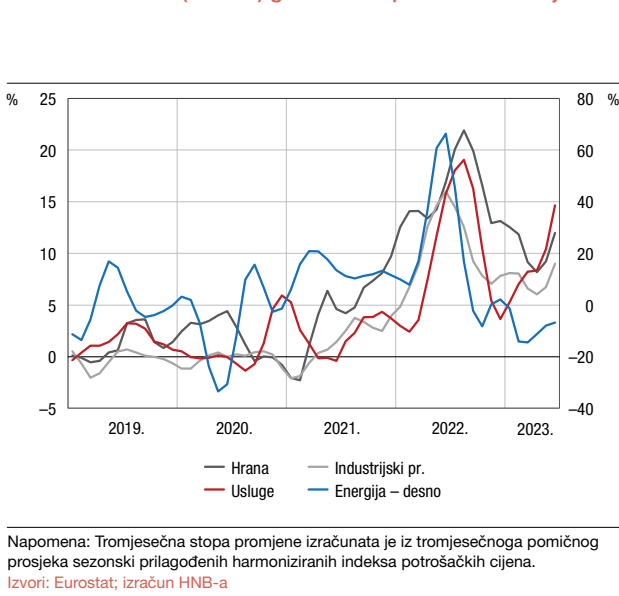
Slika 4. Promjena broja noćenja u drugom tromjesečju 2023. u odnosu na isto razdoblje 2022.



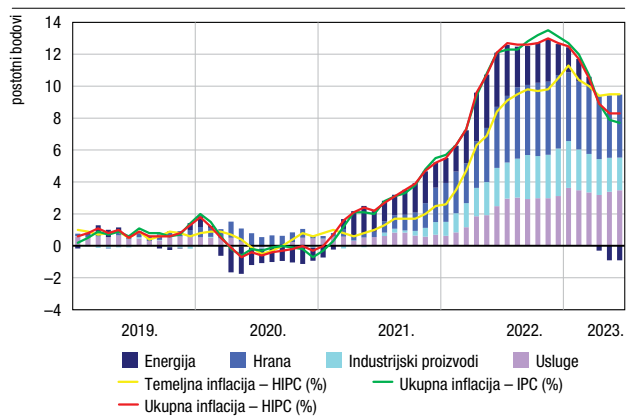
noćenja u Šibensko-kninskoj županiji samo neznatno porastao u odnosu na prethodnu godinu, za 0,5% (Slika 4.). Ipak, rezultati ostvarenih noćenja turista za lipanj bili su malo lošiji u odnosu na prethodnu godinu, što je povezano i s rasporedom praznika na glavnim emitivnim tržištima. Poslovno pouzdanje u sektoru usluga nešto se smanjilo, iako se i nadalje zadržalo iznad dugoročnog prosjeka. Pad pouzdanja tijekom lipnja primjetan je i u industriji i trgovini, dok je u građevini optimizam ojačao s već relativno visokih razina. Stoga se čini da bi smanjenje građevinske aktivnosti tijekom travnja moglo biti privremenoga karaktera (djelomice zasigurno pod utjecajem nepovoljnih vremenskih prilika za građevinske aktivnosti). U drugom tromjesečju nastavio se rast zaposlenosti, koji se odrazio djelomice i na smanjenje stope nezaposlenosti, dok se rast nominalnih plaća nastavio ubrzavati, iako malo slabijim intenzitetom nego na samom početku godine. Znatno su porasle i realne plaće, čemu je pridonijelo i postupno usporavanje inflacije.

**Godišnja stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u lipnju se zadržala na razini od 8,3% nakon šest uzastopnih mjeseci u kojima se usporevala.** Pritom se godišnja stopa promjene cijena energije zadržala na razini od

