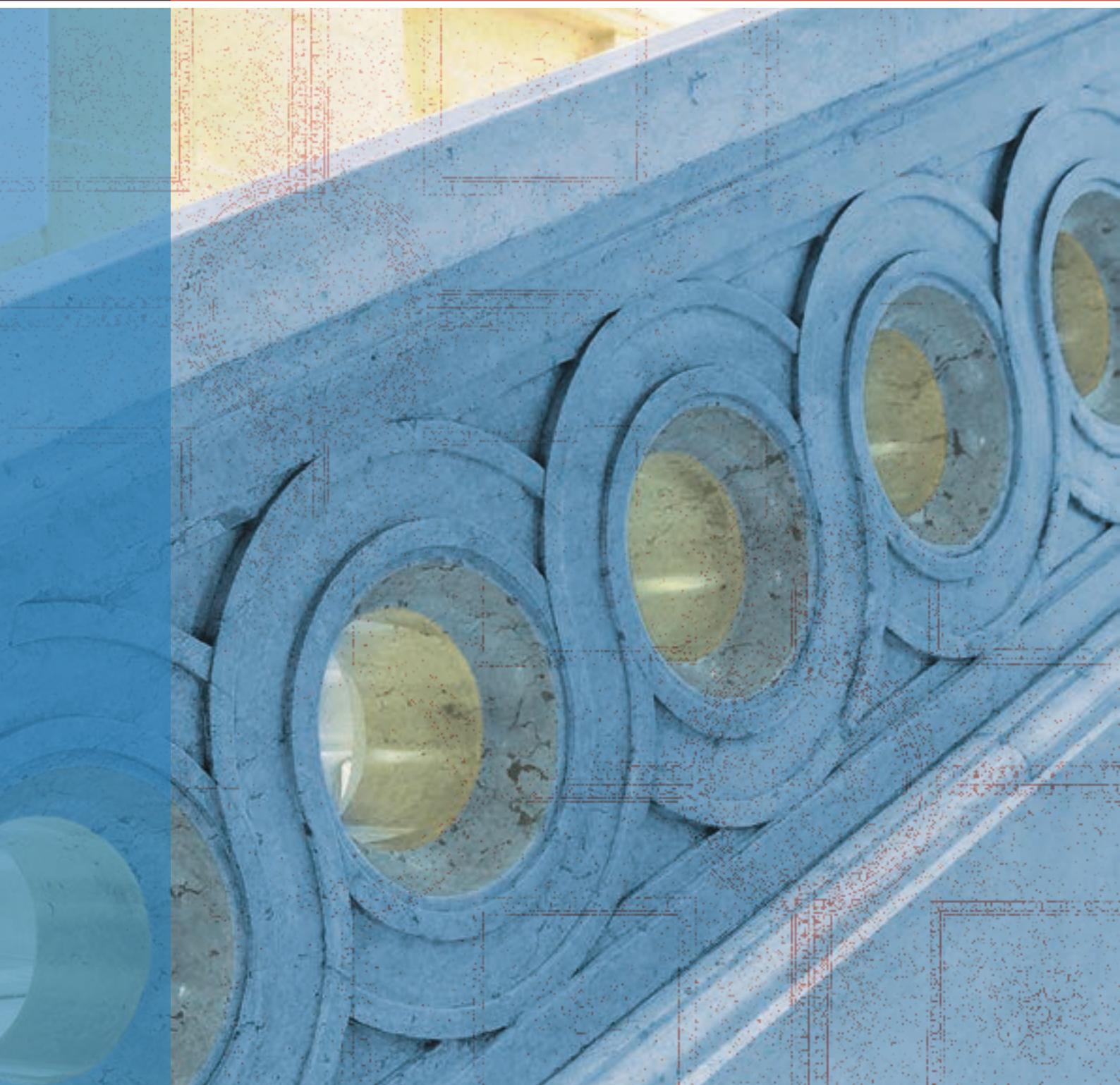


Makroekonomска kretanja i prognoze

godina III · broj 4 · srpanj 2018.



IZDAVAC

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

www.hnb.hr

Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obvezno navedu izvor.

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 2459-8089

Sadržaj

Osnovne informacije o Hrvatskoj	iv	6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	23
1. Uvod	3	Vanjska trgovina i konkurentnost	23
2. Kretanja u globalnom okružju	5	Dohoci i transakcije s EU-om	25
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	5	Projicirana kretanja	26
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	4	Okvir 4. Osobne dozvane iz inozemstva	26
Projicirana kretanja	5	7. Financiranje privatnog sektora	28
Okvir 1. Porezna reforma u SAD-u i njezini potencijalni makroekonomski učinci	5	Projicirana kretanja	30
Okvir 2. Mogući učinci porasta cijena sirove nafte na gospodarska kretanja u Hrvatskoj	8	Okvir 5. Krediti prema vrsti kamatne stope	32
3. Agregatna ponuda i potražnja	10	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	35
Agregatna potražnja	12	Projicirana kretanja	36
Agregatna ponuda	14	9. Monetarna politika	37
Projicirana kretanja	15	10. Javne financije	38
4. Tržište rada	16	11. Odstupanja od prethodne projekcije	41
Zaposlenost i nezaposlenost	16	12. Dodatak A. Makroekonomске projekcije ostalih institucija	43
Plaće i jedinični trošak rada	16	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabralih zemalja	43
Projicirana kretanja	17	Kratice i znakovi	48
Okvir 3. Dinamika i obilježja emigracije iz Hrvatske i ostalih novih zemalja članica Europske unije prema starim zemljama članicama	18		
5. Inflacija	21		
Projicirana kretanja	22		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Površina (km ²)	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594
Broj stanovnika (mil.) ^a	4,312	4,310	4,303	4,290	4,280	4,268	4,256	4,238	4,204	4,174	4,125
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	322.464	347.750	331.367	329.143	333.457	330.825	331.785	331.570	339.616	351.349	365.643
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	43.956	48.144	45.148	45.173	44.854	44.008	43.808	43.456	44.630	46.664	49.013
BDP po stanovniku (EUR)	10.194	11.171	10.493	10.530	10.480	10.311	10.293	10.254	10.616	11.180	11.882
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	5,3	2,0	-7,3	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	2,9	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) ^c	-3.138	-4.227	-2.299	-482	-313	-50	414	858	2.018	1.204	1.902
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-7,1	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,5	2,6	3,9
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	39,0	38,5	34,5	37,6	40,4	41,6	42,8	45,3	48,1	48,8	51,2
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	46,3	46,5	38,2	38,0	40,8	41,2	42,5	43,4	45,8	46,0	49,1
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	33.721	40.590	45.600	46.908	46.397	45.297	45.803	46.416	45.384	41.668	40.069
Inozemni dug (% BDP-a)	76,7	84,3	101,0	103,8	103,4	102,9	104,6	106,8	101,7	89,3	81,8
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	196,6	219,1	292,7	275,8	256,0	247,3	244,1	235,9	211,4	182,9	159,8
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	40,1	33,8	52,9	49,5	40,9	43,3	41,0	44,1	42,5	34,4	32,0
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	9.307	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	5,5	4,9	7,2	7,5	7,3	7,4	8,3	8,1	8,0	7,6	7,8
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,3251	7,3244	7,3062	7,3852	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578	7,5136
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	4,9855	5,1555	5,0893	5,5683	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685	6,2697
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,3360	7,2232	7,3396	7,2862	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294	7,4601
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	5,3660	4,9344	5,2804	5,5000	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037	6,6224
Neto pozajmljivanje (+)/zaduzivanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-7.880,6	-9.604,6	-19.844	-21.257	-25.930	-17.267	-17.517	-17.033	-11.687	-3.275	2.754
Neto pozajmljivanje (+)/zaduzivanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-2,4	-2,8	-6,0	-6,5	-7,8	-5,2	-5,3	-5,1	-3,4	-0,9	0,8
Dug opće države (% BDP-a) ^e	37,2	39,0	48,3	57,3	63,8	69,4	80,4	84,0	83,7	80,2	77,5
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	9,9	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	47,6	48,6	48,2	46,5	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6	45,8

^a Procjena stanovništva RH za 2000. temelji se na popisu iz 2001., a podaci za razdoblje od 2001. do 2016. zasnivaju se na popisu iz 2011. godine. Podaci za 2017. privremeni su.

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2017. privremeni su.

^c Podaci platne bilance i inozemnog duga temelje se na metodologiji koju propisuje šesto izdanje Priručnika za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja (BPM6) te na novoj sektorskoj klasifikaciji institucionalnih jedinica u skladu sa standardom ESA 2010. Podaci platne bilance i inozemnog duga zasnivaju se na posljednjim dostupnim podacima o platnoj bilanci zaključno s prvim tromjesećjem 2018. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju ožujka 2018.

^d Oplate inozemnog duga uključuju oplate glavnice na osnovi obveznica, dugoročnih trgovinskih kredita i dugoročnih kredita (isključujući obveze prema vlasnički povezanim poduzećima) te ukupnu oplatu kamata (uključujući FISIM), bez oplate kamata s osnove izravnih ulaganja.

^e Proračunski podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: DZS; MF; HNB

Makroekonomска кretanja i prognoze

1. Uvod

Nakon što je realni BDP stagnirao krajem prošle godine, u prva tri mjeseca 2018. gospodarska se aktivnost blago povećala podržana domaćom potražnjom, posebice osobnom potrošnjom. U skladu s povoljnim očekivanjima glede izvozne potražnje u nastavku godine te kapitalnih ulaganja i osobne potrošnje, očekuje se da bi stopa rasta BDP-a u 2018. mogla iznositi 2,8% i zadržati se na toj razini i u 2019. godini. Istodobno se očekuje nastavak rasta zaposlenosti i pad nezaposlenosti. U 2018. očekuje se ubrzanje inflacije na 1,7%, ponajviše kao rezultat povećanja doprinosa cijena energije zbog jačanja uvoznih inflatornih pritisaka. Unatoč oživljavanju domaćih inflatornih pritisaka, u 2019. inflacija bi se mogla blago usporiti zbog očekivanog smanjenja doprinosa cijena energije. Višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se u 2018. i 2019. postupno smanjivati, poglavito pod utjecajem produbljivanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, dok bi se trend poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti mogao nastaviti. Monetarna politika HNB-a zadržala je svoj ekspanzivni karakter te nastavila podržavati oporavak gospodarstva uz održavanje stabilnog tečaja kune prema euru koji predstavlja preduvjet očuvanja finansijske stabilnosti. Kada je riječ o fiskalnim kretanjima, prema Programu konvergencije manjak proračuna opće države mogao bi iznositi oko -0,5% BDP-a u 2018. i 2019. godini, dok bi prema projekciji Europske komisije mogao biti znatno povoljniji.

Realni se BDP u prvom tromjesečju ove godine povećao za 0,2% u odnosu na kraj 2017. Na godišnjoj je razini ostvaren rast od 2,5% ponajprije zbog rasta osobne potrošnje, a pozitivan doprinos dale su i ostale sastavnice domaće potražnje. S druge strane, ukupni se izvoz smanjio u odnosu na isto razdoblje pretходne godine, zbog nepovoljnih tekućih kretanja u robnoj razmjeni, ali i snažnoga baznog učinka. Mjesečni podaci za travanj upućuju na ubrzavanje gospodarskog rasta u drugom tromjesečju tekuće godine, pa se, u skladu s takvim kretanjima, na razini 2018. ocjenjuje da bi gospodarski rast mogao iznositi 2,8%, što

bi bilo neznatno usporavanje u odnosu na ostvarenje protekle godine. Pritom se očekuje da će, unatoč očekivanom usporavanju izvoza robe i usluga, inozemna potražnja i ove godine biti glavni pokretač ukupne ekonomske aktivnosti. Istodobno bi se rast investicijske aktivnosti mogao intenzivirati, zbog nastavka rasta kapitalnih ulaganja privatnog sektora te postupnog intenziviranja investicija javnog sektora. Osim toga, ocjenjuje se da će se trend rasta potrošnje kućanstava nastaviti potaknut poglavito rastom raspoloživog dohotka stanovništva u uvjetima povoljnih kretanja na tržištu rada. U 2019. godini stopa rasta BDP-a

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)										
BDP	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,8	2,8
Osobna potrošnja	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-1,6	1,0	3,4	3,6	3,6	3,1
Državna potrošnja	-0,6	-0,4	-0,8	0,6	1,8	-1,0	0,7	2,7	2,5	1,7
Investicije u fiksni kapital	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	6,5	3,8	6,4	6,7
Izvoz robe i usluga	6,2	2,2	-0,1	3,1	6,0	9,4	5,6	6,4	4,9	4,7
Uvoz robe i usluga	-2,5	2,5	-3,0	3,1	3,1	9,2	6,2	8,1	7,1	6,0
Tržište rada										
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,2	1,9
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	10,0	9,0
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	9,7	8,8
Cijene										
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,7	1,6
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	1,8	1,4
Vanjski sektor										
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,5	2,6	3,9	2,3	1,8
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-0,9	-0,6	0,0	1,1	2,4	5,2	4,0	4,5	3,2	2,8
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	103,8	103,4	102,9	104,6	106,8	101,7	89,3	81,8	75,8	69,4
Monetarna kretanja (stope promjene, %)										
Ukupna likvidna sredstva – M4	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,3	5,2
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	5,3	3,1	5,3	5,4
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,7	5,0
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^b	2,3	3,5	-1,2	1,0	-1,5	-2,2	1,1	2,9	4,6	5,0
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^b	5,9	7,6	-1,5	2,2	-3,7	-2,9	3,2	2,5	4,3	4,3
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^b	-1,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,7	0,5	4,0	5,6	5,7

^a Isključujući utjecaj tečajnih promjena

^b Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvodjenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu HNB-a br. 221). Napomena: Projekcije za 2018. i 2019. izvedene su iz podataka dostupnih do 14. lipnja 2018.

Izvori: DZS; MF; HNB

mogla bi se zadržati na istoj razini kao i u 2018., pri čemu se očekuje nastavak intenziviranja kapitalnih ulaganja, dok bi se rast ostalih komponenti BDP-a mogao usporiti. Na tržištu rada očekuje se daljnji rast zaposlenosti i plaća, a stopa nezaposlenosti u 2019. mogla bi se sniziti ispod 9%.

Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena ubrzala se u prvoj polovini 2018., što je pretežno posljedica jačanja uvoznih inflatornih pritisaka, tj. poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu. U 2018. prognozirano je povećanje prosječne godišnje inflacije na 1,7%, i to ponajviše zbog zamjetnog ubrzanja godišnjeg rasta cijena energije. Prosječna godišnja inflacija mogla bi se u 2019. spustiti na 1,6%, zbog očekivanog usporavanja godišnjeg rasta cijena energije, posebice naftnih derivata. Nasuprot tome, u 2019. očekuje se ubrzanje godišnjeg rasta cijena hrane, na koje bi moglo djelovati očekivano blago poskupljenje prehrambenih proizvoda na svjetskom tržištu. Prosječni godišnji rast indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogao bi se nastaviti blago ubrzavati u uvjetima povećavanja pozitivnog jaza domaćeg proizvoda te prelijevanja prijašnjeg poskupljenja naftnih derivata, a očekuje se i nadalje relativno snažan rast jediničnih troškova rada.

Daljnji rast osobne potrošnje i intenziviranje kapitalnih ulaganja mogli bi uz usporavanje inozemne potražnje rezultirati postupnim smanjivanjem viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u tekucoj i sljedećoj godini. Glavni je činitelj smanjenja viška produbljivanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, koji ublažavaju pozitivna kretanja u međunarodnoj razmjeni usluga, poglavito zahvaljujući nastavku rasta prihoda od turizma. Kada je riječ o tokovima kapitala s inozemstvom, neto odljev zbog razduživanja domaćih sektora mogao bi postupno slabjeti, što djeluje na daljnje poboljšavanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, iako su oni i nadalje relativno visoki.

HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavio podržavati iznimno visoku razinu likvidnosti monetarnog sustava i ujedno održavati stabilnost tečaja kune prema euru. Rastu kunske likvidnosti ponajviše je pridonjelo kreiranje primarnog novca kupnjom deviza od banaka, čime su ublaženi aprecijacijski pritisci na domaću valutu. U uvjetima visoke likvidnosti u potpunosti je izostao interes banaka za kratkoročna kunska sredstva ponuđena putem redovitih tjednih obratnih repo aukcija.

2. Kretanja u globalnom okružju

Kretanja u globalnom gospodarstvu krajem prošle i početkom 2018. godine bila su relativno povoljna. Ubrzavanje rasta bilo je vrlo rasprostranjeno, posebice među razvijenim zemljama, a pratilo ga je i daljnje intenziviranje globalne trgovine. Unatoč rastu cijena energenata i dinamiziranju gospodarske aktivnosti, globalna je inflacija i nadalje bila prigušena. Zbog akomodativno usmjerenih monetarnih politika, koje još prevladavaju u većini velikih gospodarstava, uvjeti financiranja ostali su povoljni.

