



HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

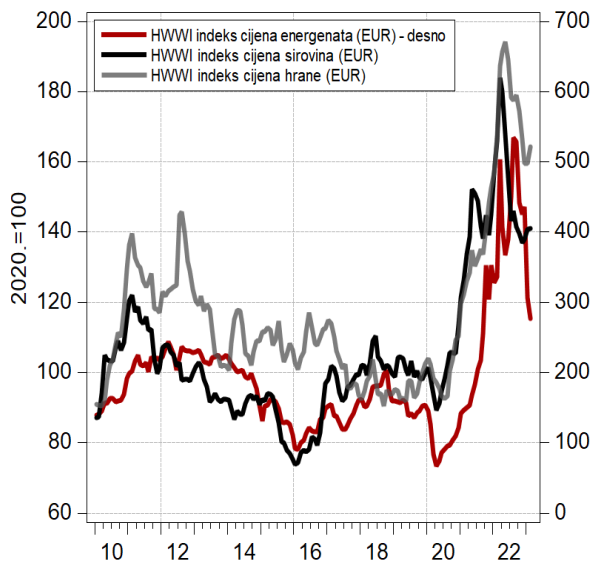
Koliko još puteva monetarna politika treba proći - nosi li vjetar odgovor?

Regionalni Financijski Forum

Boris Vujčić, guverner
Opatija, 21. travnja 2023.

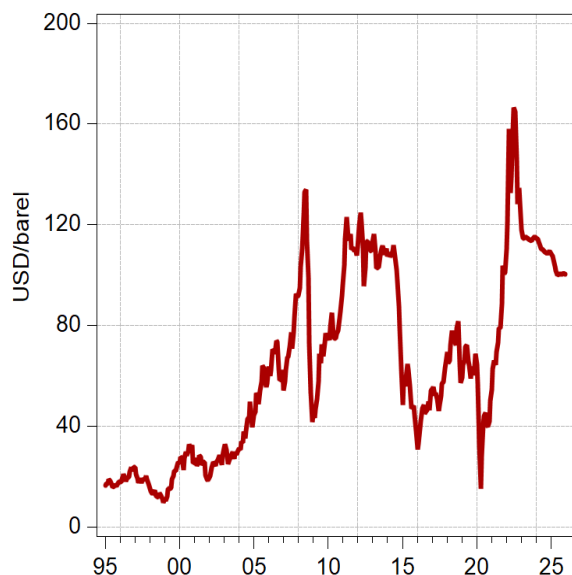
Do sad nezabilježen šok cijena energenata, povišene cijene sirovine i uska grla u opskrbi ograničavaju ponudu

Cijene energije i drugih sirovina na svjetskim tržištima



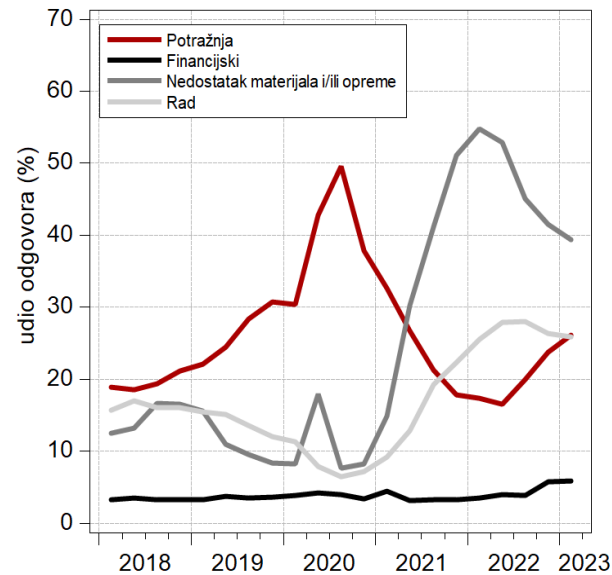
Izvori: HWWI i Bloomberg.

Sintetički indeks cijena energije u EA



Izvor: ESB.

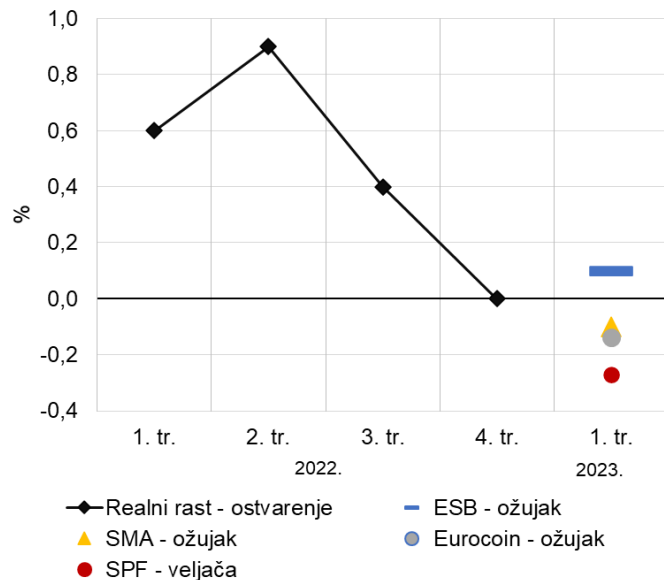
Ograničavajući čimbenici na strani proizvodnje u EA



Izvor: Europska komisija.

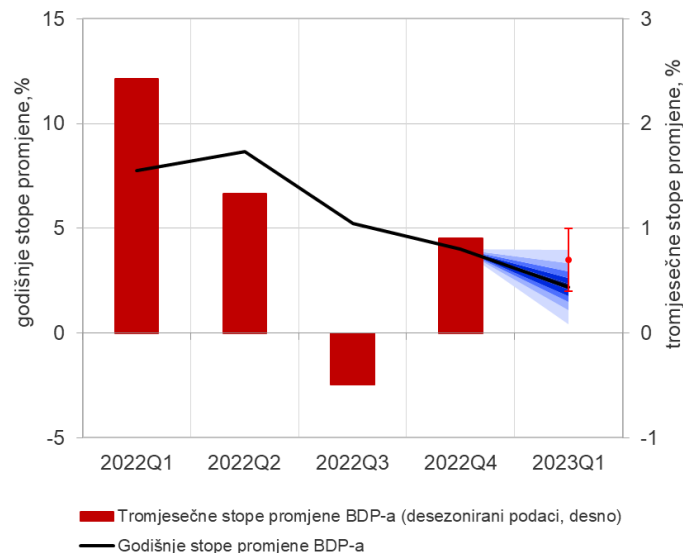
Gospodarska aktivnost za sada se dobro nosi sa svim nedaćama

Tromjesečna ostvarenja BDP-a za EA



Izvor: Eurostat; ESB; Banca d'Italia.

Tromjesečna ostvarenja BDP-a za HR

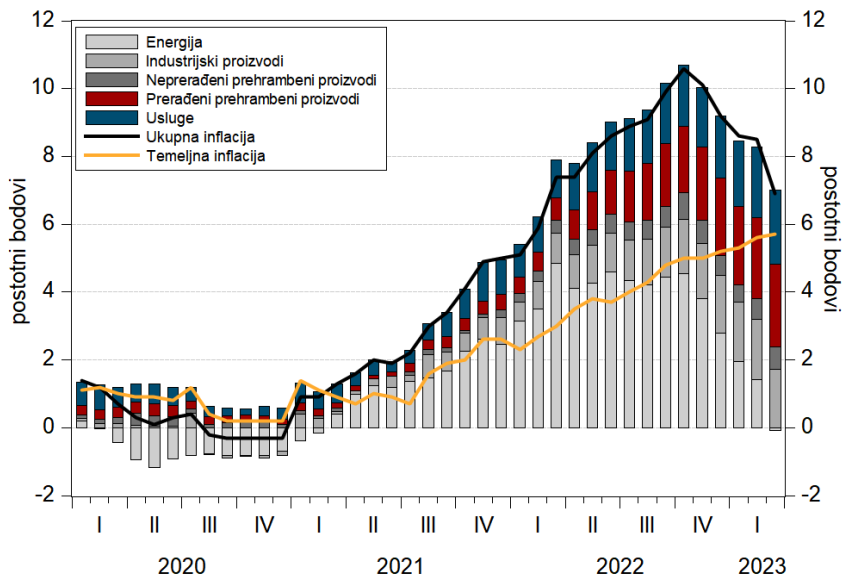


Napomena: Ocjena za 2023Q1 odnosi se na mjesečni pokazatelj realne gospodarske aktivnosti HNB-a. Modeli su procijenjeni temeljem podataka objavljenih do 8.3.. Crvena točka označava ocjenu tromjesečne promjene realnog BDP-a, uz povijesne greške procjene u rasponu od +/- jedne standardne devijacije.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a); izračun HNB-a.