Slika 6. Momenti (zamasi) glavnih komponenata inflacije



Slika 5. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



–7,0%, a godišnja stopa rasta cijena hrane (uključujući alkohol i duhan) samo se blago ubrzala na 13,5%, pa su doprinosi tih dviju komponenata ostali gotovo nepromijenjeni. I temeljna se inflacija zadržala na visokoj razini od 9,5% (Slika 5.). Pritom je vidljiv porast kratkoročnih pokazatelja inflacije, odnosno povećanje momenta (zamaha) inflacije hrane, usluga i industrijskih proizvoda, što je povezano s i nadalje povišenim proizvođačkim cijenama hrane te ostalih proizvoda za široku potrošnju (Slika 6.). Takva kretanja impliciraju da bi godišnja stopa rasta cijena mogla ostati na povišenoj razini. Nasuprot tome, inflatorni pritisci povezani s ostalim sirovinama i energentima i nadalje popuštaju te su znatno niži u usporedbi s prošlom godinom. Cijene sirove nafte tipa Brent na svjetskom tržištu stabilizirale su se na razini ispod 80 USD za barel u protekla dva mjeseca, a cijene prirodnog plina na europskom tržištu na razini od oko 30 eura za megavat sat (što je znatno niže u odnosu na prosjek 2022.). Cijene ostalih sirovina kontinuirano se smanjuju, a došlo je i do potpune normalizacije u globalnim dobavnim lancima (Slika 7.), što objašnjava znatno niže momente (zamahe) komponenata inflacije u usporedbi s vrhuncem dosegnutim sredinom prošle godine, unatoč njihovu recentnom povećanju.

**Ključne kamatne stope ESB-a povećane su za još 25 baznih bodova na sastanku Upravnog vijeća održanom 15. lipnja.** U skladu s tim, kamatna stopa na novčani depozit kreditnih institucija kod središnje banke (trenutačno najrelevantnija ključna stopa ESB-a) od 21. lipnja iznosi 3,50% (Slika 8.). Osim toga, od srpnja 2023. godine više se neće provoditi reinvestiranje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP). Kada je riječ o hitnom programu kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu tog programa reinvestirale bi se barem do kraja 2024. godine.

**Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a brzo se prelilo na kamatne stope na novčanom tržištu, a prinosi na tržištu državnih obveznica i nadalje su stabilni.** Prijenos povećanja ključnih kamatnih stopa ESB-a u lipnju za 25 baznih bodova bio je trenutačan i potpun na neosiguranom segmentu novčanog tržišta, pri čemu je stopa €STR porasla na 3,4% te je na toj razini ostala do kraja lipnja. Tromjesečni EURIBOR nastavio je rasti u očekivanju daljnjeg povećavanja ključnih kamatnih stopa, iako malo sporijim intenzitetom nego prethodnih nekoliko mjeseci (Slika 11.). Na kraju lipnja dosegnuo je 3,6%, što je najviša

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.							
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) <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Priradni plin (EUR/MWh) <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Električna energija (EUR/MWh) <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		DG Agri <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
Konkurentnost	Tečaj EUR/USD	[Heatmap data]																																				
	Indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (GSCPI)	[Heatmap data]																																				
Domaći inflatorni pritisci	Realna aktivnost i tržište rada	Trgovina na malo <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Stopa nezaposlenosti	[Heatmap data]																																			
		Nominalne neto plaće <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Nedostatak radne snage	[Heatmap data]																																			
		Industrijska proizvodnja <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Pouzdanje poduzeća u uslužnom sektoru	[Heatmap data]																																			
	Troškovi	Proizvođačke cijene na domaćem tržištu <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Intermedijarni proizvodi <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Energija <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Kapitalni proizvodi <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Trajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
		Netrajni proizvodi za široku potrošnju <sup>a</sup>	[Heatmap data]																																			
Inflacijska očekivanja	Potrošači (12 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				
	Poduzeća – industrija (3 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				
	Poduzeća – usluge (3 mj. unaprijed)	[Heatmap data]																																				

<sup>a</sup> 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 označuje nepostojanje podataka.