U skupini razvijenih zemalja vrlo dobrim recentnim gospodarskim ostvarenjima ističe se SAD, gdje je godišnji rast u prvom tromjesečju 2018. dosegnuo 2,9%, što je najbrža stopa rasta u posljednje dvije godine. Glavni pokretač američkog rasta osobna je potrošnja, koju podupire povijesno niska nezaposlenost i vrlo pozitivno raspoloženje potrošača. Dinamiziranje rasta odražava i kretanja investicijske aktivnosti privatnog sektora te izvoza robe i usluga, koji su nastavili rasti unatoč neizvjesnosti oko domaće ekonomske i vanjskotrgovinske politike. U takvim je okolnostima i inflacija u SAD-u u blagom porastu, pa je u

U takvim uvjetima kamatne stope na kredite domaćih kreditnih institucija uglavnom su se nastavile smanjivati. Povoljni uvjeti financiranja, pozitivna kretanja poslovnoga i potrošačkog optimizma te nastavak oporavka gospodarstva potaknuli su rast kreditiranja domaćih sektora, posebice stanovništva, koje još od listopada 2016. bilježi kontinuirano ubrzavanje godišnjeg rasta.

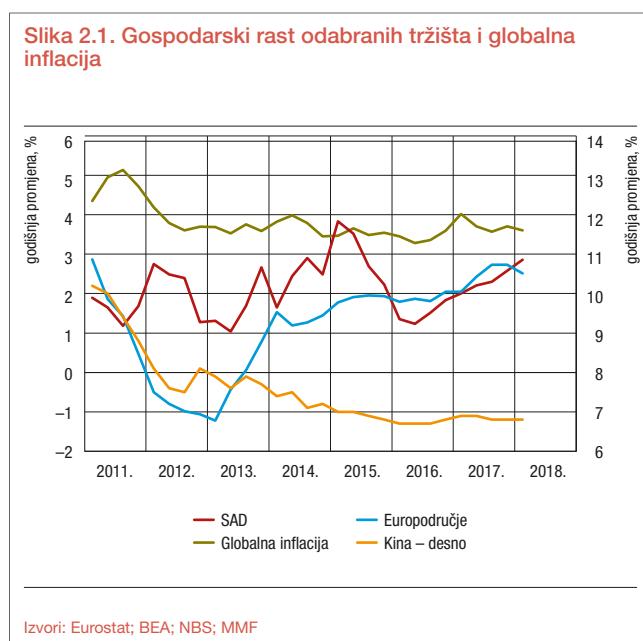
Kada je riječ o fiskalnoj politici, Program konvergencije RH predviđa da bi se nakon viška proračuna u 2017., u 2018. i 2019. mogao ostvariti manjak opće države u iznosu od oko -0,5% BDP-a. Europska komisija objavila je u svibnju ove godine ocjenu srednjoročnih fiskalnih projekcija Vlade te je utvrdila kako bi saldo opće države mogao biti povoljniji nego što pokazuju projekcije Vlade te da struktturni saldo u projekcijskom razdoblju neće prekoracići srednjoročni proračunski cilj, a dug opće države nastaviti se smanjivati u skladu s propisanim fiskalnim pravilima.

Ocjenuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici uravnoteženi. S jedne strane, rast izvoza turističkih usluga mogao bi biti veći nego što se trenutno očekuje. Također, Vlada RH najavila je daljnje porezno rasterećenje od početka sljedeće godine, što bi moglo imati pozitivan učinak na gospodarsku aktivnost. S druge strane, negativan učinak finansijskih problema u grupi Agrokor na investicijsku aktivnost i osobnu potrošnju mogao bi biti snažniji nego što je trenutno ugrađeno u projekciju, iako taj rizik više nije tako izražen kao što je to bio slučaj krajem prošle godine. Nastavak slabosti u poslovanju i drugih nerestrukturiranih domaćih poduzeća mogao bi se negativno odraziti na agregatna izvozna ostvarenja, koja su početkom godine bila slaba. Negativni rizici proizlaze i iz vanjskog okružja, što se uvelike odnosi na jačanje američkoga trgovinskog protekcionizma, kao i političku nestabilnost u Italiji koja bi mogla rezultirati nižim rastom talijanskoga gospodarstva nego što se trenutno očekuje. Također, relativno slabo korištenje kapitalnih transfera iz fondova EU-a u prošloj i početkom ove godine upućuje na rizike da financiranje projekata sredstvima iz tih fondova bude niže nego što je predviđeno sadašnjom projekcijom, što bi rezultiralo i nižim rastom investicija od očekivanog. Naposljetku, potencijalno daljnje povećavanje cijena naftnih derivata moglo bi imati negativan učinak na ukupnu gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj.

svibnju 2018. dosegnula 2,8%, što ide u prilog dalnjem stezanju monetarne politike.

Vrlo solidan rast u prvom tromjesečju 2018. nastavio se i u europolodručju (2,5%), premda je primjetno blago usporavanje u odnosu na vrlo dinamičnu drugu polovicu 2017., a čini se da se usporavanje nastavilo i početkom drugog tromjesečja. Slabljene raste europolodručja prilično je široko rasprostranjeno među članicama, uključujući Njemačku, Francusku i Nizozemsku. No, promatrano iz višegodišnje perspektive, i nadalje je riječ o relativno snažnoj aktivnosti. Uz investicije privatnog sektora, gospodarskom rastu nastavila je pridonositi i osobna potrošnja potaknuta povoljnim kretanjima na tržištu rada, te izvoz robe i usluga zahvaljujući snažnoj globalnoj potražnji.

U skupini zemalja u razvoju te zemalja s tržištima u nastajanju, početkom 2018. nastavljena su povoljna kretanja, posebno kod velikih azijskih tržišta (osobito Kine i Indije), te europskih tržišta (Turske). Rusija se također nastavila oporavljati, a kao i drugim zemljama izvoznicama nafte pogoduje joj kontinuirani



rast cijena od sredine prošle godine. S druge strane, dugotrajna kriza u nekim regijama, posebno u Latinskoj Americi i na Bliskom istoku, dodatno se pogoršala.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod većine važnijih hrvatskih trgovinskih partnera na početku 2018. nastavljen je trend prilično snažne gospodarske aktivnosti. Posebno se to odnosi na trgovinske partnere iz europodručja, primarno Sloveniju, Austriju i Italiju, gdje se i nadalje bilježe visoke stope rasta, iako nešto niže nego krajem prošle godine. Rast je uglavnom nastavila poticati osobna potrošnja, zahvaljujući rastu raspoloživog dohotka, a primjetan je bio i rast investicija i izvoza. Premda je, kako se čini, i Njemačka prošla svoj vrhunac rasta krajem prošle godine, gospodarska aktivnost ostala je dosta snažna i u toj zemlji, zahvaljujući jakoj osobnoj potrošnji i izvozu. Vanjskotrgovinski partneri u jugoistočnoj regiji, posebno Srbija te Bosna i Hercegovina, ponovo bilježe ubrzavanje rasta, nakon slabih ostvarenja u prošloj godini uzrokovanih vremenskim neprilikama.

Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Rast cijene nafte na svjetskom tržištu zabilježen u drugoj polovini 2017. nastavio se u prvoj polovini 2018. Prosječna cijena barela sirove nafte tipa Brent u svibnju je iznosila 77 USD, što je za 19% više nego u prosincu te za 51% više nego u istom mjesecu 2017. Glavni razlozi tome bili su usklađenost ponude zemalja OPEC-a i drugih proizvođača s dogovorenim smanjenjem proizvodnje, jačanje geopolitičkih napetosti na Bliskom istoku, smanjenje zaliha nafte u SAD-u te pad proizvodnje nafte u Venezuela u uvjetima političke i ekonomске krize u toj zemlji. Rast cijena nafte pridonijela je i odluka SAD-a o ponovnom uvođenju gospodarskih sankcija Iranu.

Cijene sirovina bez energije također su porasle u prvom polugodištu 2018. Najviše su pritom poskupljeli prehrabreni proizvodi (žitarice, ulja i uljarice), što se pretežno pripisuje još uvjek snažnoj potražnji te nešto nižoj proizvodnji. Zamjetno su poskupjele i industrijske sirovine, posebice poljoprivredne sirovine poput pamuka zbog očekivanja o padu ponude iz Indije. Istodobno je zabilježen i rast cijena metala, što se djelomice pripisuje i odlici SAD-a u travnju o uvođenju sankcija najvećem proizvođaču aluminija u Rusiji.

Glede monetarne politike, nastavljena su divergentna kretanja između SAD-a i europodručja. Fed je u ožujku i lipnju podignuo

referentnu kamatnu stopu za ukupno 50 baznih bodova, dok ESB nije mijenjao referentnu kamatnu stopu, ali je potvrđio očekivanja o postupnom ukidanju programa otkupa obveznica do kraja godine.

Na svjetskom deviznom tržištu američki je dolar prema euru nastavio slabjeti početkom 2018., nakon što je oslabio u drugoj polovini 2017. Tako je početkom veljače tečaj iznosio 1,25 EUR/USD, što je najviša razina od prosinca 2014. Na to su ponajviše utjecala pozitivna gospodarska ostvarenja u europodručju i očekivanja o mogućem zaustavljanju daljnog jačanja ekspanzivnosti monetarne politike ESB-a. Tečaj američkog dolara prema euru bio je do sredine travnja relativno stabilan, nakon čega je aprecirao te se krajem svibnja spustio na 1,15 EUR/USD. To je bilo posljedica dobrih gospodarskih ostvarenja u SAD-u te slabijih od očekivanih gospodarskih pokazatelja u europodručju i političkih zbivanja u Italiji. Istodobno, u uvjetima negativnih kratkoročnih kamatnih stopa i niskih dugoročnih prinosa, švicarski je franak slabio prema euru. Pritom je sredinom svibnja tečaj iznosio 1,20 EUR/CHF, što je najviša razina od siječnja 2015. Nakon toga, zbog rasta nesklonosti prema riziku, švicarski je franak osjetno ojačao prema euru, pa se krajem mjeseca tečaj spustio na 1,15 EUR/CHF.

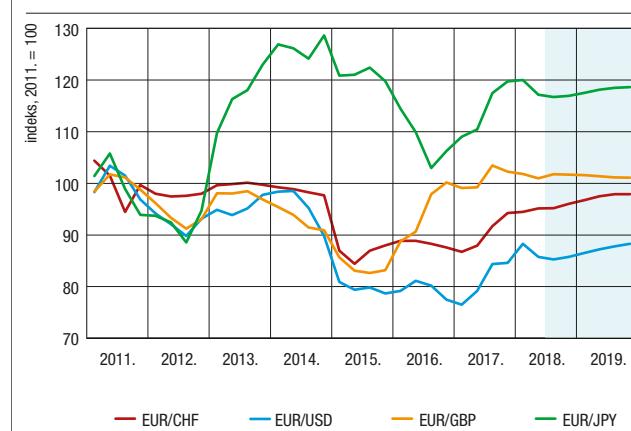
Uvjeti financiranja za europska tržišta u nastajanju, među kojima se ubraja i Hrvatska, i nadalje su relativno povoljni. No, indeks EMBI od sredine veljače u ponovnom je porastu te se do početka lipnja povećao za oko 60 baznih bodova. Uglavnom je to povezano s političkom nestabilnosti u pojedinim zemljama, poglavito Turskoj.

Projicirana kretanja

Projekcija se zasniva na pretpostavkama o povoljnim izgledima za rast svjetskoga gospodarstva i globalne trgovine, potom blagom jačanju eura prema najvažnijim svjetskim valutama, nastavku podizanja referentne kamatne stope u SAD-u te odgođenom povećanju ključnih kamatnih stopa u europodručju. Nadalje, s obzirom na recentna ostvarenja, očekuje se i da bi cijene sirovina, poglavito sirove nafte, mogle biti na višim razinama.

Na svjetskom deviznom tržištu, američki bi dolar prema euru u 2018. mogao biti osjetno slabiji nego u 2017., prema očekivanjima objavljenima u Foreign Exchange Consensus Forecast iz lipnja 2018. Pritom bi prosječan tečaj u 2018. mogao iznositi 1,20 EUR/USD. Švicarski bi franak također mogao biti osjetno slabiji prema euru u 2018. u odnosu na 2017., pri čemu bi tečaj

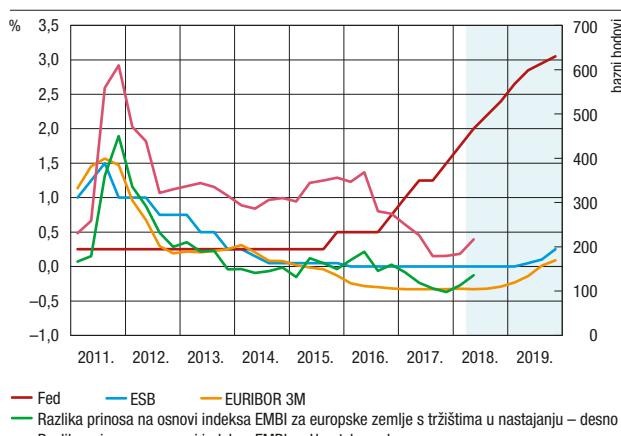
Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.

Izvori: Eurostat; Foreign Exchange Consensus Forecasts (lipanj 2018.).

Slika 2.3. Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih zemalja s tržištima u nastajanju kraj razdoblja



Izvor: Bloomberg (prognoza), 5. lipnja 2018.

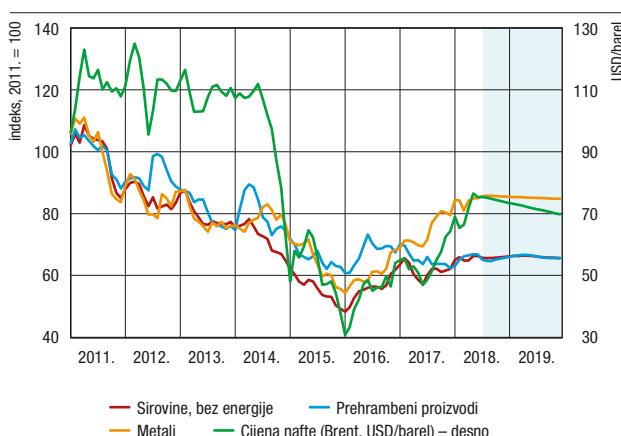
mogao iznositi 1,17 EUR/CHF.

Što se tiče ključnih kamatnih stopa, u drugoj polovini 2018. očekuje se daljnje pooštavanje monetarne politike Feda, a tome u prilog govore povoljna recentna gospodarska kretanja i jačanje inflacije. Tako bi u 2018. mogla biti zabilježena ukupno četiri podizanja kamatne stope (za 1 postotni bod), a za 2019. i nadalje očekuju se tri dodatna podizanja. Unatoč blagom usporavanju aktivnosti u europodručju u recentnim mjesecima, ESB je najavio ukidanje programa otkupa obveznica do kraja godine. Pritom će obujam mjesecnog otkupa od rujna biti smanjen na 15 mlrd. EUR. Prvo podizanje referentnih stopa ESB-a očekuje se tek u drugom tromjesečju 2019., a moglo bi biti i malo slabijeg intenziteta nego što se ranije predviđalo.

Najnovija tržišna očekivanja upućuju na blagi trend pada cijena sirove nafte do kraja tekuće godine i u 2019. godini. Na pad cijena sirove nafte moglo bi utjecati prije svega povećanje proizvodnje sirove nafte u SAD-u. Nasuprot tome, na rast cijena nafte mogli bi utjecati ponajviše moguće smanjenje ponude nafte zbog intenziviranja geopolitičkih napetosti, poremećajući u opskrbi naftom iz Irana i Venezuele, kao i moguće produženje dogovora zemalja članica OPEC-a i drugih proizvodača o ograničavanju ponude nafte. Kod cijena sirovina bez energije, tržišna očekivanja ne upućuju na znatniju promjenu cijena u nastavku tekuće godine te u 2019. Na rast cijena tih sirovina ograničavajuće bi mogle djelovatiobilne zalihe prehrambenih sirovina, poput pšenice. Nasuprot tome, pritisak na rast cijena sirovina bez energije moglo bi vršiti jačanje globalne potražnje, a u kratkom roku i jačanje trgovinskog protekcionizma.