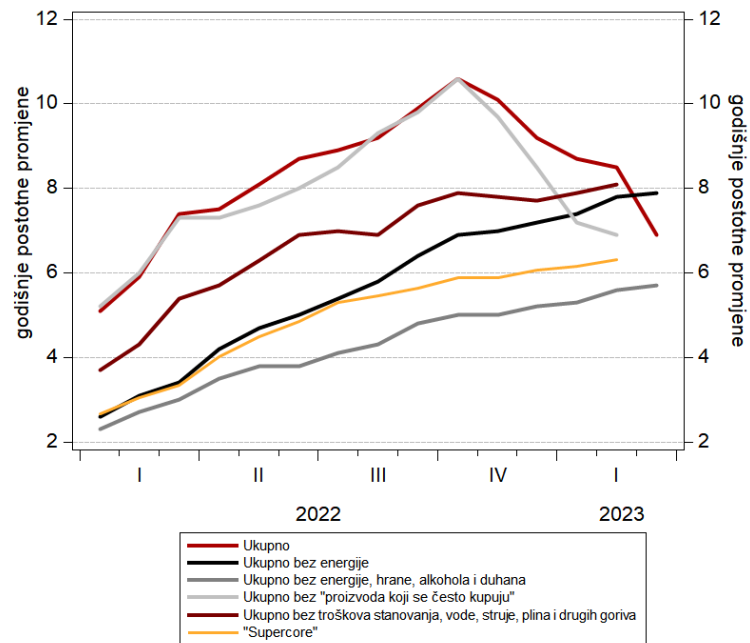
Inflacijski pritisci popuštaju, dok pokazatelji temeljne inflacije ostaju povišeni, unatoč stabilizaciji cijena energenata i sirovina

Inflacija i doprinosi glavnih komponenti inflacije u EA



Napomena: Podaci zaključno s ožujkom.
Izvor: Eurostat.

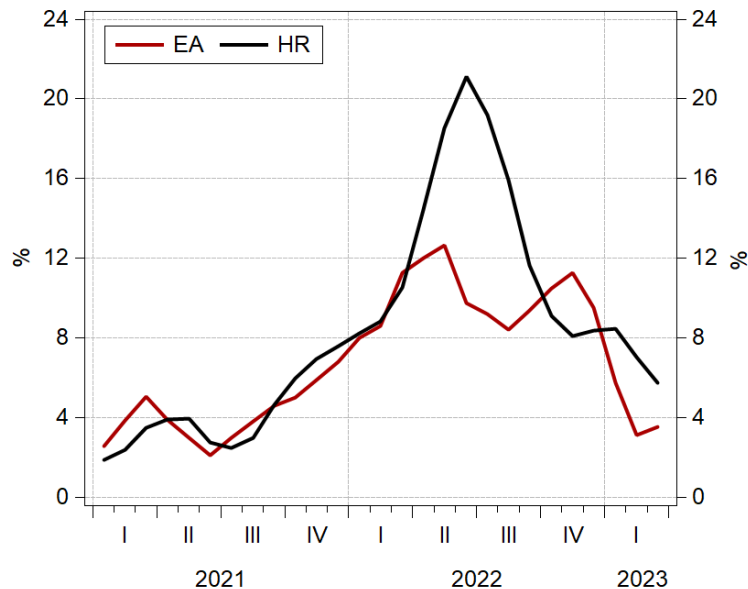
Pokazatelji inflacije u EA



Napomena: Podaci zaključno s ožujkom. *Supercore* odnosi se na one stavke ukupne inflacije isključujući energiju i hranu koje su osjetljivije na promjene u gospodarskoj aktivnosti.
Izvor: ESB; Eurostat.

Slično je i u Hrvatskoj, pri čemu se tekuća inflacija već znatno smanjila u odnosu na vrlo visoku razinu iz sredine prošle godine

Moment ukupne inflacije



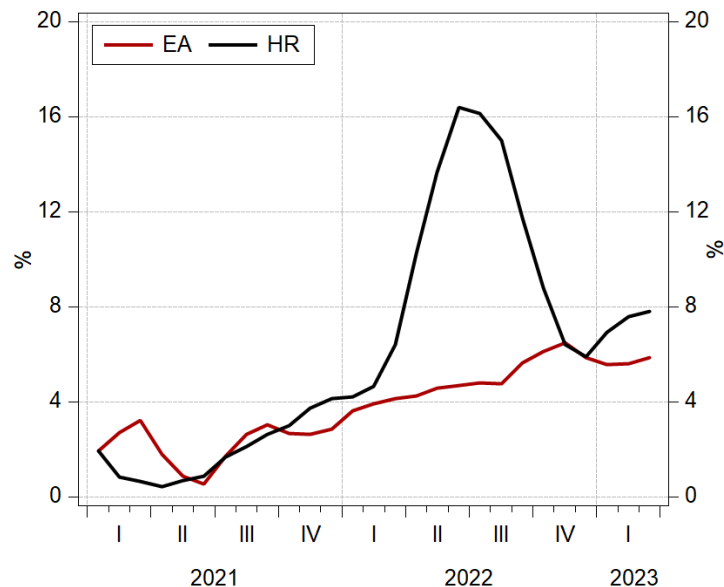
Napomena: Kao pokazatelj trenda inflacije koristi se tromjesečna stopa promjene koja je izračunata iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih HICP indeksa te svedena na godišnju razinu.

Izvor: ESB; HNB; izračun HNB-a.

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

Moment temeljne inflacije

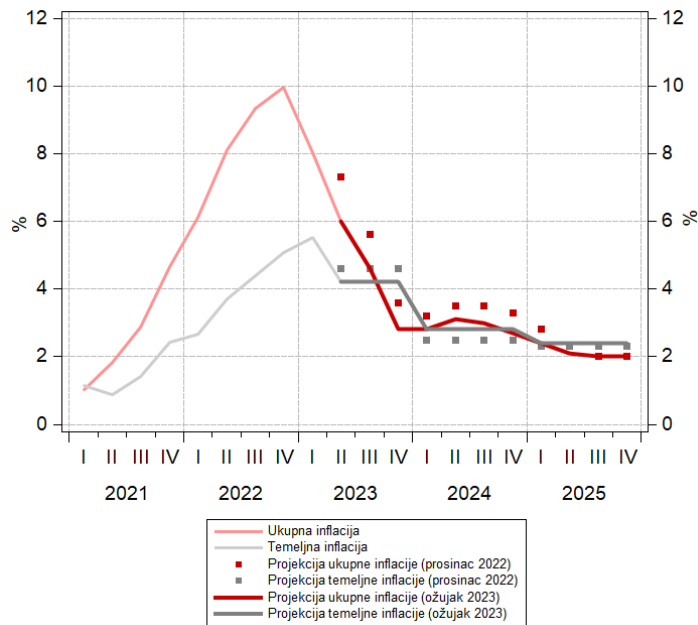


Napomena: Kao pokazatelj trenda inflacije koristi se tromjesečna stopa promjene koja je izračunata iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih HICP indeksa te svedena na godišnju razinu.