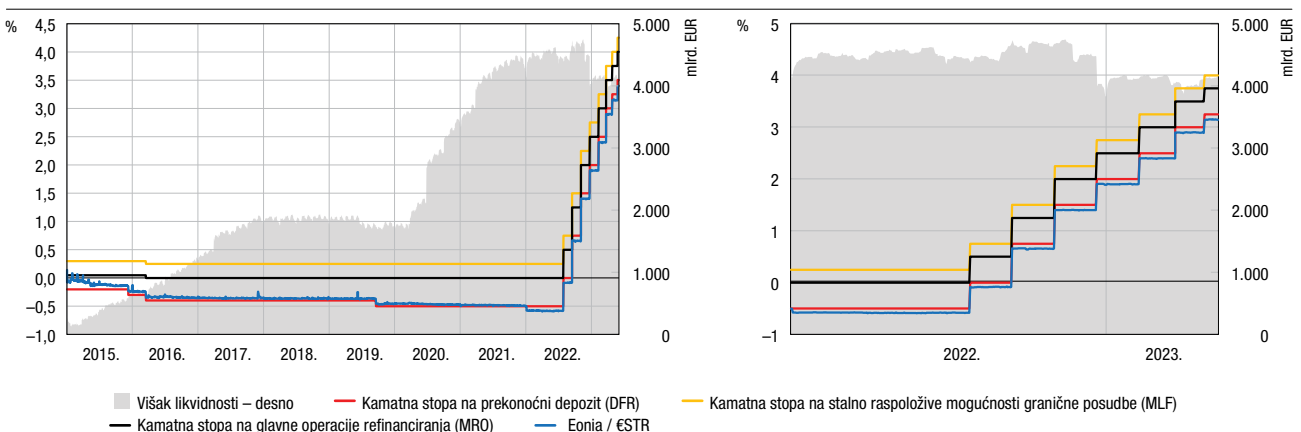
Izvori: ESB; SDW; Eurostat; Bloomberg; NY Fed; HWWI; DZS; Ipsos

razina još od kraja 2008. Povećanje ključnih kamatnih stopa brzo se prelilo i na hrvatsko tržište novca. Tako se prekoćna kamatna stopa na trgovanje banaka depozitnim novcem u lipnju povećala za 25 baznih bodova te je na kraju mjeseca dosegla 3,1%. Prinosi na dugoročne državne obveznice u lipnju, kao i tijekom prethodnih nekoliko mjeseci, nisu se znatnije promijenili, pa su na kraju lipnja bili uglavnom na približno istoj razini kao i na kraju svibnja (Slika 10.). Prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju lipnja iznosio je 3,1%, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 3,8%.

**Pooštavanje monetarne politike europodručja nastavlja se odražavati na kamatne stope domaćih banaka.** Prosječna kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite nefinancijskim

poduzećima u svibnju se smanjila za 15 baznih bodova, na razinu od 4,5% (Slika 12.), na što je utjecalo nekoliko činitelja. S jedne strane, došlo je do smanjenja udjela sindiciranih kredita u ukupnom financiranju koji imaju relativno višu kamatnu stopu, dok je istodobno porastao udio kredita koji se odobravaju uz relativno niže kamatne stope (krediti za obrtna sredstva). Isključili se utjecaj promjene strukture novoodobrenih kredita, i u svibnju je vidljiv porast troška financiranja poduzeća. Ipak, kreditna je aktivnost i nadalje snažna, a nastavak usporavanja rasta kredita poduzećima na godišnjoj razini, s 15,2% u travnju na 13,9% u svibnju, odraz je baznih efekata povezanih s iznimno visokim iznosima kredita odobrenih poduzećima sredinom protekle godine (Slika 13.). Što se tiče troškova zaduživanja stanovništva, kamatna stopa na prvi put ugovorene stambene kredite ostala je

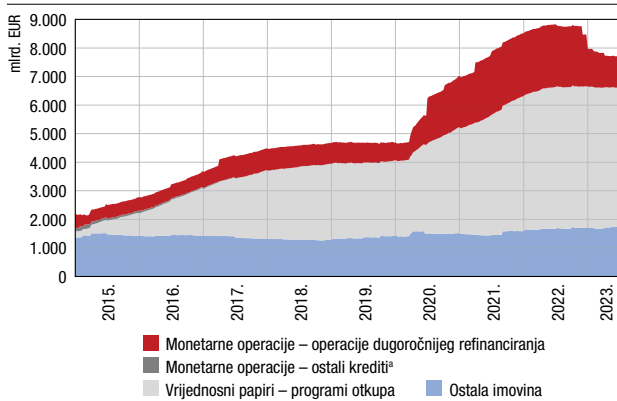
Slika 8. Ključne kamatne stope ESB-a i referentne tržišne kamatne stope europodručja