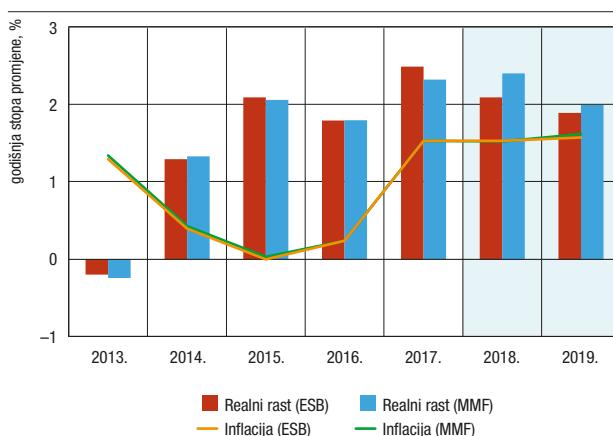
Glede globalne gospodarske aktivnosti, prema projekcijama MMF-a (WEO, travanj 2018.), rast svjetskoga gospodarstva u 2018. i 2019. mogao bi se ubrzati na 3,9%, što je najviša stopa još od 2011. S jačanjem globalne potražnje i svjetska bi se trgovinska razmjena mogla dodatno dinamizirati, unatoč rastućem protekcionizmu. Recentno ubrzanje globalne gospodarske aktivnosti uglavnom generiraju razvijene zemlje, iako se očekuje postupno slabljenje njihova rasta. Dinamika rasta zemalja s tržištima u nastajanju prosječno je dvostruko snažnija nego u razvijenim zemljama, a mogla bi se u sljedećem razdoblju dodatno ubrzati, u čemu će predvoditi dinamična azijska tržišta. Iako se očekuje daljnje pooštavanje monetarne politike u nekim velikim razvijenim tržištima, uvjeti financiranja na globalnoj razini ostat

Slika 2.4. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



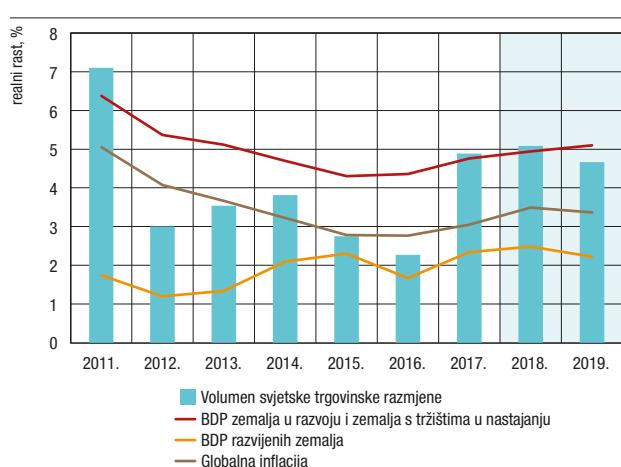
Izvor: HWW; MMF (travanj 2018); cijene nafte: Bloomberg (Brent crude oil futures, 30. svibnja 2018.); ocjena HNB-a

Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europodručju

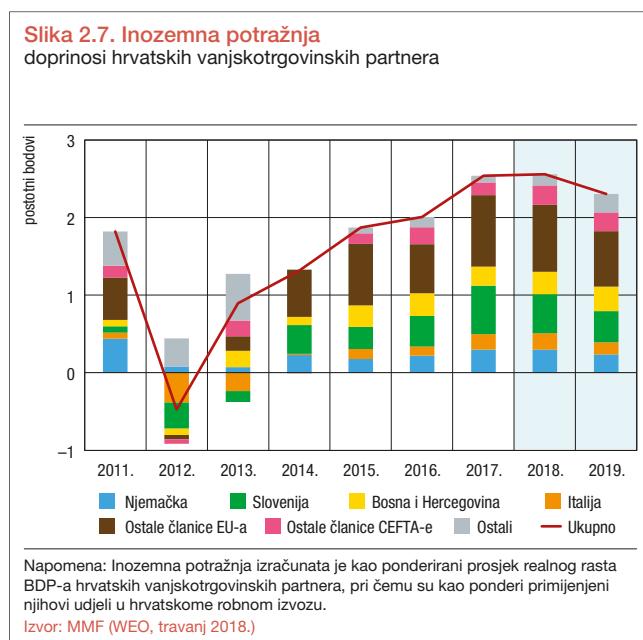


Izvor: MMF (WEO, travanj 2018.); ESB (lipanj 2018.)

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



Izvor: MMF (WEO, travanj 2018.)



će relativno povoljni u projekcijskom razdoblju, a ne očekuje se niti znatnije ubrzanje inflacije.

Kada je riječ o europodručju, MMF ocjenjuje da bi se rast u 2018., unatoč usporavanju u prvom tromjesečju, mogao ubrzati na godišnjoj razini i dosegnuti 2,4%, te nakon toga ponešto usporiti na 2,0%. Rast će uglavnom nastaviti generirati domaća potražnja, poglavito osobna potrošnja osnažena povoljnim kretanjima na tržištu rada, te investicije privatnog sektora potaknute povoljnim uvjetima financiranja. Doprinos inozemne potražnje također će ostati pozitivan, zahvaljujući dalnjem jačanju globalne potražnje. Međutim, u 2019. moglo bi uslijediti postupno slabljenje rasta, kako dosadašnji pozitivan utjecaj akomodativne monetarne politike bude jenjavao, a postoje i strukturne zapreke snažnijem gospodarskom rastu u mnogim zemljama članicama. Najnovije projekcije ESB-a iz lipnja koje uvažavaju slabiju ostvarenja početkom drugog tromjesečja te porast političke neizvjesnosti malo su nepovoljnije od MMF-a i iznose 2,1%, odnosno 1,9% u 2018. i 2019. Zahvaljujući recentnom rastu cijena nafte inflacija bi u europodručju mogla blago porasti, ali će zbog i nadalje niskih inflatornih očekivanja ostati ispod ciljane razine ESB-a tijekom projekcijskog razdoblja (prema posljednjim projekcijama ESB-a očekuje se inflacija od 1,7% u 2018. i 2019.).

Gospodarski rast SAD-a mogao bi do kraja tekuce godine dosegnuti 2,9% te se neznatno usporiti u 2019. godini (2,7%). Očekivano jačanje američkoga gospodarstva u 2018. proizlazi iz pozitivnoga kratkoročnog utjecaja porezne reforme koja bi mogla snažno potaknuti investicije privatnog sektora (više o učincima porezne reforme na gospodarsku aktivnost u SAD-u vidi u Okviru 1. Porezna reforma u SAD-u i njezini potencijalni makroekonomski učinci). Snažnom rastu nastaviti će pridonositi i osobna potrošnja u uvjetima gotovo pune zaposlenosti i rasta raspoloživog dohotka. Inozemna potražnja također će nastaviti poticati rast, unatoč neizvjesnosti oko vanjskotrgovinske

politike. Postupno usporavanje rasta u 2019. moglo bi uslijediti zbog slabljenja učinaka porezne reforme, s obzirom na to da su neke mjere privremenoga karaktera, ali i zbog daljnog pooštavanja monetarne politike.

Kako se tijekom projekcijskog razdoblja očekuje da će unatoč jačanju protekcionizma globalna trgovina ostati relativno dinamična, rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima također bi mogao ostati snažan, iako uz postupno slabljenje prema kraju projekcijskog razdoblja (Slika 2.7.). Među važnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima dosta snažna potražnja u tekućoj godini očekuje se od članica europodručja koje trenutno bilježe najbrže stope rasta u dužem razdoblju. Tako bi, primjerice, rast u Sloveniji mogao i u tekućoj godini prelaziti 4%, a i Italija, Austrija te Njemačka trebale bi do kraja godine zadržati povoljnu dinamiku rasta. Ipak, može se očekivati da će dinamika njihova rasta postupno početi slabjeti prema kraju projekcijskog razdoblja. To, pak, nije slučaj kod nekih zemalja jugoistočne regije, koje se tek ove godine oporavljaju od vremenskih nepogoda koje su im tijekom 2017. narušile gospodarsku aktivnost.

Pozitivni izgledi glede globalnog rasta izloženi su znatnim rizicima, koji su u kratkom roku uravnoteženi, ali u srednjem roku prevladavaju oni negativni. U kratkom roku, snažniji ciklički oporavak, posebno u SAD-u zbog porezne reforme, mogao bi dati dodatni poticaj globalnom gospodarstvu. No, u srednjem roku najizraženiji negativan rizik za globalno gospodarstvo jest jačanje protekcionističkih trgovinskih politika. Vanjskotrgovinski odnosi između velikih tržišta dodatno su pooštreni posljednjih mjeseci, a posebno nakon što je, suprotno očekivanjima, SAD početkom lipnja 2018. proširio primjenu carina na uvoz željeza i čelika na zemlje Europske unije te Kanadu i Meksiko. Kao odgovor na to, najavljeno je uvodenje carina na američki uvoz, i to uglavnom tradicionalnih američkih proizvoda. Iako bi izravni učinci tih mjera na globalnu trgovinu zasad mogli biti ograničeni, već same špekulacije o mogućoj eskalaciji globalnoga trgovinskog rata povećavaju neizvjesnost i ugrožavaju globalno gospodarstvo. Osim smanjenja potencijalnog rasta, ograničavanje slobodne trgovine moglo bi rezultirati i ubrzanjem globalne inflacije, što bi moglo ubrzati normalizaciju monetarnih politika i poslijeđiće pogoršati uvjete financiranja, čime bi posebno mogle biti pogodene zemlje s tržištima u nastajanju i visokozadužene zemlje.

Za zemlje Europske unije spomenutim rizicima treba dodati i neizvjesnost oko Brexit-a te pojačanu političku nestabilnost u Italiji. Što se tiče Brexit-a, kratkoročna neizvjesnost je smanjena nakon što je u ožujku 2018. postignut sporazum o 21-mjesečnom tranzicijskom razdoblju koje će uslijediti nakon što Ujedinjena Kraljevina službeno napusti Europsku uniju 29. ožujka 2019. No, i nadalje postoji cijeli niz nepoznanica o političkim i trgovinskim odnosima koji će biti uspostavljeni nakon toga. U Italiji je nakon izbora u ožujku uslijedilo razdoblje povećane političke nestabilnosti, a s obzirom na to da je Italija pojedinačno najveći hrvatski vanjskotrgovinski partner i jedan od najznačajnijih inozemnih ulagača, dugotrajnja nestabilnost mogla bi biti znatan izvor rizika i za hrvatsko gospodarstvo.

Okvir 1. Porezna reforma u SAD-u i njezini potencijalni makroekonomski učinci

Početkom 2018. u Sjedinjenim Američkim Državama na snagu je stupio novi porezni zakon, koji američkim građanima i poduzećima omogućuje mnoge porezne olakšice. Ta opsežna porezna reforma nastavlja i pojačava ekspanzivnu fiskalnu politiku SAD-a. U kratkom roku očekuju se pozitivni učinci reforme na rast gospodarstva SAD-a, a u srednjem bi roku, zbog očekivanog pogoršanja stanja u javnim financijama i predviđenoga postupnog ukidanja nekih stimulativnih mjeru, pozitivni makroekonomski učinci mogli izostati. Iako porezna reforma u SAD-u ne bi trebala imati značajne izravne učinke na hrvatsko gospodarstvo, ona bi na Hrvatsku mogla utjecati neizravno, zbog učinaka preljevanja koji proizlaze iz utjecaja na gospodarsku aktivnost članica Europske unije. Međutim, njih je iznimno teško procijeniti.

Senat Sjedinjenih Američkih Država usvojio je krajem 2017. godine značajne izmjene poreznog sustava s ciljem smanjenja poreznog opterećenja, i to poglavito poduzeća, te pojednostavljenja poreznog sustava. U sklopu toga najvažnije promjene uključuju: a) smanjenje standardne stope poreza na dobit s 35% na 21%, uz mogućnost smanjenja porezne osnovice u idućih pet godina za nove investicije, b) smanjenje stopa poreza na dohodak za gotovo sve dohodovne skupine uz istodobno povećanje visine osobnog odbitka te olakšica za djecu i c) prelazak na tzv. (modificirani) teritorijalni princip oporezivanja, što uključuje uklanjanje oporezivanja repatrijacije dobiti koju su inozemne podružnice domaćih poduzeća ostvarile u inozemstvu uz jednokratno oporezivanje otprije akumulirane dobiti sniženom stopom.

Većina dostupnih procjena pojedinih institucija upućuje na znatne pozitivne učinke reforme na gospodarstvo SAD-a u kratkom roku. Nakon tri godine očekuje se da bi razina BDP-a mogla biti veća za 0,5% – 1,3% (Tablica 1.). Pritom rast BDP-a poglavito odražava očekivano povećanje osobne potrošnje zbog rasta raspoloživog dohotka stanovništva nakon smanjenja poreza na dohodak te rast investicija nakon poreznog rasterećenja poduzeća. Rast investicija trebao bi dovesti i do rasta proizvodnosti rada, što bi naposljetu moglo rezultirati i dodatnim rastom plaća, odnosno raspoloživog dohotka¹.

U dugom roku pozitivni učinci reforme na razinu BDP-a mogli bi izostati. Takve procjene vezuju se djelomično uz očekivani rast javnoga duga (Tablica 1.), koji bi mogao povećati kamatne stope za državu i poduzeća te tako negativno djelovati na realnu gospodarsku aktivnost. Iščezavanje pozitivnih učinaka odražava i predviđeno ukidanje pojedinih poticajnih mjeru.

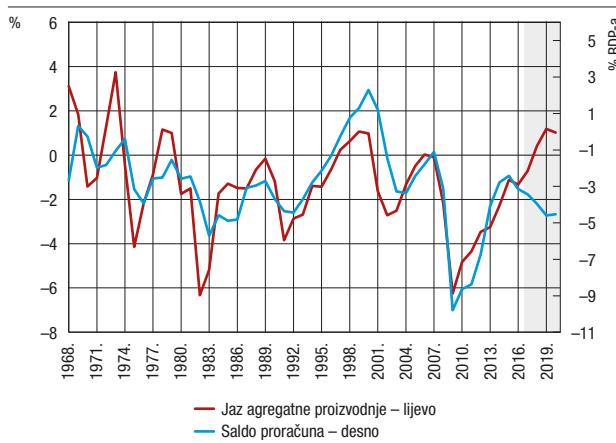
Pojedine analize također ističu nedostatke reforme glede njezina utjecaja na gospodarski ciklus te nejednakost. Naime, ekspanzivna fiskalna politika u trenutku kada se gospodarstvo

SAD-a nalazi u fazi relativno snažnoga gospodarskog rasta i gotovo pune zaposlenosti potiče pregrijavanje ekonomije, odnosno djeluje prociklički, što je u suprotnosti s preporukama da bi fiskalna politika trebala ublažavati ciklička kretanja i ustajati na ravnomjernom gospodarskom rastu. Ako se pogledaju podaci za prethodna razdoblja, može se primijetiti da sadašnja politika zamjetno odstupa od politika koje su se prije vodile (Slika 1.). Nadalje, reforma poglavito pogoduje zaposlenima s višim dohocima, što vodi daljnjem rastu nejednakosti. Prema analizama Centra za poreznu politiku SAD-a (engl. Tax Policy Center), više od polovine svih poreznih olakšica otici će u ruke 1% najbogatijeg stanovništva.

Povećanje agregatne potražnje u SAD-u zbog ekspanzivne fiskalne politike moglo bi pozitivno djelovati i na agregatnu potražnju u EU-u. Jača domaća potražnja u SAD-u povećat će i potražnju za uvoznim dobrima, što bi moglo povoljno djelovati na izvoz zemalja članica EU-a. Osim toga, reforma bi mogla dovesti i do veće potražnje za dolarom te aprecijacije realnog tečaja dolara prema euru², što bi povećalo cjenovnu konkurentnost EU-a i tako dalo dodatan poticaj izvozu u SAD. Međutim, novija empirijska literatura upućuje na to da je preljevanje fiskalnih šokova iz SAD-a na druge zemlje relativno slabog intenziteta.³

Porezna reforma mogla bi, međutim, imati i negativne učinke

Slika 1. Jaz aggregatne proizvodnje i saldo proračuna SAD-a



Izvor: Congressional Budget Office; izračun HNB-a

Tablica 1. Procjena učinaka porezne reforme na gospodarski rast i javni dug SAD-a

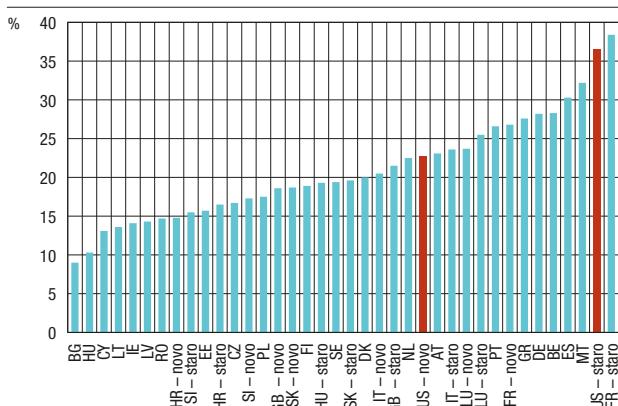
	Razlika u razini BDP-a u 2020. u odnosu na scenarij bez reforme (%)	Razlika u razini BDP-a u 2027. u odnosu na scenarij bez reforme (%)	Rast javnog duga do 2027. (% BDP-a)
Tax Foundation	1,3	1,7	5
Tax Policy Center	0,5	0,0	5
Penn Wharton Budget Model	–	0,5 – 1,0	6,4 – 6,8
Joint Committee on Taxation	0,8 – 0,9	0,1 – 0,2	5
Deutsche Bank	0,63	-0,11	6,1
MMF	1,20	–	–

Izvor: Publikacije navedenih institucija

1 Iako je još prerano za donošenje konkretnih zaključaka, podaci o gospodarskim kretanjima u SAD-u u prvom tromješecu ove godine pokazuju da još nije došlo do značajnog ubrzanja rasta plaća i investicija. Istodobno su porasle cijene dionica te je zabilježen reotkop vlastitih dionica kompanija.