Izvor: ESB; HNB; izračun HNB-a.

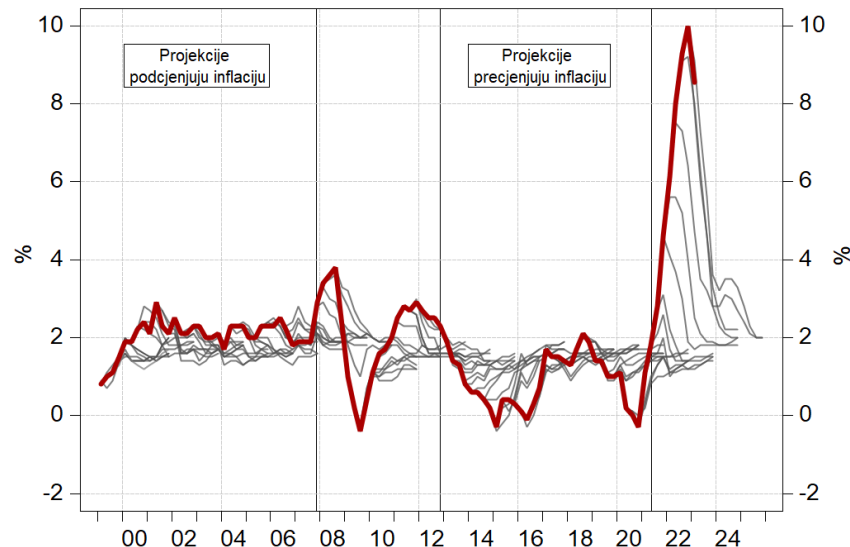
Projekcija ukupne inflacije u ožujku po prvi put je u skoro dvije godine revidirana na niže, iako je očekivana temeljna inflacija viša

Revizija projekcija inflacije u europodručju iz ožujka



Izvor: Eurostat; ESB makroekonomske projekcije.

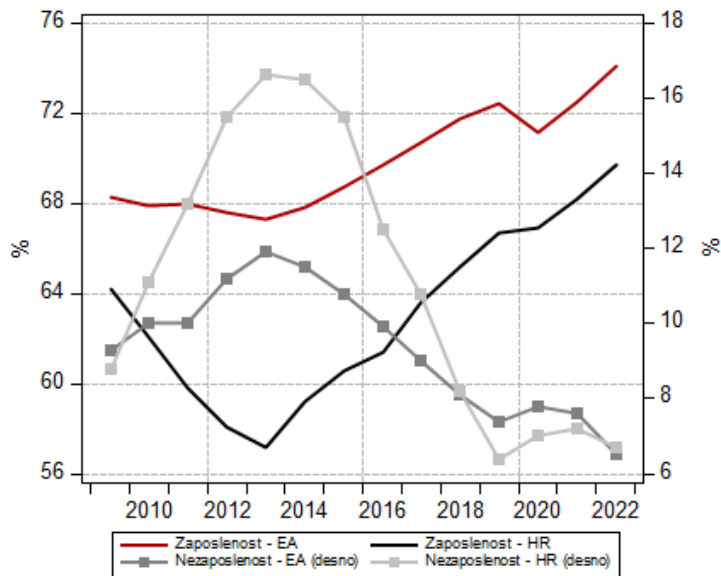
Povijesne pogreške u projekcijama inflacije za europodručje



Izvor: ESB; izračun HNB-a.

Snažno tržište rada i korporativni profiti stvaraju pritisak na inflaciju (I)

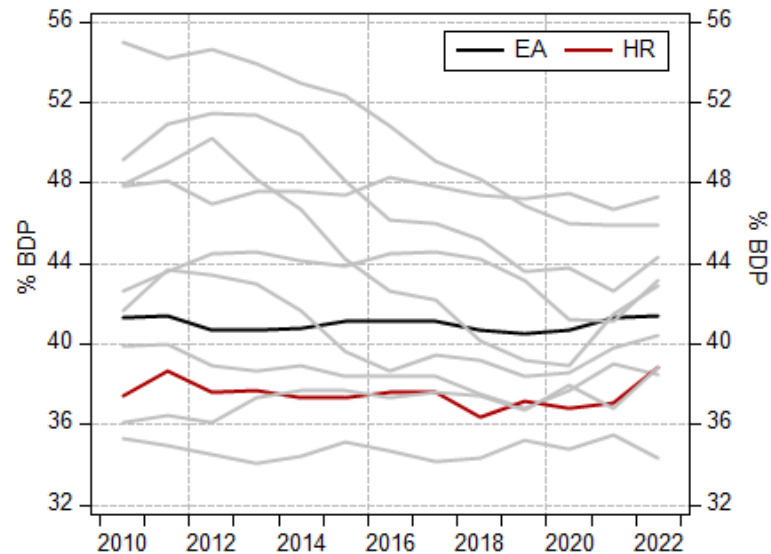
Stopa zaposlenosti vs. stopa nezaposlenosti



Napomena: Podaci o stopi zaposlenosti odnose na udio u ukupnom stanovništvu (20-64), a podaci o stopi nezaposlenosti na udio u radnoj snazi (20-64).

Izvor: Eurostat.

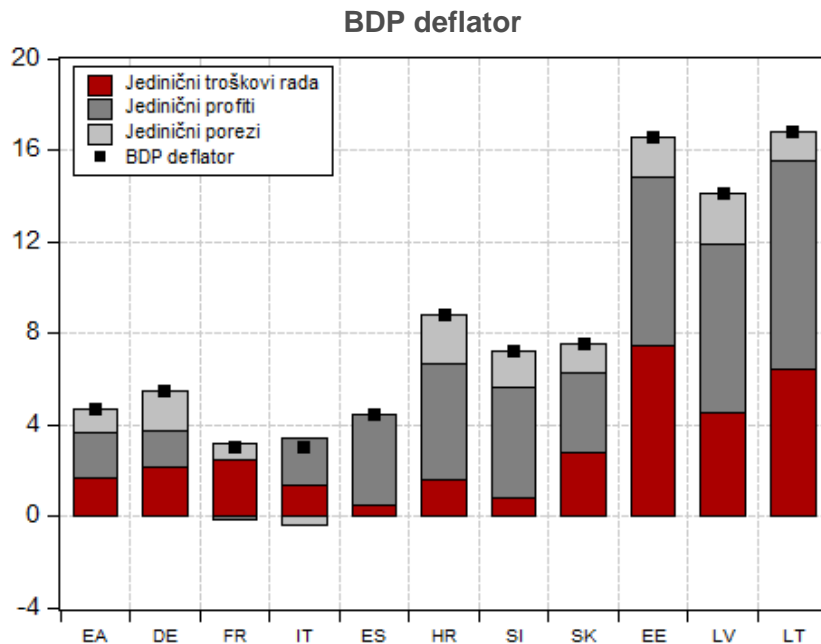
Bruto operativni višak i mješoviti dohodak



Napomena: Sivom linijom označene su zemlje europodručja: DE, ES, FR, IT, LV, LT, EE, SK, SI.

Izvor: Eurostat.