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

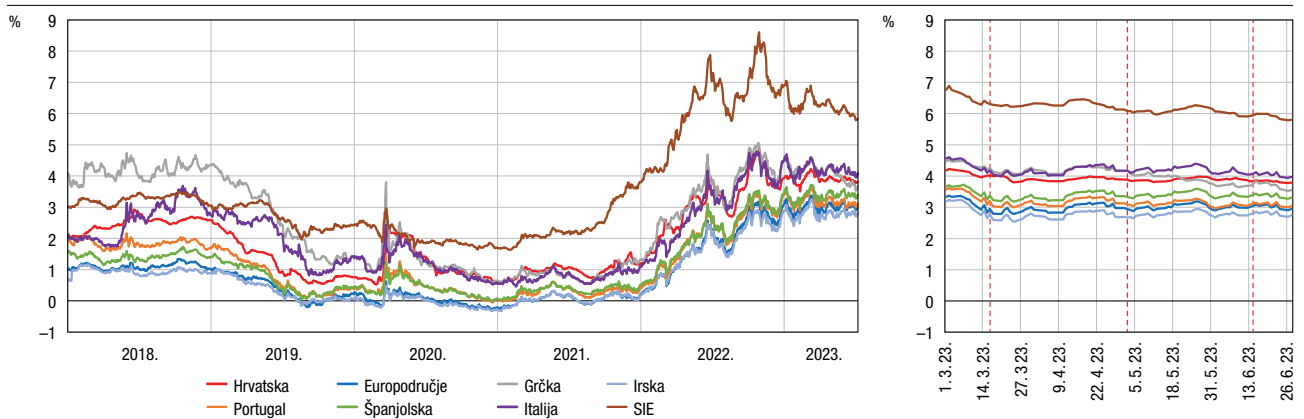


Napomena: Sivim i crvenim tonovima prikazane su monetarne stavke aktive bilance Eurosustava, a plavom nemonetarne. <sup>a</sup> Ostali krediti uključuju: glavne operacije refinanciranja, obratne operacije fine prilagodbe, obratne strukturne operacije, mogućnost posudbe na kraju dana te kredite vezane uz poziv na uplatu marže.

Izvor: ESB

u svibnju gotovo nepromijenjena na razini od 3,0%. Pritom je vidljiv utjecaj početka novoga kruga državnog subvencioniranja stambenih kredita koji je povećao iznose ugovorenih stambenih kredita i blago smanjio prosječnu kamatnu stopu na kredite stanovništvu s obzirom na to da se subvencionirani stambeni krediti obično odobravaju uz nižu kamatnu stopu od tržišnih prosjeka. Istodobno se nastavio ubrzavati rast nenamjenskih gotovinskih kredita s 5,0% na 5,7% na godišnjoj razini. Kamatna stopa na prvi put ugovorene gotovinske nenamjenske kredite u svibnju je iznosila 5,81%, odnosno 18 baznih bodova više u odnosu na travanj. Pooštavanje monetarne politike odražava se i na kamatne stope na depozite banaka. Kamatna stopa na prvi put ugovorene oročene depozite nefinancijskih poduzeća porasla je na 2,32%, što je porast od 227 baznih bodova u odnosu na lipanj 2022. U istom je razdoblju kod stanovništva kamatna stopa na prvi put ugovorene oročene depozite slabije porasla, za 76 baznih bodova, čime je dosegnuta razina od 0,9% u svibnju.

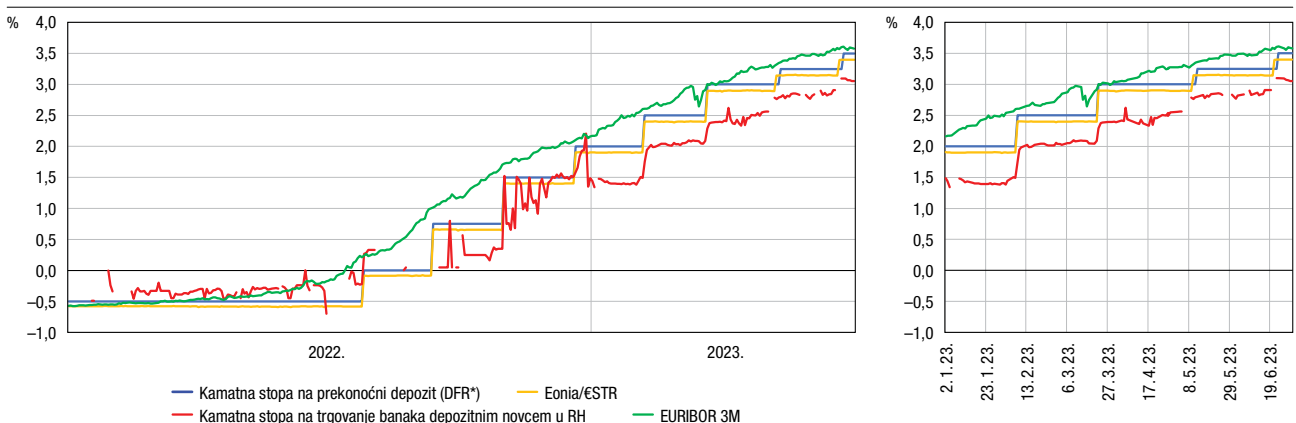
Slika 10. Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospijanjem od oko deset godina