2 Navedeno međutim još nije vidljivo u kretanju tečaja američkog dolara prema euru.

3 F. Natoli i L. Metelli (2018.), *The international transmission of US fiscal shocks*, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper NO. 84207

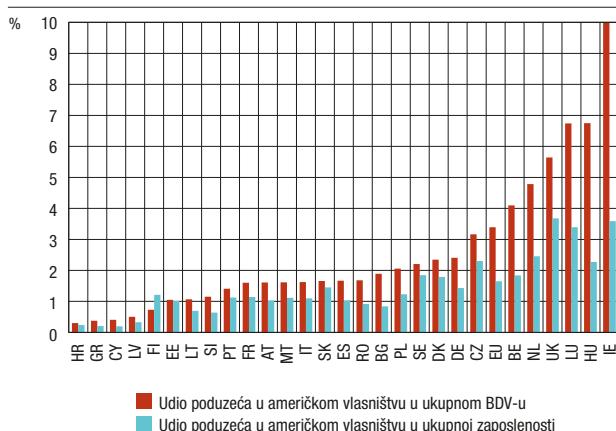
Slika 2. Efektivne prosječne porezne stope na profitabilne investicije

Napomena: Stare stope odnose se na izračune utemeljene na propisima koji su vrijedili do 31. prosinca 2016., a nove stope na propise koji su naknadno doneseni.

Izvor: Spengel i dr. (2017.)

na EU, preko odljeva kapitala u SAD. Poreznim izmjenama, poglavito vezanima uz smanjenje standardne porezne stope poreza na dobit, snažno se smanjilo porezno opterećenje za poduzeća, čime se poboljšala porezna privlačnost SAD-a za ulaganja. Prema ocjenama Spengela i dr. (2017.)⁴ efektivna prosječna porezna stopa, koja uzima u obzir poreze koji utječu na investicijske odluke poduzeća te pravila koja reguliraju visinu porezne osnovice, prije reforme bila je veća u odnosu na stope koje su prevladavale u gotovo svim članicama EU-a. Nakon reforme efektivna prosječna porezna stopa nalazi se blizu prosjeka zemalja EU-a (Slika 2.). SAD je tako postao porezno privlačnija zemalja za investiranje u odnosu na brojne zemlje EU-a, uključujući i ekonomski najznačajnije članice Njemačku i Francusku, što bi moglo rezultirati odljevom neto inozemnih izravnih ulaganja iz EU-a u SAD.

Osim što je SAD postao privlačniji za ulaganja, porezna reforma mogla bi također utjecati na odluke poduzeća o prebacivanju dobiti u SAD. Prelaskom na tzv. (modificirani) teritorijalni princip oporezivanja ukinulo se oporezivanje repatrijacije dobiti koju su inozemne podružnice poduzeća iz SAD-a ostvarile u inozemstvu, a koje je prouzročilo snažno akumuliranje dobiti na inozemnim računima. Pritom će se otprije akumulirana dobit jednokratno oporezivati sniženom stopom bez obzira na to hoće li biti povučena u SAD ili ne. Multinacionalna poduzeća tako nemaju više poticaja za zadržavanje dobiti na inozemnim računima kako bi izbjegla oporezivanje u slučaju prebacivanja dobiti u SAD, pri čemu se procjenjuje da iznos akumuliranih sredstava u inozemstvu iznosi oko 2,6 trilijuna dolara (oko 13% BDP-a SAD-a)⁵. Slično oslobođenje od oporezivanja inozemne dobiti bilo je jednokratno

Slika 3. Udio poduzeća u američkom vlasništvu u ukupnom BDV-u / broju zaposlenih

Izvor: Eurostat

omogućeno 2005. godine, nakon čega su multinacionalna poduzeća povukla oko dvije trećine otprije akumuliranih sredstava⁶. Također, niže porezne stope u SAD-u mogle bi rezultirati time da multinacionalna poduzeća odluče prebaciti dobit u SAD putem manipulacije transfernih cijena, a mogle bi utjecati i na strategije njihova financiranja. Spengel i dr. (2017.) tako navode da je za poduzeća smještena u zemljama EU-a s višim poreznim opterećenjem u odnosu na SAD optimalna strategija nakon reforme finansirati inozemna izravna ulaganja u SAD vlastitim kapitalom tako da dobit ostane u SAD-u, gdje je niže porezno opterećenje. S druge strane, za poduzeća iz SAD-a optimalna je strategija finansiranja njihovih inozemnih izravnih ulaganja u članicama EU-a s visokim poreznim opterećenjem međusobnim kreditiranjem jer se tako komate na dug vraćaju u SAD i oporezuju nižom poreznom stopom. Valja napomenuti da su osim poticaja za prebacivanje dobiti u SAD istodobno donesene i mjere⁷ koje destimuliraju prebacivanje dobiti iz SAD-a u zemlje s nižim poreznim opterećenjem.

Izravni učinci porezne reforme na Hrvatsku ne bi trebali biti značajni s obzirom na nizak udio robne razmjene između Hrvatske i SAD-a te malu zastupljenost domaćih poduzeća u američkom vlasništvu (Slika 3.). Međutim, porezna reforma mogla bi na Hrvatsku utjecati neizravno, preko utjecaja na gospodarska kretanja u glavnim trgovinskim partnerima Hrvatske, koji su snažnije povezani s gospodarstvom SAD-a. Spomenute učinke iznimno je teško procijeniti, to više što bi se neke od članica EU-a mogle odlučiti na vlastite porezne izmjene kako bi povratile gubitak porezne konkurentnosti u odnosu na SAD.

4 Spengel i dr. (2017.), *Analysis of US Corporate Tax Reform Proposals and their Effects for Europe and Germany*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

5 US Joint Committee on Taxation

6 <http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=1665>

7 To se odnosi na tzv. GILT (Global intangible low-taxed income) i BEAT (Base erosion anti-abuse tax) mjere.

Okvir 2. Mogući učinci porasta cijena sirove nafte na gospodarska kretanja u Hrvatskoj

Kako bismo ocijenili moguće učinke trenutno povišenih cijena sirove nafte na kretanja domaćeg BDP-a i cijena, promjene cijena sirove nafte na svjetskom tržištu nužno je promatrati u kontekstu globalnih kretanja ponude i potražnje.⁸ Iako bi porast svjetskih cijena sirove nafte u uvjetima negativnih (recesijskih) šokova na strani ponude nafte⁹ trebao biti povezan s porastom potrošačkih cijena i padom realne aktivnosti, potonje ne mora vrijediti ako je porast cijena nafte posljedica intenziviranja globalne realne aktivnosti. U ovom okviru definiraju se različiti scenariji kretanja cijena sirove nafte te se analizira njihov utjecaj na domaće gospodarstvo. Dobiveni empirijski rezultati potvrđuju teoretske postavke kako bi dodatno snažnije povećanje cijena sirove nafte u 2018. godini, uzrokovano šokovima na strani ponude nafte, ojačalo inflatorne pritiske i negativne rizike povezane s kretanjem domaće realne aktivnosti.

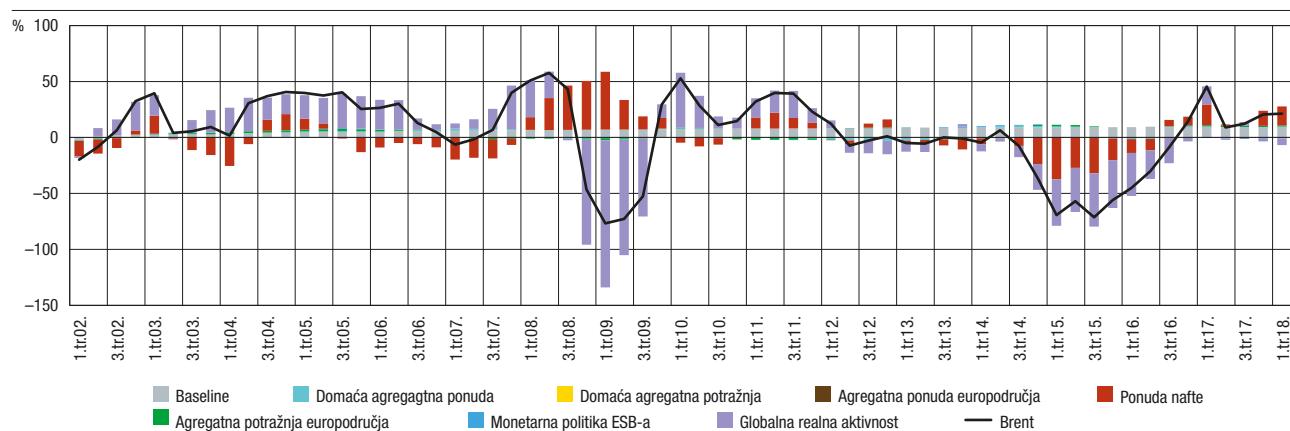
U svibnju 2018. cijene sirove nafte tipa Brent bile su za oko 15% više u usporedbi s ožujkom iste godine, te su se kretale oko 76,5 USD. To je u većoj mjeri bilo posljedica ostvarenoga i očekivanog smanjenja ponude tog energenta na svjetskom tržištu. Među glavnim činiteljima koji su pridonijeli rastu cijena sirove nafte ističu se usklađenost ponude zemalja OPEC-a (i drugih zemalja koje sudjeluju u sporazumu) s dogovorenim intenzitetom smanjivanja proizvodnje sirove nafte, geopolitičke napetosti na Bliskom istoku, višemjesečno smanjivanje zaliba sirove nafte u SAD-u te pad proizvodnje sirove nafte u Venezuela zbog vrlo snažne političke i ekonomске krize. S druge strane, najava SAD-a o ponovnom uvođenju gospodarskih sankcija Iranu geopolitički je rizik koji je također potaknuo rast cijena sirove nafte u svibnju ove godine.

Navedeno povećanje cijena nafte može utjecati na domaće gospodarstvo kroz nekoliko kanala prijenosa. Primjerice, rast svjetskih cijena nafte izravno utječe na domaće potrošačke cijene kroz više cijene naftnih prerađevina poput benzina. Također,

rast cijena sirove nafte dovodi do viših troškova proizvodnje te smanjenja profitnih marži u industrijskim u kojima je nafta proizvodni činitelj, što može rezultirati pritiskom za povećanje cijena finalnih proizvoda u tim industrijskim. Nadalje, rast cijena nafte može rezultirati višim troškovima proizvodnje i putem pada proizvodnosti rada. Potonje, pak, upućuje na istodobni pad potencijalnoga domaćeg proizvoda, što uz smanjenje domaće potražnje (zbog manjega realnoga raspoloživog dohotka kućanstava) dovodi do opadanja gospodarske aktivnosti.

Za ocjenu učinaka porasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu na domaće gospodarstvo nužno je najprije identificirati razloge koji su doveli do tih promjena, odnosno utvrditi je li opažena promjena cijene uzrokovanata šokovima ponude nafte ili drugim šokovima (primjerice šokom globalne realne aktivnosti). U tu svrhu procijenjen je strukturni VAR model za domaće gospodarstvo uz identifikaciju šokova zasnovanu na restrikcijama nula i predznaka.¹⁰ Model se sastoji od inozemnog sektora koji uključuje: cijenu sirove nafte (Brent) na svjetskom tržištu izraženu u američkim dolarima, pokazatelj globalne ekonomske aktivnosti (isključujući europsku), potrošačke cijene, mjeru gospodarske aktivnosti i kamatnu stopu u europskom području; te domaćeg sektora koji je predstavljen indeksom potrošačkih cijena (IPC) i realnom aktivnošću (BDP-om). Povjesna dekompozicija svjetske cijene sirove nafte, dana na Slici 1., izvedena iz VAR modela, upućuje na to da su u posljednjih šest mjeseci cijene sirove nafte pod dominantnim utjecajem šokova ponude, pri čemu ukupan porast cijena nafte nije neuobičajeno snažan.¹¹ Prikazana povjesna dekompozicija od ključne je važnosti za ocjenu makroekonomske učinaka kretanja cijena nafte s obzirom na to da intenzitet i smjer prelijevanja kretanja cijena sirove nafte na domaći BDP i inflaciju ovise o kombinaciji šokova ponude i potražnje koji generiraju kretanje cijena nafte u danom trenutku. Posljedično, ocjena učinaka promjene cijena nafte na makroekonomske

Slika 1. Povjesna dekompozicija cijena nafte na svjetskom tržištu godišnji rast



Napomena: Crna linija prikazuje ostvarenu godišnju stopu rasta cijena nafte, dok stupci različite boje označuju doprinose različitih šokova navedenoj stopi. Godišnje stope rasta na ovom grafu aproksimirane su diferencijama logaritama.

Izvor: HNB; izračun autoru

⁸ Vidjeti Kilian, Lutz (2009.), „Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, American Economic Review, 99(3), str. 1053 – 1069; Kilian, L. i Murphy, D. P. (2014.), „The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil”, Journal of Applied Econometrics, 29, str. 454 – 478; Peersman, G. i I. Van Robays (2009.), „Oil and the Euro Area Economy”, Economic Policy, 24(60), str. 603 – 651.

⁹ Strateške odluke zemalja OPEC-a o količini proizvodnje sirove nafte, uvođenje novih tehniku proizvodnje, otkrića novih nalazišta itd.

¹⁰ Detalji modela dani su u Jovičić, G. i Kunovac, D. 2017. “What is Driving Inflation and GDP in a Small European Economy: The Case of Croatia,” Working Papers 49, The Croatian National Bank, Croatia.

¹¹ Recentna ESB-ova analiza „Are the recent oil price increases set to last?“ (ECB Economic Bulletin, Issue 2/2018, dostupna na <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201802.en.html>) također većinu dinamike cijena nafte objašnjava šokovima ponude nafte.

variabile u obuhvaćenom projekcijskom horizontu (od lipnja 2018. do kraja 2021. godine) može znatno ovisiti o pretpostavljenoj kombinaciji ovih šokova.

Simulacija makroekonomskih učinaka promjene cijene nafte na domaće gospodarstvo

Kako bi se ocijenili makroekonomski rizici kretanja cijena nafte na domaće gospodarstvo (domaći BDP i potrošačke cijene), korištene su različite specifikacije VAR modela koje uključuju alternativne putanje cijena sirove nafte.¹² Metodološki, uvjetne projekcije za proizvoljno definirana kretanja cijena (putanje) sirove nafte određuju tri različita (alternativna) scenarija: neutralni, pesimistični i optimistični. Neutralni scenarij odgovara cijeni sirove nafte u skladu s onom iz terminskih ugovora na tržištu sirove nafte iz svibnja 2018., dok preostala dva scenarija (pesimistični i optimistični) uključuju naglašenje promjene (rast odnosno pad) cijena sirove nafte. Za svaki alternativni scenarij pretpostavlja se da su cijene nafte pretežno generirane šokovima na strani ponude nafte, pri čemu oni povećavaju cijene sirove nafte i ukupnu inflaciju u europodručju te smanjuju ekonomsku aktivnost u europodručju i ostaku svijeta. Tri alternativna scenarija potom se uspoređuju s osnovnim scenarijem koji odgovara projekciji cijene sirove nafte na temelju terminskih ugovora iz ožujka 2018., koja ne uključuje recentni porast njezine cijene. Osnovna obilježja svakog od scenarija dana su u Tablici 1., a pripadajuće putanje cijena na Slici 2.¹⁴

Slika 3. pokazuje u kojoj mjeri projekcije domaće realne aktivnosti zasnovane na alternativnim scenarijima odstupaju od osnovnog scenarija, koji pretpostavlja uglavnom nepromijenjene cijene sirove nafte nakon ožujka 2018. godine. U skladu s identifikacijom modela dobiveni rezultati upućuju na nekoliko zaključaka. U slučaju (izglednoga) neutralnog scenarija realna aktivnost bila bi malo niža od one iz osnovnog scenarija – u 2018. godini korekcija bi iznosila -0,5%.¹⁵ Manje vjerojatna putanja cijene nafte iz pesimističnog scenarija rezultirala bi znatno nižom realnom aktivnošću u odnosu na osnovni scenarij. Za razliku od negativnog utjecaja ova dva scenarija na prognozu realne aktivnosti, optimistični bi scenarij, osim u kratkom roku, imao pozitivan učinak na domaću realnu aktivnost. Utjecaj različitih scenarija kretanja cijena nafte na domaće potrošačke cijene prikazan je na Slici 4. U skladu sa strukturnom identifikacijom šokova na globalnom tržištu, niže cijene nafte rezultiraju nižim stopama rasta domaćih potrošačkih cijena. Za sva tri scenarija projekcija za 2018. godinu viša je u odnosu na onu koja prevladava u osnovnom scenariju – +0,3% za neutralni i pesimistični scenarij te +0,2% za optimistični scenarij.