Snažno tržište rada i korporativni profiti stvaraju pritisak na inflaciju (II)

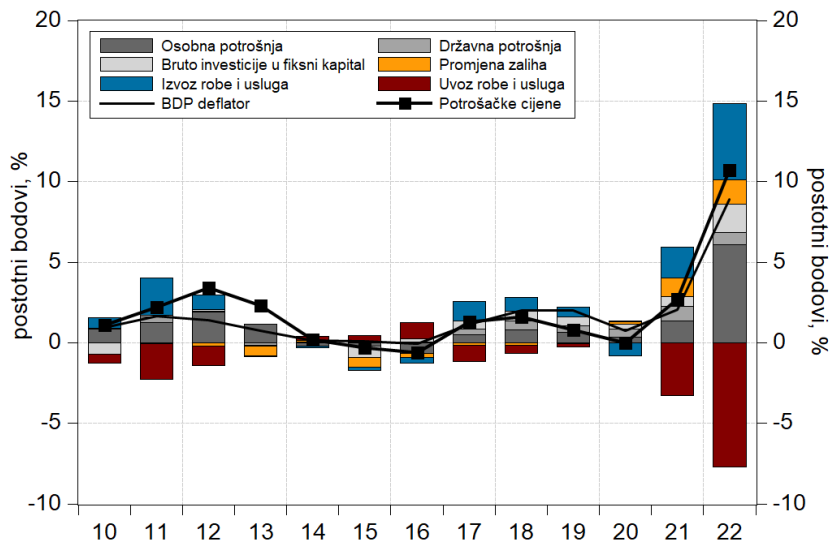


Napomena: Prikazane su postotne promjene i doprinosi u postotnim bodovima. Podaci se odnose na 2022.

Izvor: Eurostat; procjene HNB-a.

Deflator BDP-a i potrošačke cijene – slični, a opet različiti

Doprinosi deflatora pojedinih komponenti BDP-a s rashodne strane ukupnom deflatoru BDP-a

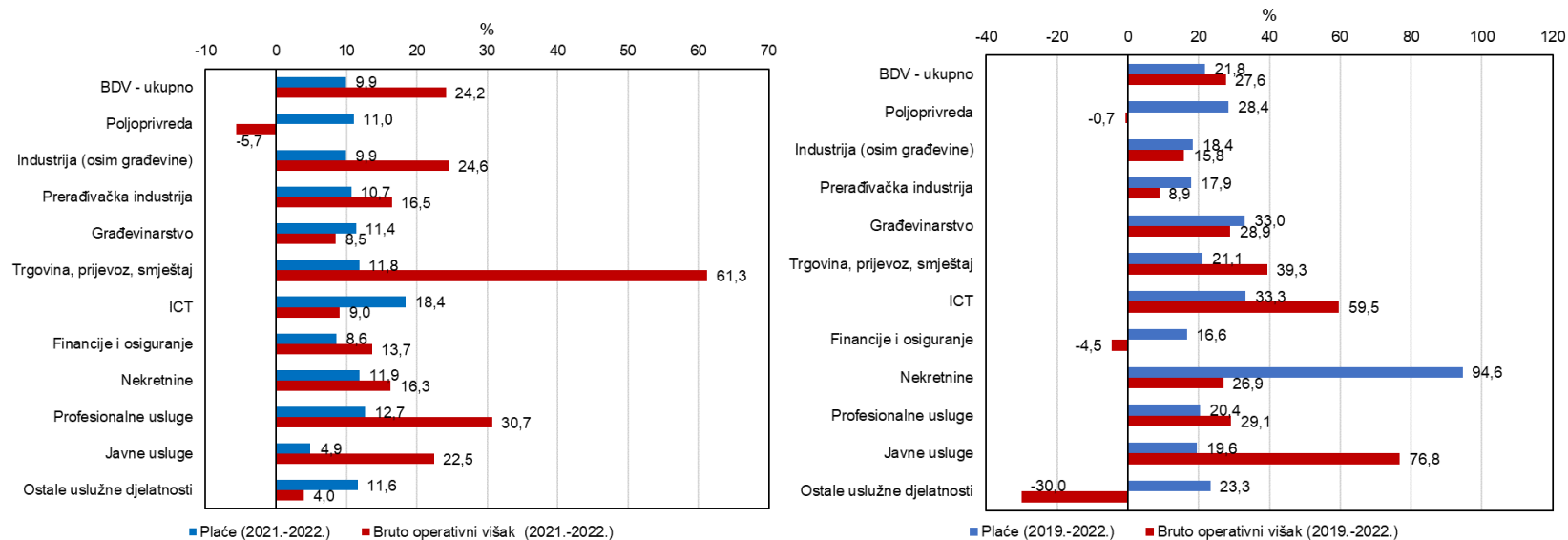


Izvor: Eurostat; izračun HNB-a.

- Indeks potrošačkih cijena prati cijene dobara i usluga koje konzumiraju **potrošači**
- Deflator BDP-a obuhvaća cijene svih finalnih proizvoda koje je **proizvelo domaće gospodarstvo**
- Ako se promatra deflator BDP-a s **rashodne strane**, on uključuje deflatore osobne potrošnje, državne potrošnje, investicija i izvoza umanjene za cijene uvoza
 - cijene uvoznih dobara i usluga isključuju se iz deflatora BDP-a, ali su uključene u indeks potrošačkih cijena
 - cijene izvoznih dobara i usluga (kao i cijene investicijskih dobara i cijene roba i usluga koje troši država) uključene su u deflator BDP-a, ali nisu u indeks potrošačkih cijena

Profiti su rasli brže od plaća, ali ne u svim djelatnostima

Promjena naknade zaposlenima i bruto operativnog viška po sektorima
2021. - 2022. (lijevo) i 2019. - 2022. (desno)



Napomena: Za svaki sektor, plaće se odnose na stavku nominalnih naknada zaposlenima iz nacionalnih računa, a bruto operativni višak izračunat je kao nominalna bruto dodana vrijednost minus nominalne naknade zaposlenima

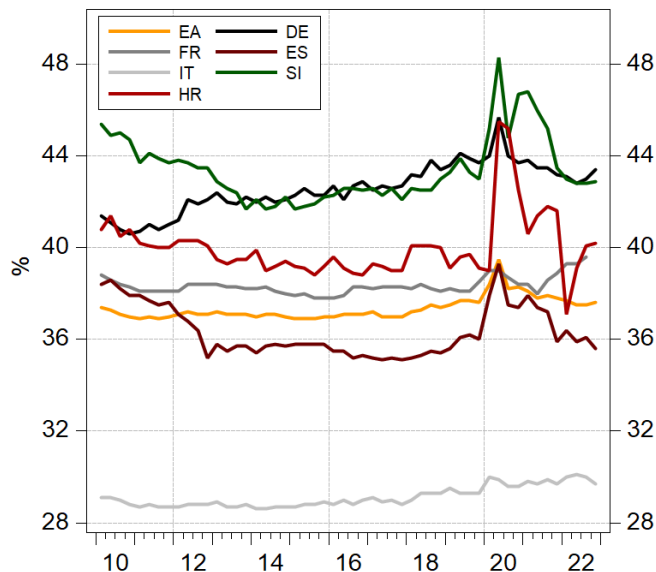
Izvor: Eurostat, izračun HNB-a.

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

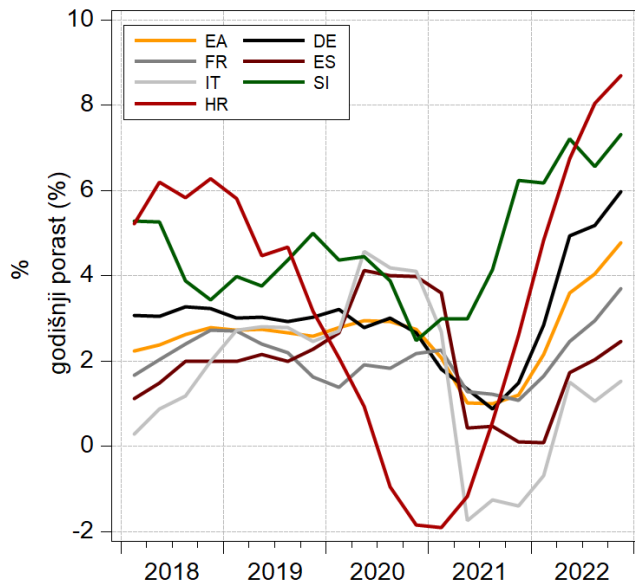
Rast plaća ubrzava – hoće li ponovo porasti udjel rada ili će plaće postati novi generator inflacije?