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 obuhvaća podatke za Estoniju, Letoniju, Luksemburg i Maltu. Crvenim isprekidanom okomitim linijama označeni su sastanci Upravnog vijeća ESB-a u prosincu, veljači i ožujku.

Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

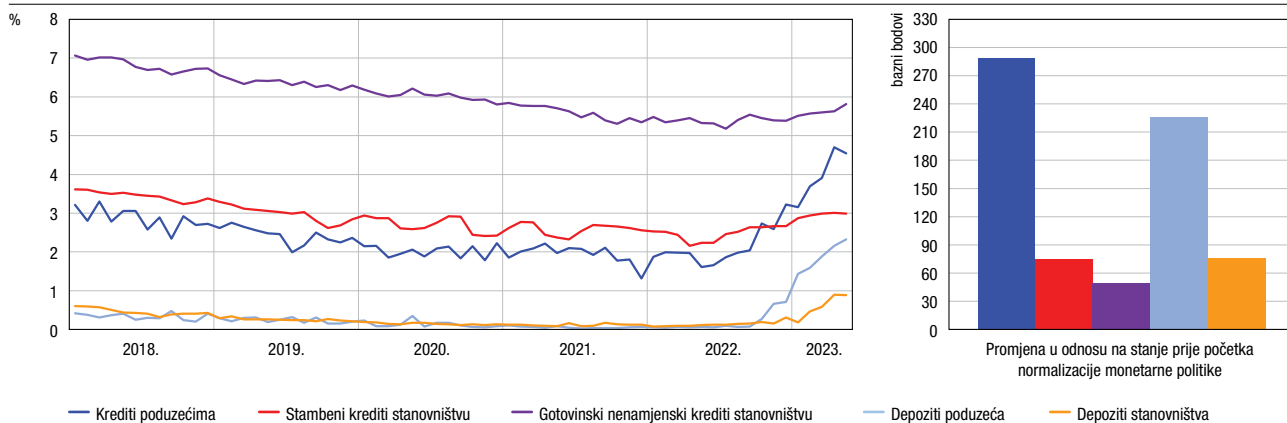
Slika 11. Ključna kamatna stopa ESB-a i prekonočne tržišne kamatne stope europodručja i Hrvatske



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

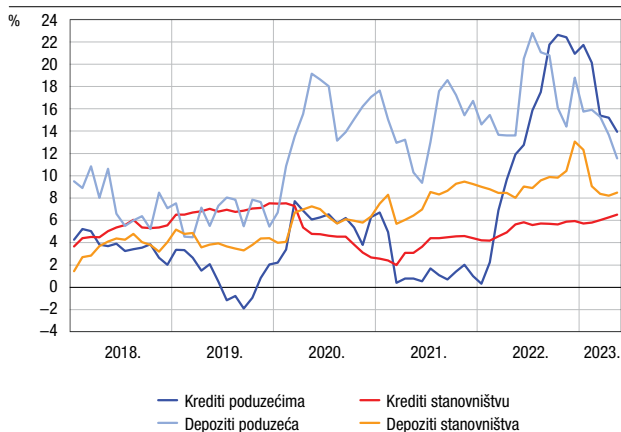
Izvori: ESB; HNB

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, kunama s valutnom klauzulom uz euro i eurima, a od siječnja 2023. na kredite i depozite u eurima.  
Izvor: HNB

Slika 13. Krediti i depoziti poduzeća i stanovništva



Napomena: Godišnje stope promjene, na osnovi transakcija  
Izvor: HNB