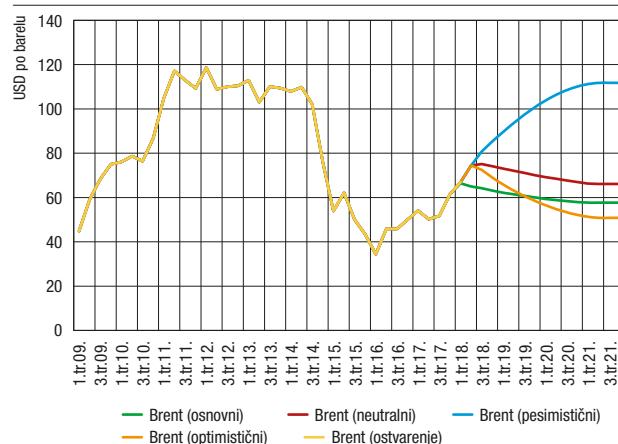
Smjer dobivenih učinaka u skladu je s relevantnom stručnom literaturom, no pri njihovu tumačenju treba biti oprezan.

Tablica 1. Opis različitih scenarija

Scenarij	Opis	Dominantni šok
osnovni	cijena sirove nafte u skladu s onom iz terminskih ugovora iz ožujka 2018.	ponuda nafte
neutralni	cijena sirove nafte u skladu s onom iz terminskih ugovora iz svibnja 2018.	ponuda nafte
pesimistični	cijena sirove nafte raste do razine od 112 USD	ponuda nafte
optimistični	cijena sirove nafte pada postupno do razine od 50 USD	ponuda nafte

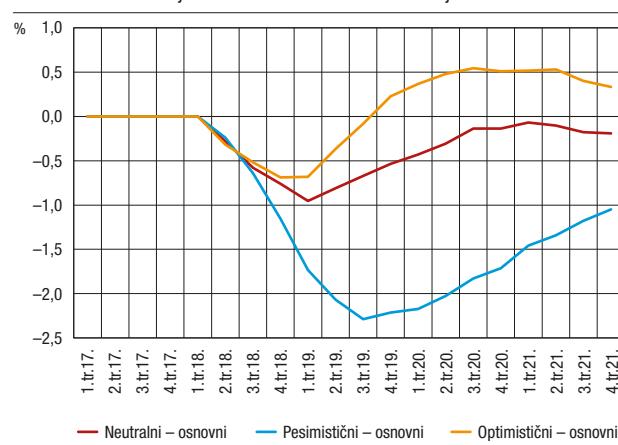
Izvor: HNB

Slika 2. Cijena sirove nafte u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Slika 3. Odstupanja projekcija međugodišnje stopе promjene domaćeg BDP-a zasnovane na različitim scenarijima
alternativni scenariji u odnosu na osnovni scenarij



Izvor: HNB; izračun autora

Naime, makroekonomski učinci ocijenjeni su uz pretpostavku da su cijene nafte pod dominantnim utjecajem šokova ponude nafte u cijelome projekcijskom horizontu, dok Slika 1. upućuje na to da je ta pretpostavka prenaglašena – šokovi potražnje

12 Za detalje primjene modela za kondicionalno prognoziranje vidjeti Waggoner, D. F. i Zha, T. (1999.), "Conditional forecasts in dynamic multivariate models".

Review of Economics and Statistics", 81(4), str. 639 – 651; Bańbura, M., Giannone, D., i Lenza, M. (2015.), "Conditional forecasts and scenario analysis with vector autoregressions for large cross-sections", International Journal of Forecasting, 31(3), str. 739 – 756; Antolin-Díaz, J., Petrella, I. i Rubio-Ramírez, J. (2017.), "Structural scenario analysis and stress testing with vector autoregressions". Documentos de trabajo (FEDEA), 13, str. 1 – 40.

13 Preciznije, cijene terminskih ugovora od 30. svibnja 2018.

14 Kako su cijene nafte za drugo tromjeseče 2018. dostupne samo za travanj i svibanj, u tri alternativna scenarija (neutralni, pesimistični i optimistični) primjenjuju se ista ostvarenja u tom tromjesečju (u skladu s neutralnim scenarijem).

15 Navedene vrijednosti dobivene su kao prosjek odstupanja međugodišnjih stopa prikazanih na Slici 3. u posljednja tri tromjesečja 2018.



često su bili glavna odrednica kretanja cijena sirove nafte. Kad bi se uz šok ponude nafte omogućilo da i šok globalne realne aktivnosti određuje putanju cijena nafte, tada bi korekcija međugodišnje stope BDP-a u sva tri scenarija bila zanemariva (do +0,1%), dok bi učinak na domaće cijene ostao sličan. Dobivene rezultate stoga treba promatrati kao gornju granicu učinaka promjena cijena nafte na projekciju, velikim dijelom određene pretpostavkom o dominaciji šokova na strani ponude. Osim toga, kvantifikacije ovise i odražavaju proizvoljno odabrane scenarije (putanje) kretanja cijena nafte koji definiraju alternativne scenarije.

3. Agregatna ponuda i potražnja

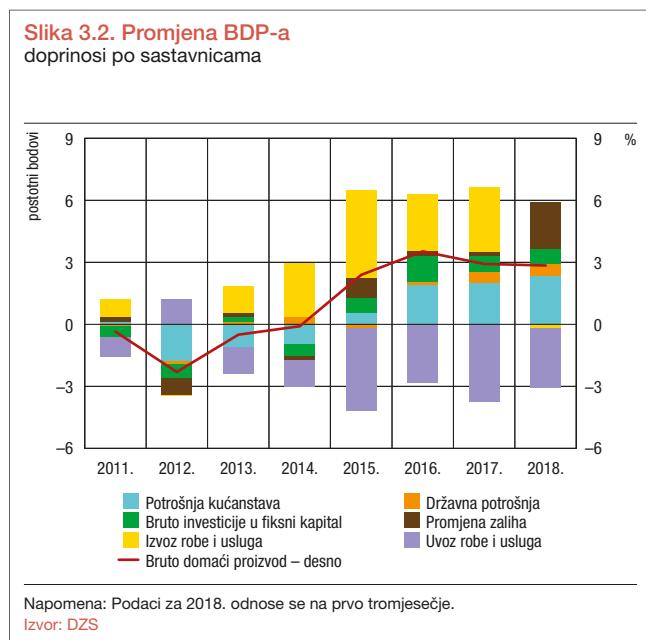
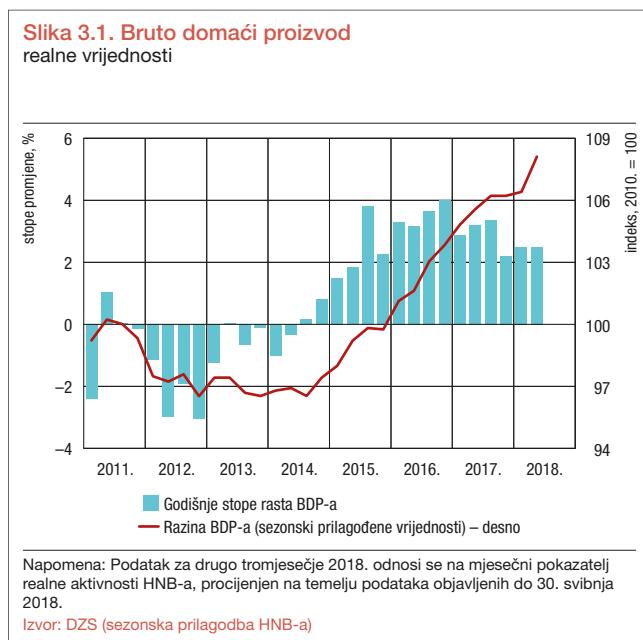
Gospodarska se aktivnost početkom 2018. blago povećala na tromjesečnoj razini (0,2%), nakon što je realni BDP stagnirao krajem prethodne godine. Niska stopa gospodarskog rasta ponajprije je posljedica nepovoljnih kretanja u robnoj razmjeni, dok su sve sastavnice domaće potražnje porasle. Dostupni mješevni pokazatelji za travanj upućuju na to da se gospodarski rast u drugom tromjesečju tekuće godine ubrzao.

Promatrano na godišnjoj razini, realni je BDP u prvom tromjesečju 2018. porastao za 2,5%, odražavajući nastavak rasta svih sastavnica domaće potražnje, pri čemu je osobna potrošnja najsnažnije pridonijela povećanju ukupne ekonomske aktivnosti. S druge strane, ukupan se izvoz smanjio na godišnjoj razini zbog pada izvoza robe. Unatoč tome, ukupan uvoz snažno je porastao odražavajući jačanje domaće potražnje, pa je doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu bio zamjetno

negativan. Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje kako je bruto dodana vrijednost porasla za 1,9% na godišnjoj razini, pri čemu je povećanje zabilježeno kod svih djelatnosti osim u finansijskim djelatnostima i djelatnostima osiguranja.

Agregatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga u prvom je tromjesečju 2018. nastavio rast na godišnjoj razini, ali slabijim intenzitetom nego u prethodna tri mjeseca. Usporavanje je pritom posljedica stagnacije robnog izvoza u odnosu na kraj 2017., pri čemu nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju nepovoljna kretanja u svim glavnim industrijskim grupacijama. Unatoč rastu na godišnjoj razini, ukupan je izvoz zbog visoke baze bio za 0,5% niži u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, i to isključivo kao posljedica pada izvoza robe (-1,5%), što je prvo smanjenje



na godišnjoj razini od početka 2013.¹⁶ S druge strane, izvoz usluga porastao je za 2,1% u odnosu na prvo tromjeseče 2017. i time ublažio pad ukupnog izvoza.

Osobna potrošnja bila je početkom 2018. za 0,7% veća nego u prethodnom tromjesečju, čime je nastavljen kontinuirani trend rasta potrošnje kućanstava, koji traje još od 2015. godine. Tačka ostvarenja odražavaju povoljna kretanja na tržištu rada, što se poglavito odnosi na nastavak rasta zaposlenosti i realnih neto plaća, a zabilježeno je i jačanje kreditiranja stanovništva. Osim toga, potrošački se optimizam unatoč pogoršanju u ožujku ove godine zadržao na visokim razinama, što je povoljno djelovalo na sklonost potrošnji. Tako se potrošnja kućanstava na godišnjoj razini povećala za 3,9% i time najsnajnije pridonijela gospodarskom rastu od svih sastavnica BDP-a.

Investicijska se aktivnost u prva tri mjeseca 2018. intenzivirala te je ostvaren rast od 1,9% na tromjesečnoj razini, nakon 0,9% s kraja protekle godine. Takva su kretanja ponajprije rezultat povećanja investicija u privatnom sektoru, na što upućuju mjesечni pokazatelji o građevinskim radovima na zgradama te

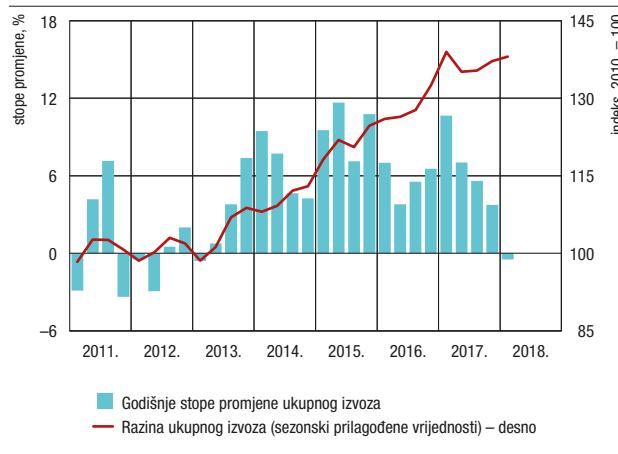
nominalni podaci o uvozu kapitalnih proizvoda. S druge strane, pad radova na ostalim građevinskim objektima upućuje na smanjenu investicijsku aktivnost opće države. Promatra li se na godišnjoj razini, rast kapitalnih ulaganja u prvom je tromjesečju ove godine iznosio 3,6%.

Državna se potrošnja u prvom tromjesečju 2018. povećala za 0,4% u odnosu na prethodna tri mjeseca. Na godišnjoj je razini ostvaren rast od 2,8%, vjerojatno djelomice zbog rasta broja zaposlenih u javnim i državnim službama.

Iako je u prvom tromjesečju tekuće godine zabilježeno usporavanje ukupnog izvoza, rast uvoza robe i usluga intenzivirao se na tromjesečnoj razini kao posljedica nastavka jačanja domaće potrošnje. Tako je stopa rasta ukupnog uvoza na početku 2018. iznosila 2,9%, što je dvostruko više nego u posljednja tri mjeseca prethodne godine, kada je ostvareno povećanje od 1,4%.

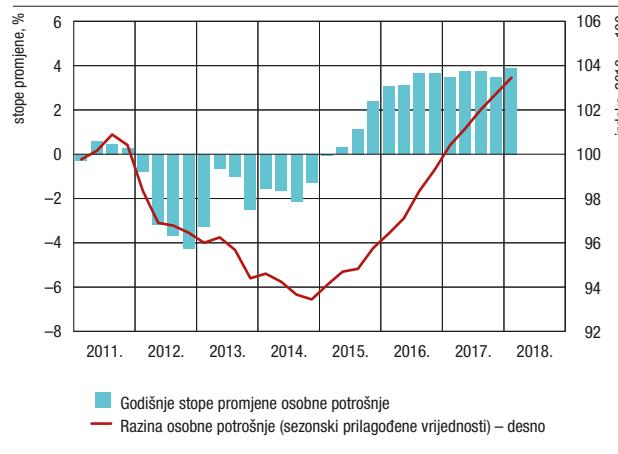
Nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju kako je na tromjesečnoj razini došlo do rasta uvoza u svim glavnim industrijskim grupacijama osim kod netrajnih proizvoda za široku potrošnju. Promatra li se na godišnjoj razini, ukupan uvoz povećao

**Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti**



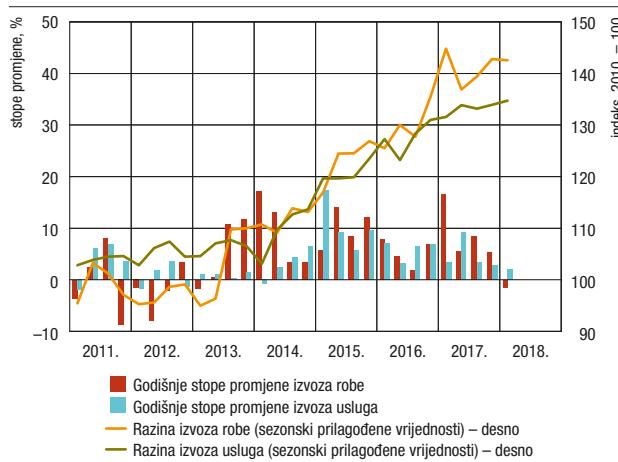
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti**



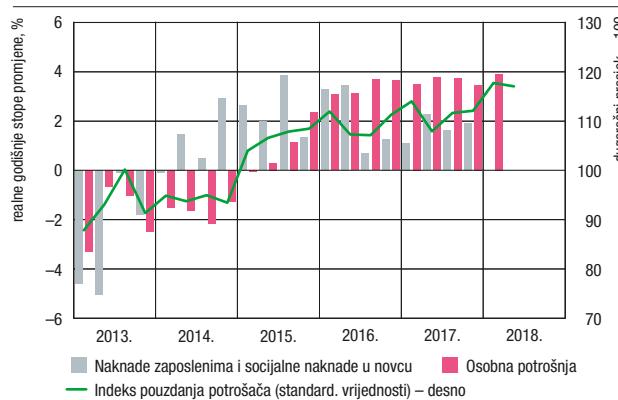
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks**

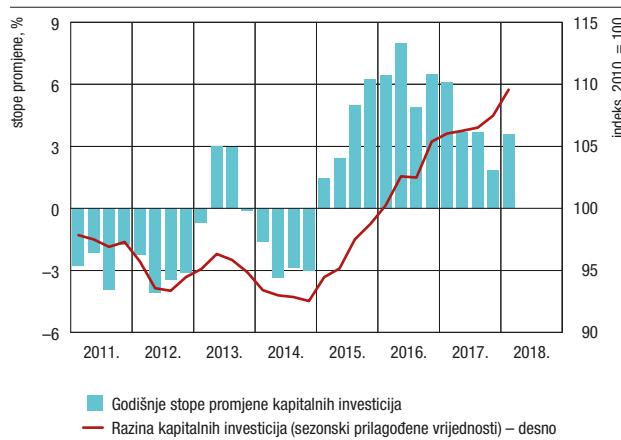


Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača izračunate su kao tročlanji prosjek mjesecišnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na svibanj 2018.