Udio nadnica i plaća u BDP-u



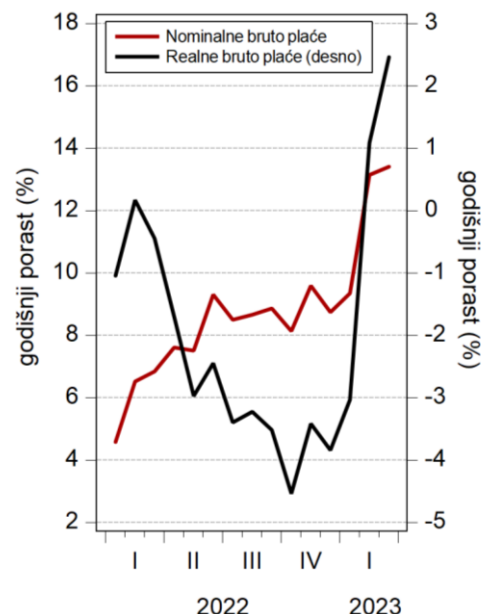
Napomena: Prikazani su sezonski prilagođeni podaci.
Izvor: Eurostat.

Indeks troškova rada



Napomena: Prikazan je četveromjesečni pomični prosjek.
Izvor: Eurostat.

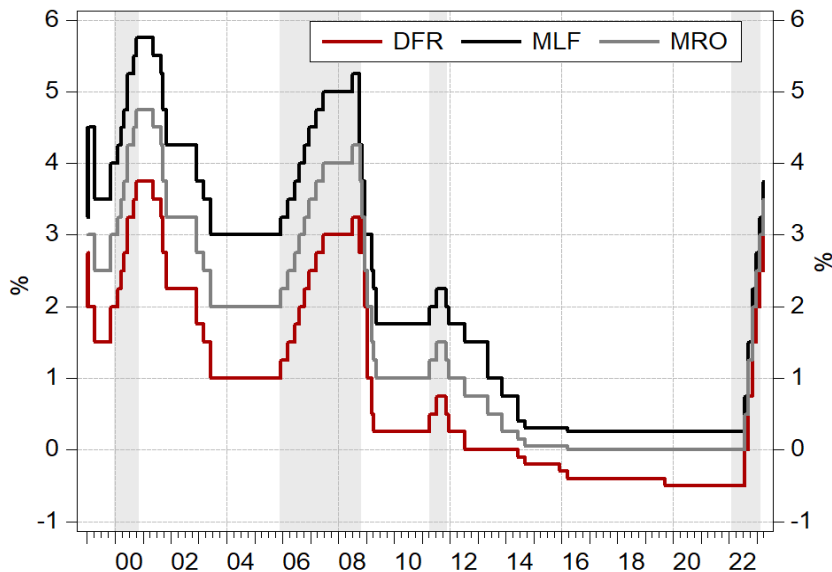
Nominalne i realne bruto plaće u HR



Napomena: Podaci zaključno s ožujkom.
Izvor: DZS.

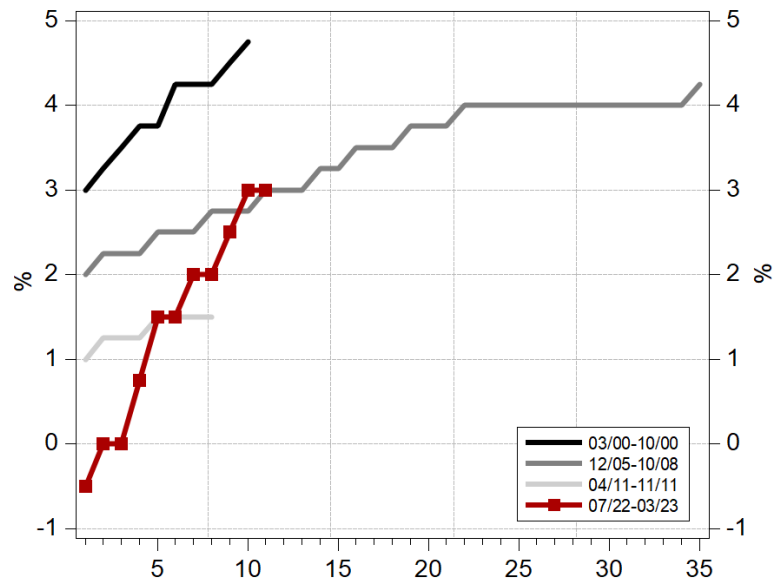
ESB je na povišenu inflaciju reagirao najbržim zaoštavanjem monetarne politike od početka eura

Ključne kamatne stope ESB-a



Napomena: Siva područja označuju cikluse zaoštavanja monetarne politike ESB-a.
Izvor: ESB.

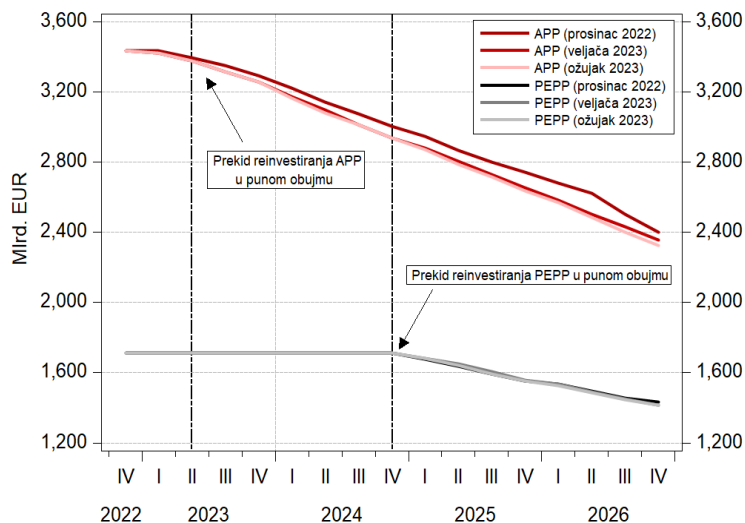
Ciklusi zaoštavanja monetarne politike ESB-a



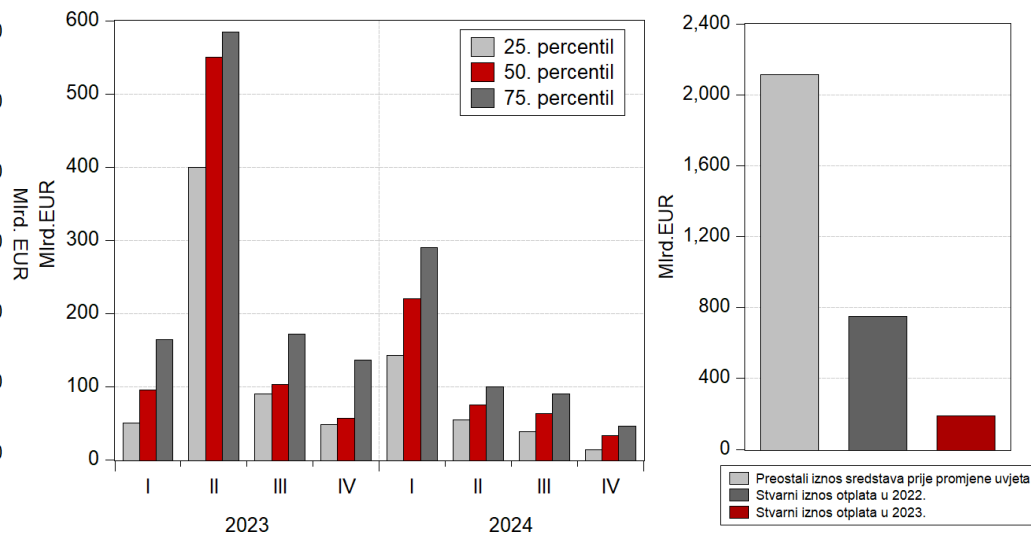
Napomena: Na osi X prikazan je broj mjeseci. Ključne kamatne stope odnose se na MRO, osim u posljednjem ciklusu (07/22-03/23) gdje je prikazan DFR.
Izvor: ESB; izračun HNB-a.

Početak ove godine započelo je i kvantitativno zaoštavanje

Očekivani iznosi vrijednosnih papira u bilanci Eurosustava u sklopu APP i PEPP



Očekivane otplate operacija TLTRO III



Napomena: Prikazane su vrijednosti medijana. Prekid reinvestiranja APP odnosi se na očekivanja objavljena u prosincu 2022. godine kada su rezultati upućivali na prekid reinvestiranja u ožujku 2023., dok se prekid reinvestiranja PEPP odnosi na očekivanja objavljena u ožujku 2023. Očekuje se da će prekid reinvestiranja PEPP biti u prosincu 2024.

Izvor: ESB; Anкета o monetarnim analizama (SMA).

HRVATSKA NARODNA BANKA

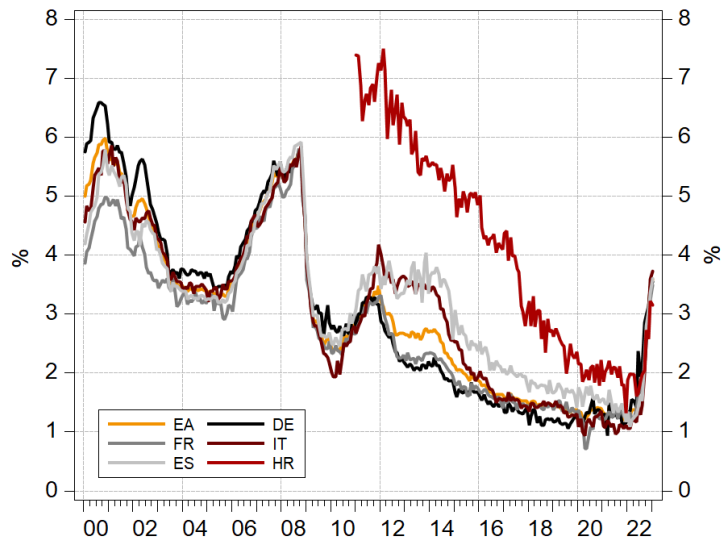
EUROSUSTAV

Napomena: Promjena uvjeta odnosi se na 23.studen 2022. godine. Stvarni iznos otplate u 2022. godini obuhvaća razdoblje od rujna, dok stvarni iznos otplate u 2023. godini obuhvaća zbroj otplate od siječnja do ožujka 2023.

Izvor: ESB; Anкета o monetarnim analizama (SMA).

Zaoštavanje monetarne politike prenosi se na uvjete financiranja

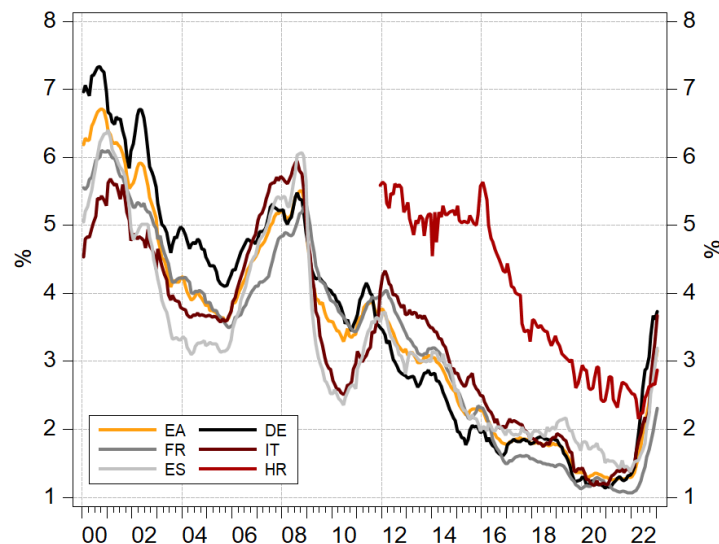
Kamatne stope na kredite nefinancijskim poduzećima



Napomena: Podaci se odnose na nove poslove do srpnja 2017., odnosno na čiste nove poslove nakon.

Izvor: ESB.

Kamatne stope na kredite stanovništvu

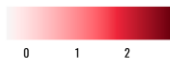
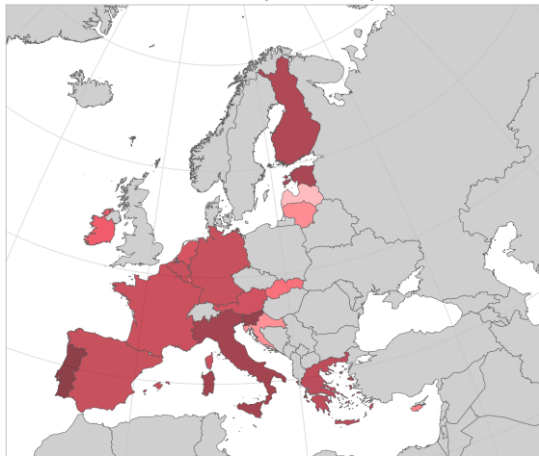


Napomena: Podaci se odnose na nove poslove na stambene kredite do srpnja 2017., odnosno na čiste nove poslove nakon.

Izvor: ESB.

Međutim, porast kamatnih stopa nije sasvim ujednačen među zemljama članicama

Promjene kamatnih stopa na kredite poduzećima



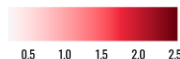
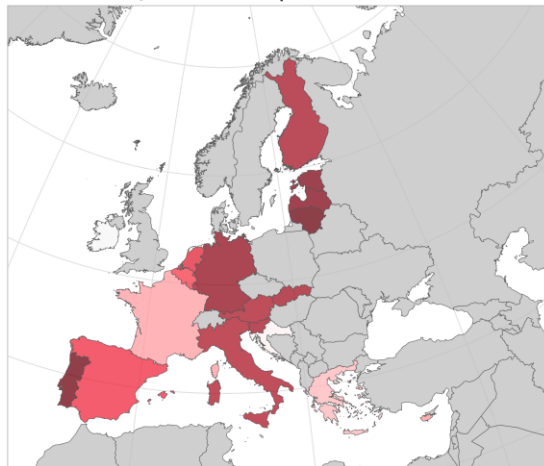
Napomena: Podaci se odnose na čiste nove poslove. Promjena kamatne stope odnosi se na razliku 01/2023 i 01/2022.

Izvor: ESB.

HRVATSKA NARODNA BANKA

EUROSUSTAV

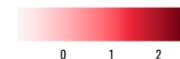
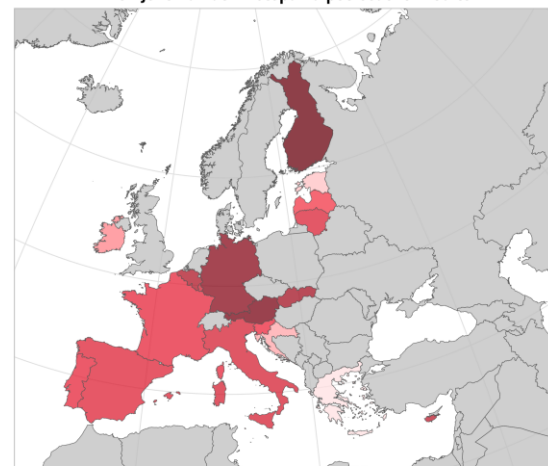
Promjene kamatnih stopa na stambene kredite



Napomena: Podaci se odnose na čiste nove poslove. Promjena kamatne stope odnosi se na razliku 01/2023 i 01/2022.

Izvor: ESB.