Izvor: DZS; Ipsos; HNB

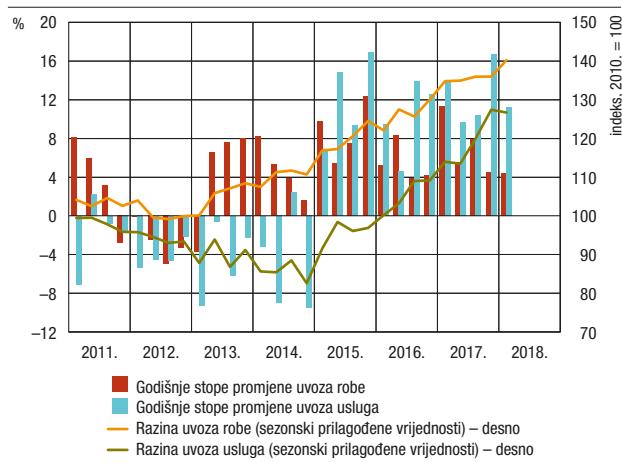
¹⁶ Valja napomenuti kako je prema prvim podacima o robnoj razmjeni s inozemstvom robni izvoz u travnju snažno porastao.

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti

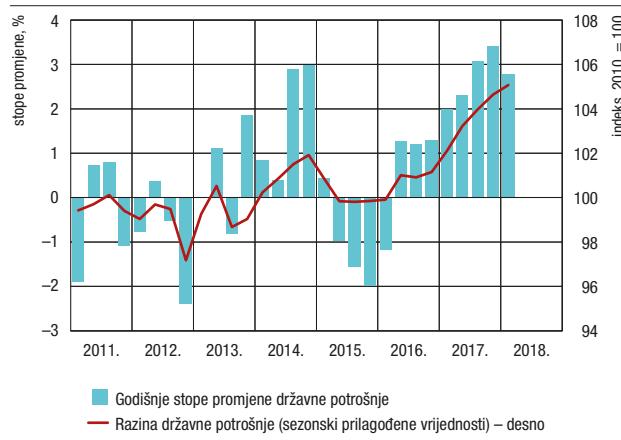


Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga

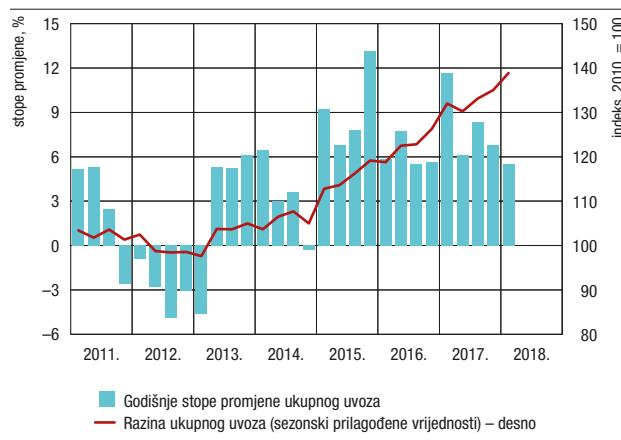


Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

se za 5,5%, pri čemu je rastao uvoz i robe i usluga. Tako je negativan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu bio znatno veći nego što je zabilježeno tijekom 2017. godine (-3,1 postotni bod).

Agregatna ponuda

U prvom tromjesečju 2018. BDV je blago porastao (0,3%) u odnosu na ostvarenje iz prethodna tri mjeseca. Ako se promatra na godišnjoj razini, BDV se u prvom tromjesečju ove godine povećao za 1,9%, pri čemu je rast bio široko rasprostranjen. Najveće povećanje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zabilježile su djelatnosti iz područja trgovine na malo, prijevoza i skladištenja, što se može povezati s nastavkom rasta osobne potrošnje. S druge strane, pad na godišnjoj razini zabilježen je samo kod finansijskih djelatnosti i djelatnosti osiguranja, dok je u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu ostvarena stagnacija.

Model brze procjene BDP-a, na temelju trenutno dostupnih mjesečnih podataka, pokazuje da bi se rast realne gospodarske aktivnosti u drugom tromjesečju 2018. mogao ubrzati u odnosu na početak godine. Realni promet od trgovine na malo u travnju bio je za 0,9% veći od prosječnog ostvarenja u prvom tromjesečju ove godine, a istodobno se povećala i građevinska aktivnost, i to za 1,7%. S druge strane, industrijska je proizvodnja u travnju bila niža za 2,3% u usporedbi s prosjekom prethodna tri mjeseca. Pritom podaci prema glavnim industrijskim grupacijama pokazuju da se proizvodnja smanjila u svim skupinama GIG-a osim kod kapitalnih proizvoda.

Podaci za drugo tromjesečje 2018. pokazuju da se optimizam kućanstava u razdoblju od travnja do lipnja ove godine poboljšao, nakon znatnog pogoršanja u ožujku, pa se indeks njihova pouzdanja i nadalje nalazi na visokim razinama. Takvim su kretanjima najviše pridonijela pozitivna očekivanja glede ukupne ekonomske situacije u Hrvatskoj za 12 mjeseci u usporedbi sa stanjem danas, kao i očekivanja o kretanju nezaposlenosti. Kada je riječ o poslovnom optimizmu, očekivanja su se, u usporedbi s prvim tromjesečjem ove godine, znatno poboljšala u građevinarstvu, gdje se bilježi kontinuirani rast optimizma još od početka 2014. Osim toga, očekivanja poslovnih subjekata su se poboljšala i u trgovini, dok je u industriji zabilježeno pogoršanje. U djelatnostima usluga očekivanja su na tromjesečnoj razini stagnirala, iako je u lipnju došlo do vidljivog pada optimizma.

Projicirana kretanja

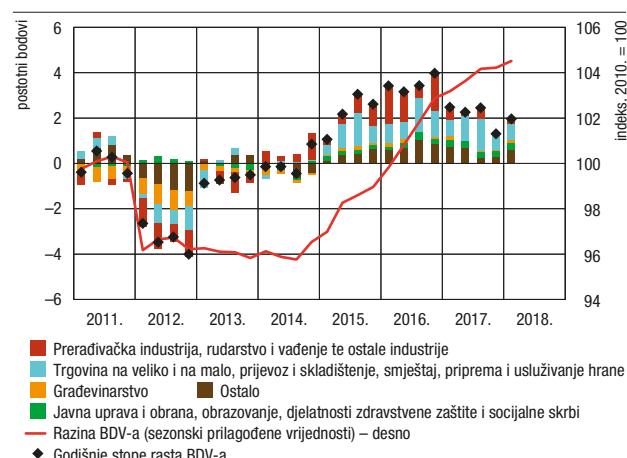
Gospodarska aktivnost mogla bi u 2018. nastaviti rasti sličnim intenzitetom kao i prethodne godine, pri čemu očekivana stopa rasta realnog BDP-a iznosi 2,8%. Gospodarskom rastu i ove bi godine najsnažnije mogao pridonijeti rast izvoza robe i usluga, iako se očekuje malo manji intenzitet povećanja nego prošle godine. Pozitivan se doprinos očekuje i od svih sastavnica domaće potražnje, pri čemu bi snažna domaća potražnja mogla rezultirati dalnjim jačanjem uvoza, pa bi negativan doprinos neto inozemne potražnje ove godine mogao biti veći nego godinu prije. U 2019. ekonomska bi se aktivnost mogla nastaviti kretati sličnom dinamikom kao i godinu prije, uz i nadalje široko rasprostranjen rast realnog BDP-a.

Rast ukupnog izvoza mogao bi se u 2018. usporiti na 4,9% (u 2017. godini 6,4%) zbog očekivanog usporavanja gospodarskog rasta glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske. Osim toga, konzervativnije je projiciran i rast izvoza usluga, poglavito onih pruženih u turističkoj djelatnosti. Među sastavnicama domaće potražnje najveći pozitivan doprinos realnom rastu BDP-a i ove godine mogla bi dati osobna potrošnja, čija bi stopa rasta mogla iznositi 3,6%. Takva su očekivanja posljedica nastavka povoljnijih kretanja na tržištu rada, koja bi mogla rezultirati nastavkom rasta realnoga raspoloživog dohotka stanovništva. Osim toga, očekuje se nastavak kreditiranja stanovništva, što će imati dodatan pozitivan utjecaj na potrošnju kućanstva. Kapitalna bi se ulaganja u tekućoj godini mogla intenzivirati i dosegnuti rast od 6,4%, zbog čega bi pozitivan doprinos bruto investicija u fiksni kapital gospodarskom rastu u 2018. mogao biti veći nego tijekom 2017. Naime, nakon pada zabilježenog u 2017., ove bi godine javne investicije mogle znatno porasti kao rezultat realizacije projekata financiranih iz fondova EU-a, a istodobno se očekuje i daljnji rast privatnih investicija. Pozitivan doprinos rastu BDP-a mogla bi dati i državna potrošnja, čiji bi rast mogao iznositi 2,5%, poglavito zbog očekivanog povećanja broja zaposlenih u javnom sektoru te rasta rashoda za intermedijarnu potrošnju. Niži očekivani rast ukupnog izvoza u odnosu na proteklu godinu mogao bi se odraziti na usporavanje rasta uvoza robe i usluga (7,1% u odnosu na 8,1% iz 2017.), ali se unatoč tome očekuje da će negativan doprinos neto inozemne potražnje biti veći nego u 2017. (-1,0 postotni bod, u odnosu na -0,6 postotnih bodova u 2017. godini).

Realni BDP mogao bi se u 2019. nastaviti kretati sličnom dinamikom kao i godinu prije uz projiciranu stopu rasta od 2,8%. Pritom se očekuje intenziviranje investicijske aktivnosti, što odražava očekivanja o povećanim ulaganjima u privatnom i javnom sektoru. Očekuje se i daljnji rast osobne potrošnje, no malo niži u odnosu na ocjenu za 2018. Državna potrošnja također bi mogla pozitivno pridonijeti rastu BDP-a. Iako se tijekom 2019. očekuje niži rast izvoza i robe i usluga u odnosu na prethodnu godinu, inozemna potražnja vjerojatno će i nadalje ostati glavnim pokretačem gospodarskog rasta. U 2019. usporavanje i domaće i inozemne potražnje moglo bi rezultirati nižim rastom ukupnog uvoza, što bi moglo smanjiti negativan doprinos neto inozemne potražnje rastu BDP-a (-0,6 postotnih bodova).

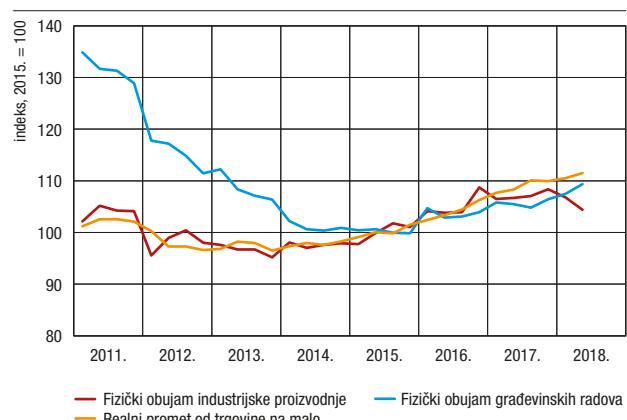
Ocjenuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici uravnoteženi. S jedne strane, rast izvoza turističkih usluga mogao bi biti veći nego što se trenutno očekuje. Također, Vlada RH najavila je daljnje porezno rasterećenje od početka sljedeće godine, što bi moglo imati pozitivan učinak na gospodarsku aktivnost. S druge strane, negativan učinak finansijskih problema u grupi Agrokor na investicijsku aktivnost i osobnu potrošnju mogao bi biti snažniji nego što je trenutno ugrađeno u projekciju, iako taj rizik više nije tako izražen kao

Slika 3.11. Promjena BDV-a
doprinosi godišnjoj promjeni po sastavnicama



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

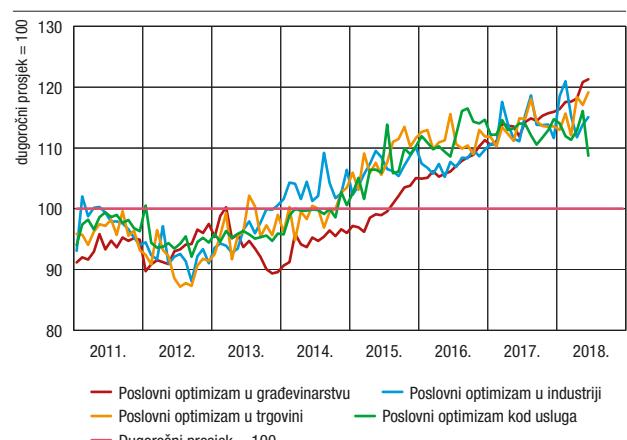
Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti



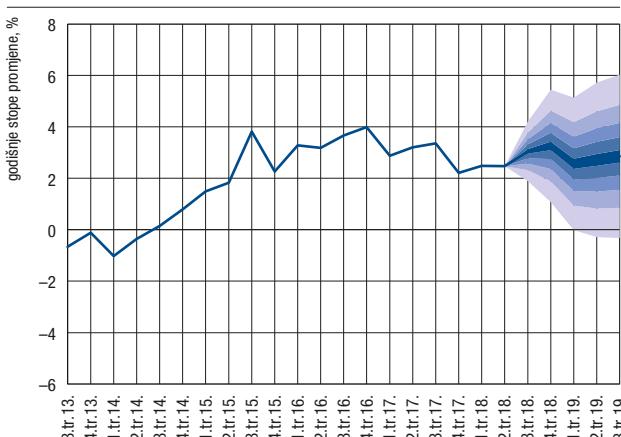
Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesecnih podataka.
Podaci za drugo tromjesečje 2018. za industriju i trgovinu odnose se na travanj.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti



Izvor: Ipsos; HNB (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a

Izvori: DZS; HNB

što je to bio slučaj krajem prošle godine. Nastavak slabosti u poslovanju i drugih nerestrukturiranih domaćih poduzeća mogao bi se negativno odraziti na agregatna izvozna ostvarenja, koja su početkom godine bila slaba. Negativni rizici proizlaze i iz vanjskog okružja, što se uvelike odnosi na jačanje američkoga trgovinskog protekcionizma, kao i političku nestabilnost u Italiji, koja bi mogla rezultirati nižim rastom talijanskoga gospodarstva nego što se trenutno očekuje. Također, relativno slabo korištenje kapitalnih transfera iz fondova EU-a u prošloj i početkom ove godine upućuje na rizike da financiranje projekata sredstvima iz fondova EU-a bude niže nego što je predviđeno sadašnjom projekcijom, što bi rezultiralo i nižim rastom investicija od očekivanog. Naposljetku, potencijalno daljnje povećavanje cijena naftnih derivata moglo bi imati negativan učinak na ukupnu gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj (više o kvantifikaciji učinaka različitih scenarija porasta cijene sirove nafte na domaći BDP vidi u Okviru 2. Mogući učinci porasta cijene sirove nafte na gospodarska kretanja u Hrvatskoj).

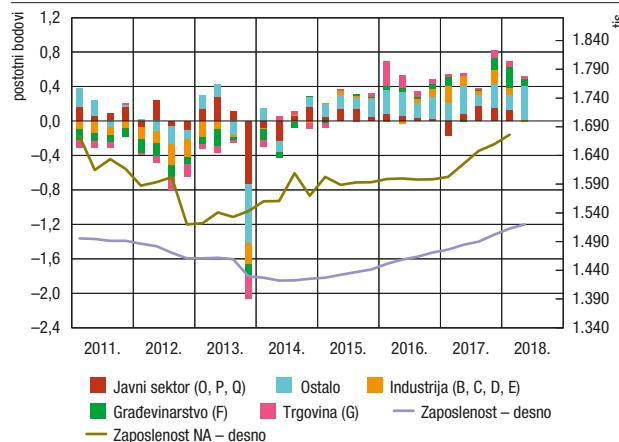
4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

Tijekom drugog tromjesečja 2018. broj zaposlenih osoba povećao se u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca, ali se rast nastavio usporavati na tromjesečnoj razini (Slika 4.1.). U travnju i svibnju zaposlenost je tako porasla za 0,5% u odnosu na prethodno tromjeseče, pri čemu je najsnazniji doprinos rastu broja zaposlenih ostvaren u uslužnim djelatnostima privatnog sektora povezanim s turizmom (djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i trgovina). S druge strane, blagi pad broja zaposlenih u industriji negativno je pridonio kretanju ukupne zaposlenosti u istom razdoblju.