Promjene kamatnih stopa na potrošačke kredite

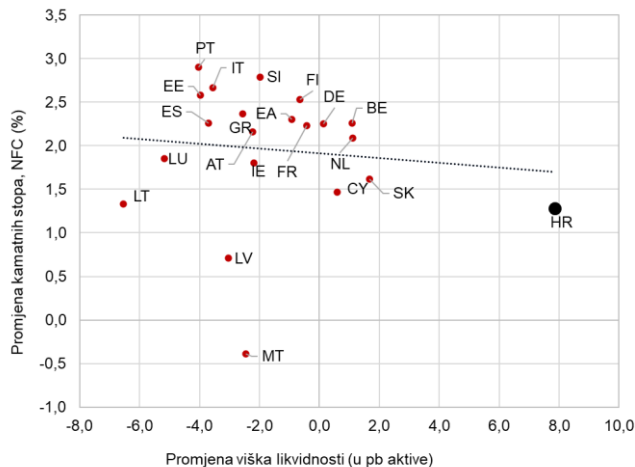


Napomena: Podaci se odnose na čiste nove poslove. Prikazana je ponderirana kamatna stopa na potrošačke i ostale kredite isključujući revolving kredite, prekoračenja, potraživanja i kredite po kreditnim karticama. Promjena kamatne stope odnosi se na razliku 01/2023 i 01/2022.

Izvor: ESB.

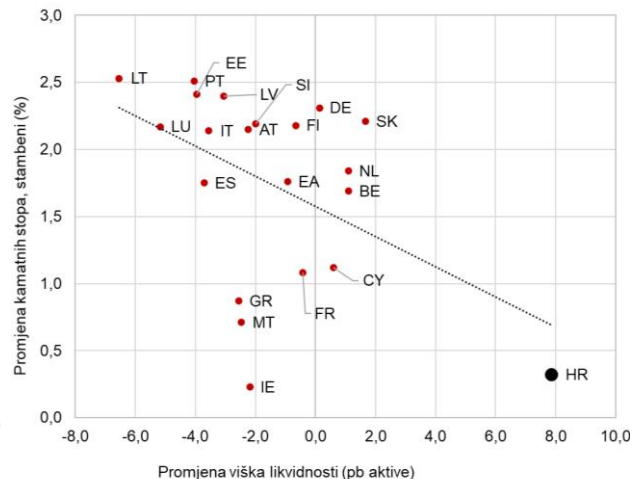
Prijenos monetarne politike ovisi o strukturnim značajkama bankovnog sustava (I)

Nefinancijska poduzeća



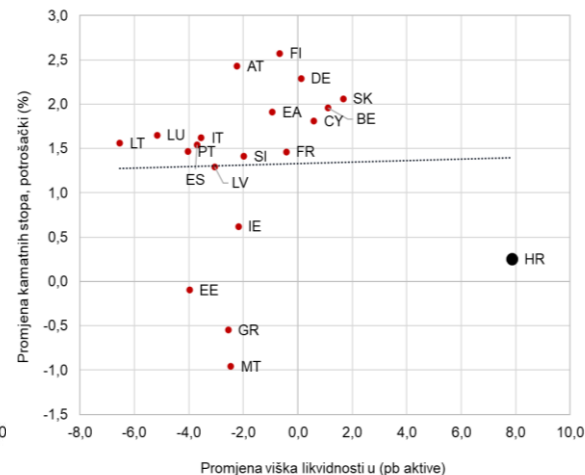
Napomena: Promjena kamatne stope i viška likvidnosti odnosi se na razliku 01/2023 i 01/2022.
Izvor: ESB; izračun HNB-a.

Kućanstva (stambeni krediti)



Napomena: Promjena kamatne stope i viška likvidnosti odnosi se na razliku 01/2023 i 01/2022.
Izvor: ESB; izračun HNB-a.

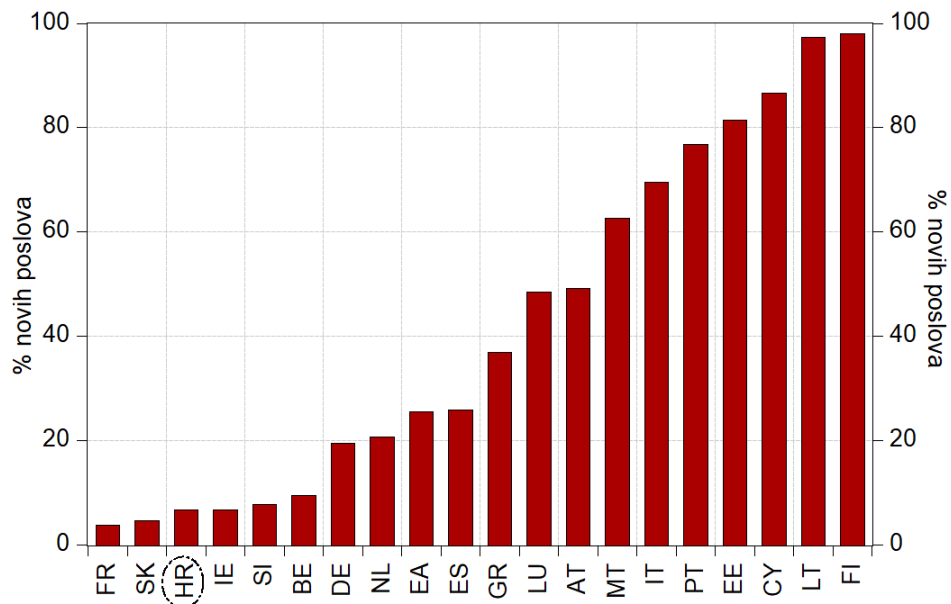
Kućanstva (potrošački krediti)



Napomena: Promjena kamatne stope i viška likvidnosti odnosi se na razliku 01/2023 i 01/2022.
Izvor: ESB; izračun HNB-a.

Prijenos monetarne politike ovisi o strukturnim značajkama bankovnog sustava (II)

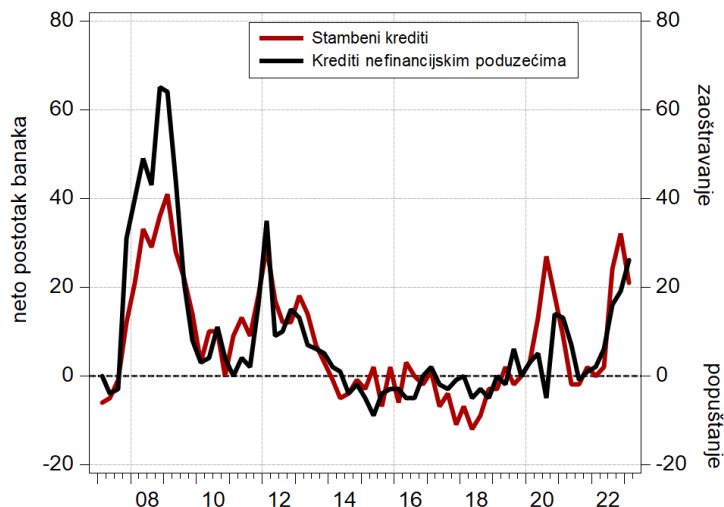
Udio kredita s kamatnom stopom promjenjivom u roku od godine dana u novoodobrenim stambenim kreditima



Napomena: Podaci se odnose na prosinac 2022.
Izvor: ESB.