Osim povećanja zaposlenosti, u travnju i svibnju zabilježeno je daljnje smanjivanje broja nezaposlenih osoba, koje se postupno ubrzavalo u prvih pet mjeseci. Tako se prema administrativnim podacima broj nezaposlenih u svibnju 2018. spustio ispod 150 tisuća (prema sezonski prilagođenim podacima). Na smanjenje nezaposlenosti tijekom travnja i svibnja u malo većoj su mjeri utjecali odljevi iz evidencije zbog ostalih razloga (ponajprije brisani zbog nepridržavanja zakonskih odredbi te odjave s evidencije) u usporedbi s novim zapošljavanjem (Slika 4.2.), koji su ujedno bili značajni i na početku godine. Takva se kretanja vjerojatno djelomice mogu povezati s nastavkom iseljavanja radno sposobnog stanovništva (više o emigracijskim tokovima iz Hrvatske vidi u Okviru 3. Dinamika i obilježja emigracije iz Hrvatske i ostalih novih zemalja članica Europske unije prema starijim zemljama članicama).

U skladu s opisanim kretanjem broja nezaposlenih osoba, administrativna stopa nezaposlenosti nastavila se smanjivati te je prema posljednjim dostupnim podacima za travanj iznosila 10,2% (prema desezoniranim podacima), što je za jedan postotni bod niže nego na kraju prosinca 2017. godine (Slika 4.4).¹⁷ I podaci iz ankete o radnoj snazi koji su dostupni za prvo tromjeseće 2018. godine pokazuju da je ostvareno daljnje smanjivanje anketne stope nezaposlenosti, pri čemu se ona snizila na 9,4%

Slika 4.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a
sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene

Napomena: Podaci za drugo tromjeseće 2018. odnose se na travanj i svibanj.
Izvori: Eurostat; HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

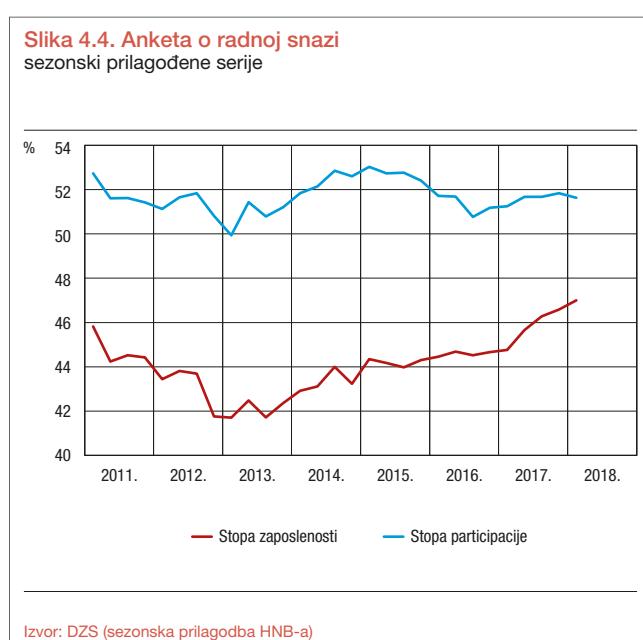
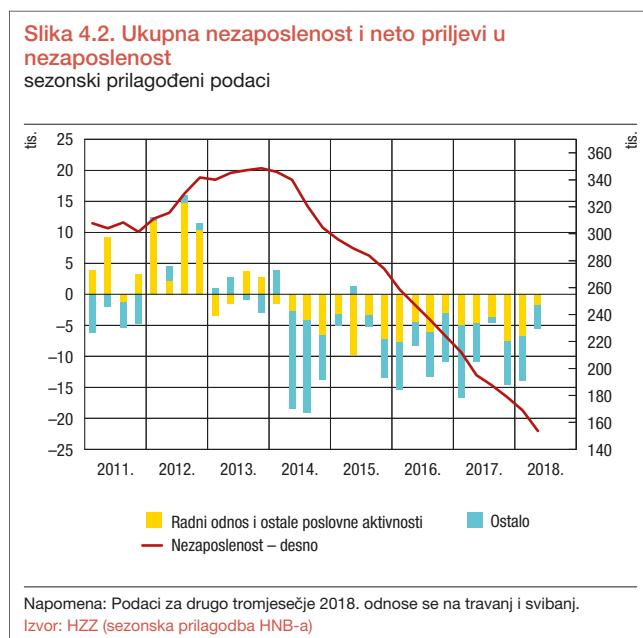
radne snage, s 10,2%, koliko je iznosila u posljednjem tromjesečju 2017. godine (Slika 4.3.).

U skladu sa smanjenjem stope nezaposlenosti podaci iz Ankete o radnoj snazi upućuju na daljnji rast broja zaposlenih osoba, pri čemu je stopa zaposlenosti povećana na 47% u prvom tromjesečju 2018. Stopa participacije u istom razdoblju iznosila je 51,6% (Slika 4.4.).

Plaće i jedinični trošak rada

Na početku drugog tromjesečja rast plaća ponovo se intenzivirao nakon usporavanja početkom godine te je prosječna nominalna bruto plaća tijekom travnja porasla za 1,4% u odnosu na

¹⁷ Prilagodena administrativna stopa nezaposlenosti koja u izračunu umjesto podataka iz obrasca JOPPD, koje prikuplja i obrađuje DZS, rabi podatke o broju osiguranika HZMO-a, dostupna je za travanj i svibanj te je u navedenom razdoblju iznosila 9,2%.

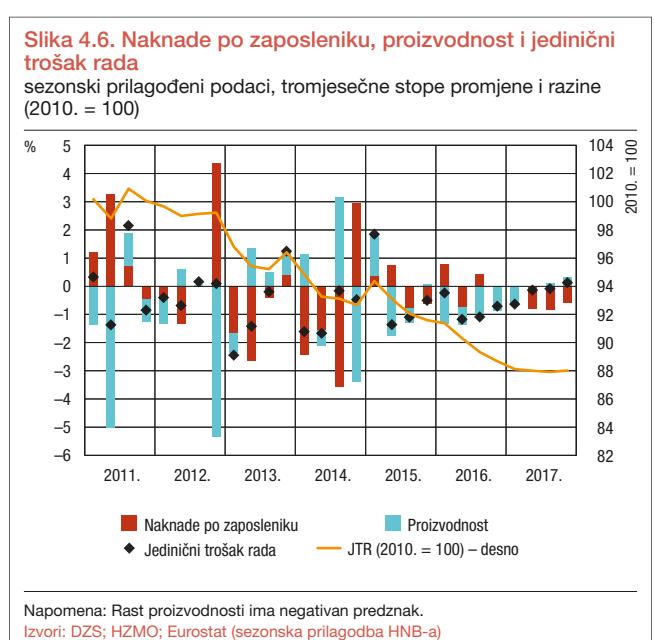
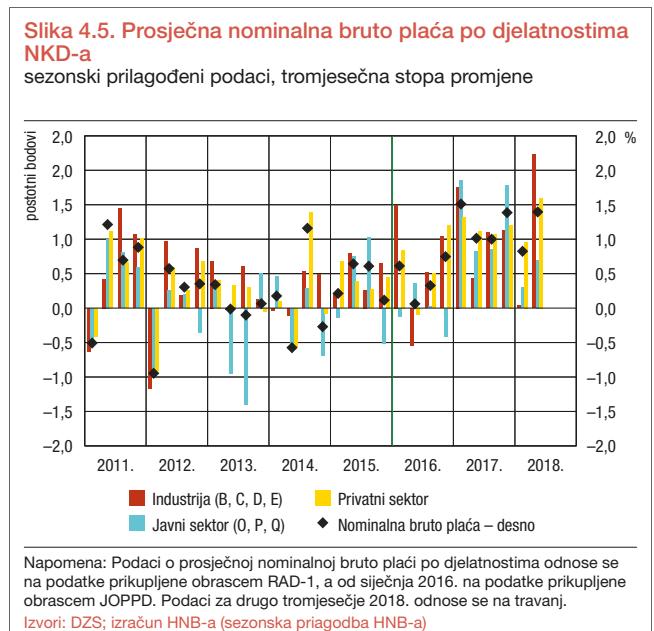


prethodno tromjeseče. Pritom se u navedenom razdoblju prosječna plaća povećala za 1,6% u privatnom sektoru i za 0,7% u javnom sektoru (Slika 4.5.). Rast realnih plaća bio je malo umjereniji s obzirom na to da su u istom razdoblju blago porasle i potrošačke cijene.

Snažan rast plaća na početku 2018. upućuje na to da je jedinični trošak rada porastao u prvom tromjesečju 2018. godine, čime su se nastavila kretanja zabilježena na kraju 2017. godine, kada je nakon dvije godine kontinuiranog smanjivanja jedinični trošak rada počeo rasti (podaci iz nacionalnih računa o naknadama zaposlenicima za prvo tromjeseče 2018. nisu bili dostupni u trenutku pisanja teksta).

Projicirana kretanja

Kretanje broja zaposlenih u prvih pet mjeseci 2018. kao i daljnji očekivani rast gospodarske aktivnosti upućuju na zaključak da bi na razini cijele tekuće godine zaposlenost mogla porasti za 2,2%. Na povoljna očekivanja o kretanju zaposlenosti tijekom ljetnih mjeseci upućuju i podaci iz Ankete o poslovnim očekivanjima (Slika 4.7.), s obzirom na to da se očekuje rast zaposlenosti u svim djelatnostima tijekom sljedeća tri mjeseca,

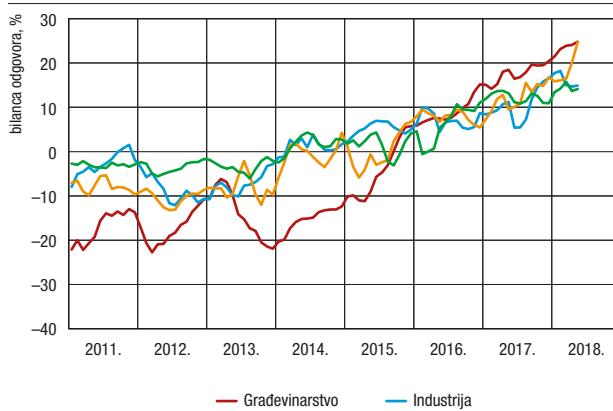


a ponajviše u građevini i trgovini. Istodobno bi se broj nezaposlenih osoba mogao smanjiti, a anketna stopa nezaposlenosti u 2018. mogla bi se sniziti na 9,7%.

Kada je riječ o trošku rada, očekuje se nastavak snažnog rasta bruto plaće u 2018. godini (4,2%). Pritom se čini kako intenziviranje rasta plaća u pojedinim sektorima tijekom prva četiri mjeseca ove godine odražava sve izrazitiji problem manjka radne snage, što se može povezati s iseljavanjem radno sposobnog stanovništva. Rast plaća nastaviti će se i u javnom sektoru zbog cjeelogodišnjeg učinka odluke o povećanju plaća javnim i državnim službenicima iz 2017. Rast realnih plaća tijekom 2018. bit će umjerjeniji (2,5%) u odnosu na nominalne plaće, zbog očekivanog ubrzanja rasta potrošačkih cijena potaknutog rastom cijena sirove nafte na svjetskim tržištima.

U 2019. godini očekuje se nastavak povoljnijih kretanja na tržištu rada. Broj zaposlenih osoba trebao bi se nastaviti povećavati (1,9%), u skladu s očekivanim rastom BDP-a, dok bi se u uvjetima nastavka smanjivanja nezaposlenosti stopa anketne nezaposlenosti mogla spustiti na 8,8%. Plaće bi u 2019. godini mogle rasti sličnim intenzitetom kao i u prethodnoj godini.

Slika 4.7. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)
sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomicni prosjek mjesecnih podataka



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2018. i 2019.

godišnje stope promjene

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Broj zaposlenih – HZMO								
Broj zaposlenih – nacionalni računi	-3,6	-2,6	2,7	1,2	0,3	2,2	2,2	1,9
Stopa nezaposlenosti (anketna)	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	9,7	8,8
Prosječna nominalna bruto plaća	1,0	0,8	0,2	1,3	1,9	3,9	4,2	3,7
Jedinični trošak rada	-1,0	-3,1	-2,6	-0,8	-3,3	-1,8	3,6	2,8
Proizvodnost	1,4	2,2	-2,7	1,1	3,2	0,7	0,6	0,9

Napomena: Godišnje stope promjene broja zaposlenih odnose se na podatke osiguranika HZMO-a, godišnje stope promjene prosječne bruto plaće do 2015. na podatke prikupljene mjesecnim istraživanjem RAD-1, a od 2016. obrascem JOPPD, a godišnje stope promjene jediničnog troška rada i proizvodnosti na podatke iz nacionalnih računa. Pri projekciji jediničnog troška rada (i proizvodnosti) pretpostavlja se da će rast zaposlenika i ukupne zaposlenosti iz nacionalnih računa biti jednak očekivanim rastu osiguranika HZMO-a.

Izvor: DZS; Eurostat; HZMO; projekcija HNB-a

Ovkir 3. Dinamika i obilježja emigracije iz Hrvatske i ostalih novih zemalja članica Europske unije prema starim zemljama članicama

U ovome su okviru sažeti odabrani nalazi provedenog istraživanja emigracijskih tokova iz Hrvatske i drugih novih zemalja članica Europske unije prema starim zemljama članicama u razdoblju od 2000. do 2016. godine.¹⁸ Snažnije iseljavanje stanovništva iz Hrvatske započelo je od pridruživanja Europskoj uniji 2013. godine i otvaranjem tržišta rada drugih zemalja članica. S obzirom na to da službene statistike vrlo teško prate razmjer emigracije zbog metodoloških ograničenja, u okviru analiziramo različite izvore podataka te usporedujemo emigracijske tokove koristeći se podacima nacionalnih statističkih ureda zemalja ishodišta, kao i indirektni emigracijski tokove konstruirane na temelju podataka nacionalnih statističkih ureda odabranih zemalja odredišta. Indirektni emigracijski tokovi upućuju na to da je intenzitet emigracije iz Hrvatske prema starim članicama EU-a naglašeniji u odnosu na podatke koje objavljuje DZS te usporediv s emigracijskim tokovima koji prevladavaju u ekonomski najmanje razvijenim članicama EU-a. Provedena ekonometrijska

analiza pokazala je da osim ukidanja regulatornih prepreka za slobodno kretanje rada na razinu migracija znatno utječe i ekonomski i neekonomski činitelji.

Hrvatska je u srpnju 2013. postala punopravna članica Europske unije, a kao posljedica pristupanja jedinstvenom tržištu, koje jamči slobodu kretanja proizvoda, usluga, kapitala i rada, emigracijski tokovi prema starim zemljama članicama snažno su se povećali.

Ako se analiziraju službeni podaci Državnog zavoda za statistiku o migracijama, vidljivo je kako je Hrvatska odmah nakon izbijanja globalne gospodarske krize od zemlje neto imigracije postala zemlja neto emigracije, pri čemu se nakon pristupanja EU-u i poslijedno djelomičnog¹⁹ otvaranja tržišta rada drugih zemalja članica migracijski saldo znatno pogoršao (Slika 1.).

Detaljni podaci DZS-a o osnovnim sociodemografskim obilježjima migranata pokazuju da su se u cijelom promatranom razdoblju uglavnom podjednako iseljavali i žene i muškarci.

18 Prema radu *Dynamics and Determinants of Migration – The Case of Croatia and Experience of New EU Member State* autora Ivane Draženović, Marine Kunovac i Dominika Pripužića, koji je predstavljen na 24. Dubrovačkoj ekonomskoj konferenciji te dostupan na internetskoj stranici HNB-a.

19 Belgija, Italija, Njemačka i Luksemburg otvorili su svoje tržište rada za radnike iz Hrvatske 2015. godine, a Nizozemska i Ujedinjena Kraljevina u 2018., dok Austrija i nadalje primjenjuje tranzicijske odredbe koje onemogućavaju slobodno kretanje radnika.