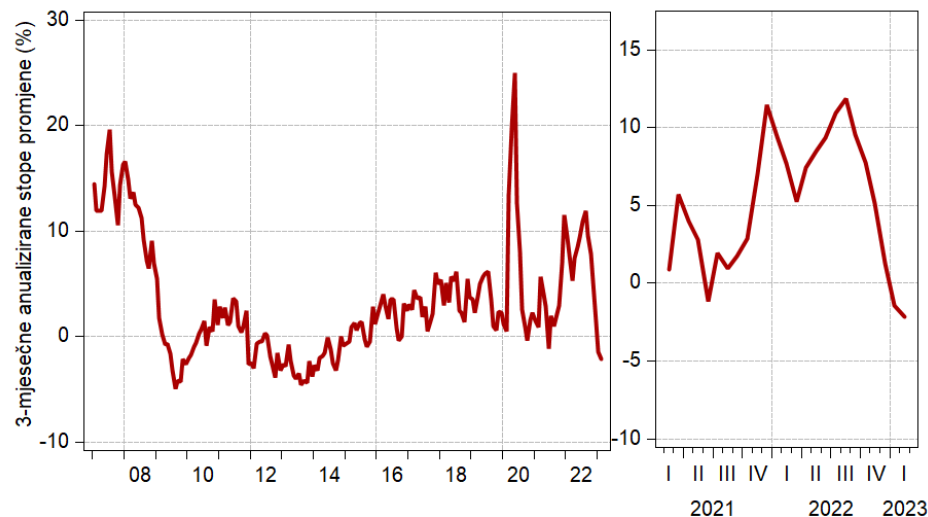
Banke pooštravaju standarde odobravanja kredita, na što je reagirala kreditna aktivnost

Standardi odobravanja kredita u EA



Izvor: ESB (Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka).

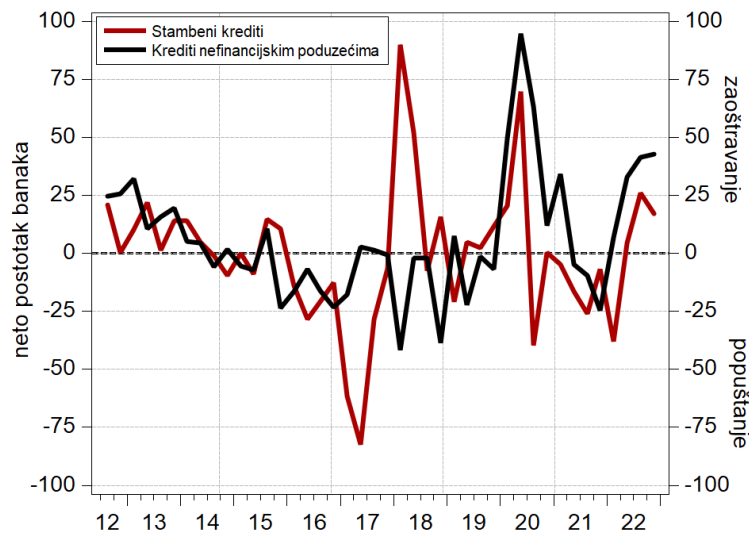
Kreditni moment u EA



Napomena: Podaci se odnose na transakcije kredita prema nefinancijskim poduzećima.
Izvor: ESB.

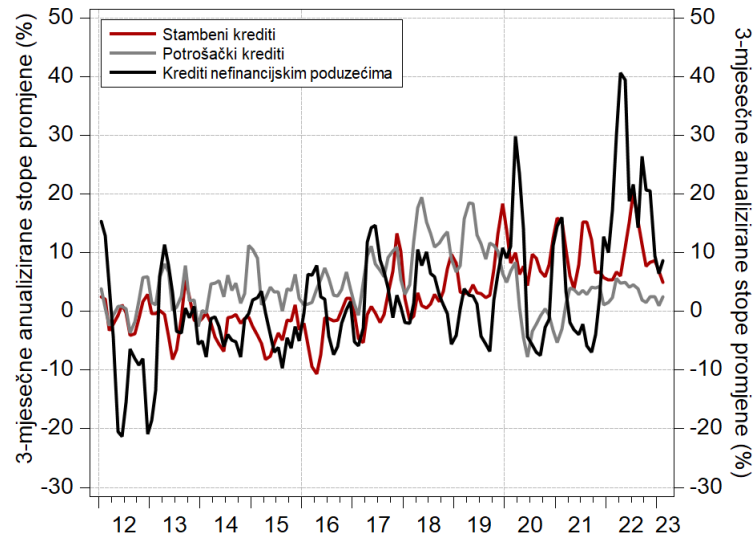
Iako je još uvijek razmjerno snažna, usporeva i kreditna aktivnost u Hrvatskoj

Standardi odobravanja kredita u HR



Izvor: HNB (Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka).

Kreditni moment u HR

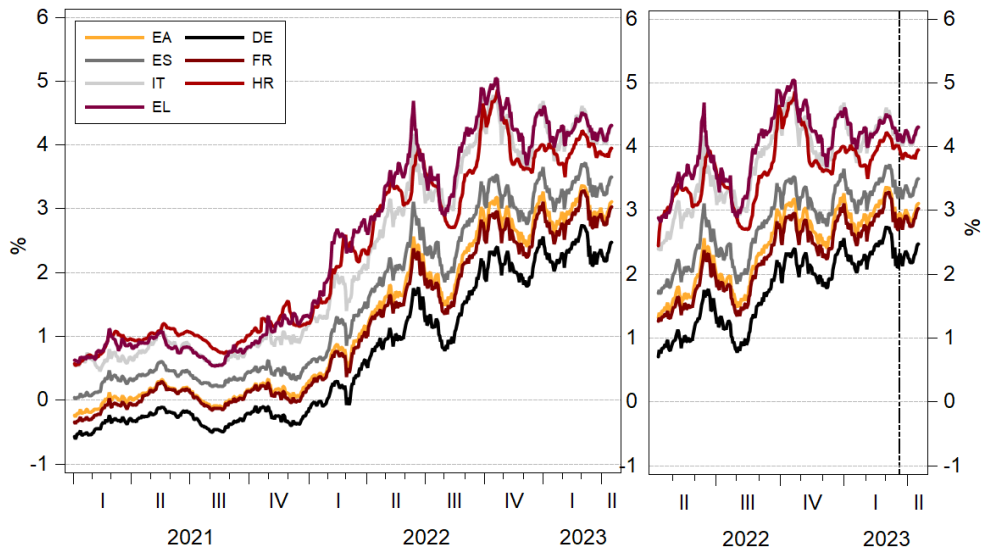


Napomena: Podaci se odnose na transakcije.

Izvor: HNB.

Prinosi na državne obveznice ostali su stabilni, dok se stres na financijskim tržištima ublažio nakon nedavnih previranja u bankovnom sustavu

Prinosi na dugoročne državne obveznice s preostalim dospelim od oko 10 godina



Napomena: Prinosi za europodručje ponderirani su udjelom u BDP-u uključenih zemalja. Europodručje ne uključuje podatke za Estoniju, Latviju, Luksemburg i Maltu. Okomita crta odnosi se na volatilnosti na financijskim tržištima uslijed pada dionica Credit Suisse (sredinom ožujka). Podaci su dostupni zaključno s 19.4. Izvor: Bloomberg.

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

Kompozitni indikator sistemskog stresa (CISS)



Napomena: Okomita crta odnosi se na volatilnosti na financijskim tržištima uslijed pada dionica Credit Suisse (sredinom ožujka). Izvor: ESB.

Zaključna razmatranja...

- **Najveći izazov za nositelje monetarne politike** je ispravno kalibrirati duljinu i intenzitet ciklusa zaoštavanja monetarne politike u uvjetima naglašene neizvjesnosti
- **Borba s inflacijom još nije gotova** - temeljna inflacija je u još uvijek na previsokim razinama i pitanje je u kojoj će se mjeri pad cijena energenata i sirovina "preliti" na nju, osobito dok se ubrzava rast plaća
- **Teško je ocijeniti kako će monetarna politika djelovati na gospodarstvo** te s kolikim će vremenskim pomakom mjere monetarne politike djelovati na cijene
- **Izgledno je dodatno zaoštavanje monetarne politike ESB-a**, ali će „krajnja točka” ovisiti o navedenim pokazateljima

Važna je detaljna analiza prijenosa mjera monetarne politike na financijske uvjete, kreditnu aktivnost banaka i promjene u ponašanju investitora uz učestalo ažuriranje srednjoročnih projekcija i ocjena



Hvala na pozornosti!