Kada je riječ o dobroj strukturi, najveći broj migranata pripada skupini od 25 do 40 godina starosti, ali treba istaknuti da je nakon pristupanja EU-u prosječna dob migranta iz Hrvatske znatno snižena (u 2016. emigrant je imao prosječno 33,6 godina u odnosu na 41,5 godina u razdoblju od 2001. do 2013. godine). Ako se analizira geografsko podrijetlo migranata, pokazuje se da županije u kojima je nezaposlenost veća imaju i veću emigraciju, pri čemu je taj fenomen najizraženiji u istočnoj i središnjoj Hrvatskoj (Slika 2.).

Prema podacima o zemlji odredišta glavna odredišta nakon pristupanja EU-u jesu Njemačka, Austrija i Irska, gdje odlazi gotovo 85% emigranata iz Hrvatske (Slika 3.).

Službeni podaci ostalih novih članica EU-a upućuju na relativnu sličnost migranata iz tih zemalja i Hrvatske prema socio-demografskim obilježjima. Prosječan emigrant iz novih zemalja članica u pravilu je u ranim tridesetim godinama te je mlađi od srednje dobi domicilnog stanovništva, pri čemu je spolna struktura relativno ujednačena. Kao glavno odredište emigranata iz novih zemalja članica prevladava Njemačka, koja je u svim zemljama jedno od tri najprivlačnija odredišta, a slijede je Austrija i Ujedinjena Kraljevina.

U literaturi o migracijama navodi se da u većini slučajeva službeni podaci o emigraciji u zemlji ishodišta (koji se zasnivaju na samoodjavama emigranata) podcjenjuju stvarnu emigraciju, zbog relativno složene administrativne procedure, izostanka pozitivnih poticaja za odjavu te mogućega gubitka određenih socijalnih prava. Stoga su prikupljeni i statistički podaci o emigrantima iz Hrvatske i ostalih novih članica Europske unije u odredišnim zemljama zapadne Europe. S obzirom na to da zrcalne statistike odredišne zemlje mogu precijeniti opseg migracija ako se pri definiranju podrijetla emigranata primjenjuje kriterij državljanstva, prednost je imao "uži" obuhvat, odnosno kriterij zemlje rođenja ili zemlje prethodnog prebivališta umjesto kriterija državljanstva.²⁰ Na ovaj se način minimizirao utjecaj migranata koji imaju dvojno državljanstvo (primjerice mogu potjecati iz BiH, ali zbog hrvatskog državljanstva mogu biti registrirani kao migranti iz Hrvatske). Ipak, nije moguće u potpunosti isključiti utjecaj dvojnog državljanstva na emigracijske tokove, pa je zrcalne statistike potrebno promatrati kao moguću gornju granicu ukupnih emigracijskih tokova.

Kada je riječ o Hrvatskoj, indirektni emigracijski tokovi upućuju na zнатне razlike u ukupnoj emigraciji iz Hrvatske prema stalnim članicama EU-a u razdoblju od 2013. do 2016. godine. Iz Hrvatske se prema zrcalnim statistikama u spomenutom razdoblju iselilo 230 tisuća emigranata u 11 zemalja EU-a, dok ukupna emigracija prema podacima DZS-a iznosi 102 tisuće.^{21, 22} Ipak, očekuje se da će ova razlika u nadolazećem razdoblju biti manja, ponajviše zbog izmjena porezne regulative od početka 2017. godine kojom se pojedince potiče da reguliraju svoju poreznu rezidentnost kako bi izbjegli dvostruko oporezivanje dohotka (neslužbeni podaci upućuju na to da je u 2017. iz Hrvatske emigriralo oko 80 tisuća ljudi, što je usporedivo s brojkama koje proizlaze iz zrcalnih statistika za 2015. i 2016. godinu).²³

Usporedba indirektnih emigracijskih tokova u novim

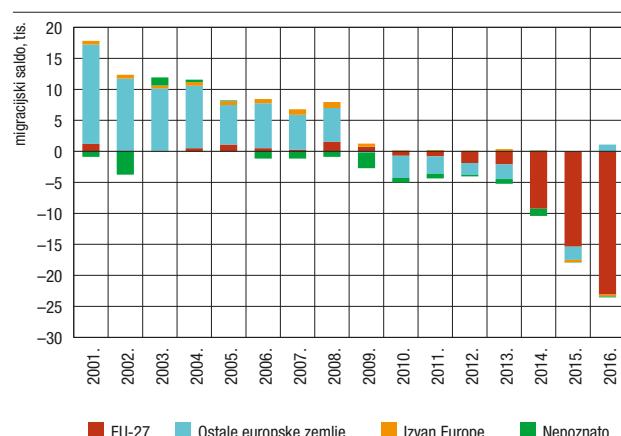
20 Kriterij zemlje rođenja primijenjen je za Nizozemsку, Italiju, Ujedinjenu Kraljevinu i Belgiju, kriterij zemlje prethodnog prebivališta za Njemačku i Dansku, a kriterij državljanstva za Švedsku, Finsku, Luksemburg i Austriju.

21 Zbog dostupnosti podataka zrcalne su statistike prikupljene za 11 starih članica EU-a: Austrija, Belgija, Danska, Finska, Njemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Švedska, Velika Britanija.

22 Indirektnе statistike upućuju i na povećanje broja povratak migranata u Hrvatsku. Neto emigracija iz Hrvatske prema podacima nacionalnih statističkih ureda županija odredišta mogla bi od 2013. do 2016. iznositi oko 150 tisuća.

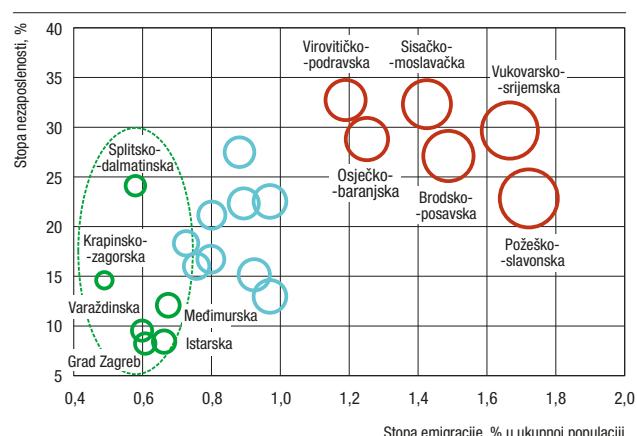
23 [https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/kolinda-opet-kritizirala-vladu-reklisu-da-preterujem-kad-sam-rekla-da-smo-u-izvanrednom-stanju-nema-se-vise-vremena-treba-nam-konkretn-plan/7250496/](https://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/kolinda-opet-kritizirala-vladu-reklisu-da-preterujem-kad-sam-rekla-da-smo-u-izvanrednom-stanju-nema-se-vise-vremena-treba-nam-konkretn-plan/)

Slika 1. Neto iseljavanje stanovništva Hrvatske razlika doseljenog i odseljenog stanovništva



Izvor: DZS

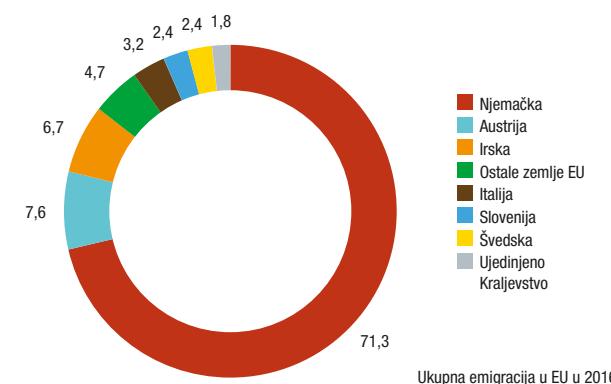
Slika 2. Stopa nezaposlenosti i udio emigranata po županijama u 2016.



Napomena: Veličina kruga odražava postotni udio emigranata u stanovništvu županije.

Izvor: DZS

Slika 3. Emigracija iz Hrvatske prema zemlji odredišta u 2016.



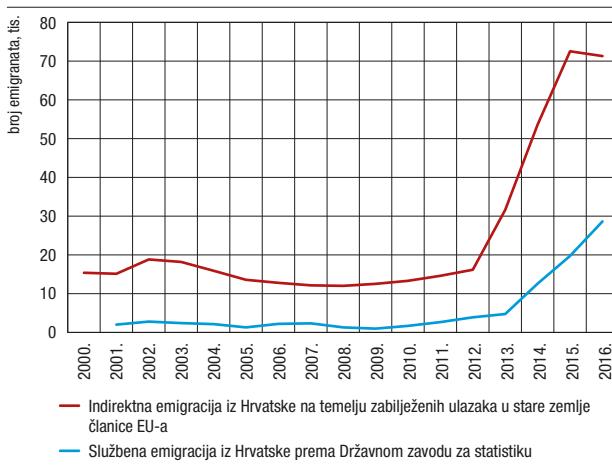
Napomena: Njemačka i Italija primjenjivale su prijelazne odredbe o slobodnom kretanju za hrvatske građane do 2015., a Ujedinjena Kraljevina do lipnja 2018., dok Austrija i nadalje primjenjuje te odredbe.

Izvor: DZS

zemljama članicama EU-a pokazala je da je odljev stanovništva iz Hrvatske usporediv s odljevom iz manje razvijenih novih članica EU-a poput Bugarske i Rumunjske (Slika 5.). Zrcalne statistike također upućuju na to da porast emigracije iz novih prema starim članicama EU-a nije kratkotrajna pojava, jer se viša razina emigracija u većini članica održala na novim višim razinama. Ipak, moguće je da je na navedenu dinamiku migracije utjecala globalna ekonomska kriza, koja je snažno utjecala na gotovo sve zemlje u uzorku u promatranom razdoblju. Kako bi se utvrdilo što potiče emigracijske trendove, provedena je formalna ekonometrijska analiza.

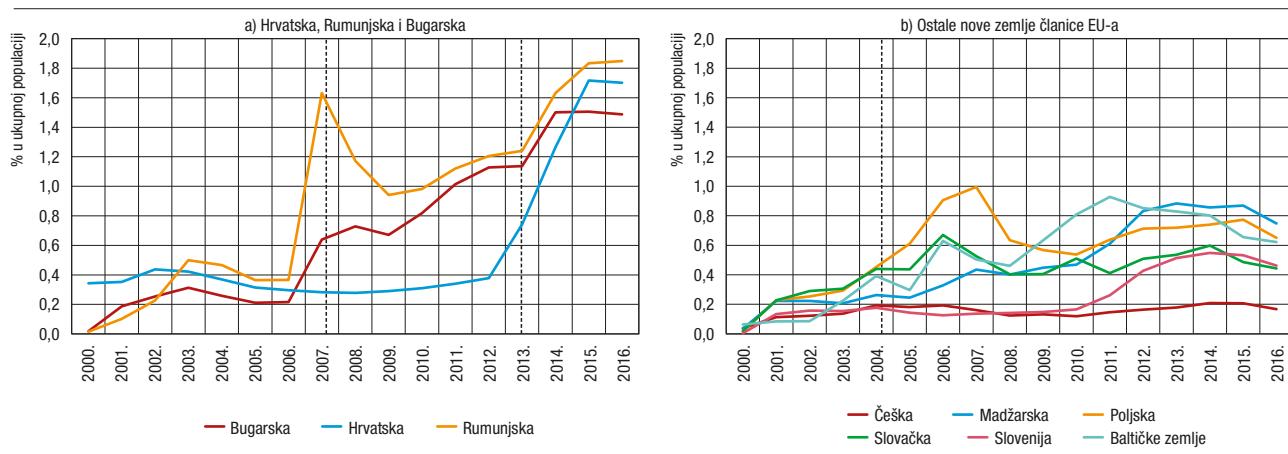
Rezultati ekonometrijske analize primjenom gravitacijskog modela pokazali su da je ukidanje regulatornih barijera za slobodno kretanje rada prema ostalim članicama EU-a koje slijedi nakon pristupanja Europskoj uniji najvažniji činitelj emigracije iz novih u stare članice EU-a u promatranom razdoblju, čime se podiže razina emigracije u rasponu između 30% i 60%, ovisno o specifikaciji korištenih modela. Osim toga, na odluke o migracijama utječu i ekonomski činitelji (dugoročni i kratkoročni), ali i kvaliteta institucija i obrazovna struktura populacije zemlje ishodišta.

Slika 4. Usporedba indirektne i registrirane emigracije iz Hrvatske



Izvor: DZS; nacionalni statistički uredi starih članica EU-a

Slika 5. Emigrantski tokovi iz novih članica EU-a prema zrcalnim statistikama 11 starih članica EU-a



Napomena: Isprekidane linije označuju godinu ulaska u EU.

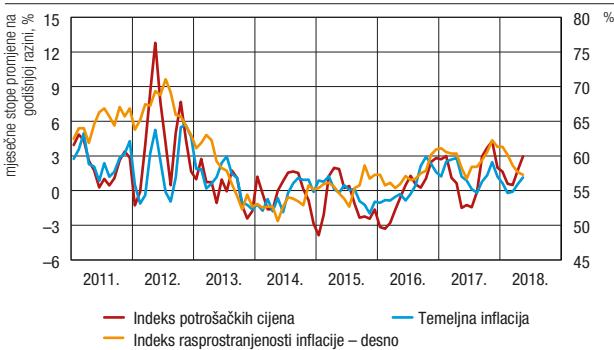
Izvor: Nacionalni statistički uredi starih članica EU-a

5. Inflacija

Inflacija potrošačkih cijena ubrzala se tijekom prvih pet mjeseci 2018. Pritisak na rast cijena pretežno je dolazio iz vanjskog okružja, tj. od rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Naučanje inflatornih pritisaka upućuju i pokazatelji tekućega kretanja ukupne i temeljne inflacije, koji su osjetno porasli nakon ožujka (Slika 5.1.). Indeks rasprostranjenosti inflacije istodobno se smanjio, što pokazuje da se u ukupnom broju proizvoda smanjio broj proizvoda čije su cijene rasle, premda nije zamjetno odstupao od prosječne razine u prošloj godini.

Godišnja se stopa inflacije potrošačkih cijena povećala s 1,2% u prosincu na 1,9% u svibnju, nakon što se u veljači spustila na 0,8%. Temeljna se inflacija usporila, s 1,4% u prosincu na 0,7% u veljači te se na spomenutoj razini zadрžala do svibnja. Do usporavanja temeljne inflacije доšло je pretežito zbog pada godišnje stope promjene cijena odjeće i obuće, nekih prehrambenih proizvoda (osobito mesa i mlijeka), ugostiteljskih usluga i cijena motornih vozila. Godišnja stopa promjene proizvođačkih cijena

Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



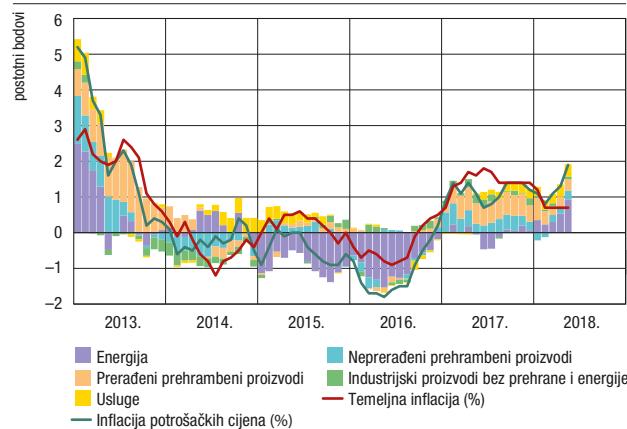
Napomena: Mjesečna stopa promjene izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosječa sezonski prilagođenih indeksa potrošačkih cijena. Indeks rasprostranjenosti inflacije prikazan je šestomjesečnim pomičnim prosjekom. Indeks rasprostranjenosti inflacije pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda, a zasnova se na mjesечnim stopama promjene izvedenima iz sezonski prilagođenih komponenta harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

industrije (bez energije) također se smanjila, s 1,0% u prosincu na 0,0% u svibnju, ponajviše zbog pada cijena u proizvodnji netrajnijih proizvoda za široku potrošnju, poput hrane i pića. Takva kretanja vjerojatno zrcale pojeftinjenje tih proizvoda na svjetskom tržištu u drugoj polovini 2017., koje se s određenim vremenskim pomakom prelilo na proizvođačke cijene na domaćem tržištu.

Gledano po glavnim komponentama, porastu godišnje stope inflacije u prvih pet mjeseci 2018. najviše su pridonijele cijene energije (Slika 5.2.). Pritom se doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji povećao s 0,1 postotnog boda u prosincu na 0,9 postotnih bodova u svibnju. Tome je ponajviše pridonijelo povećanje cijena naftnih derivata, zbog poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu, i isčezavanja učinka smanjenja cijena električne energije početkom 2017. na godišnju stopu promjene tih cijena. Nadalje, povećao se i doprinos cijena usluga ukupnoj godišnjoj stopi inflacije, premda u znatno manjoj mjeri. Glavni razlog za

Slika 5.2. Godišnja stopa inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Napomena: Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije niti cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

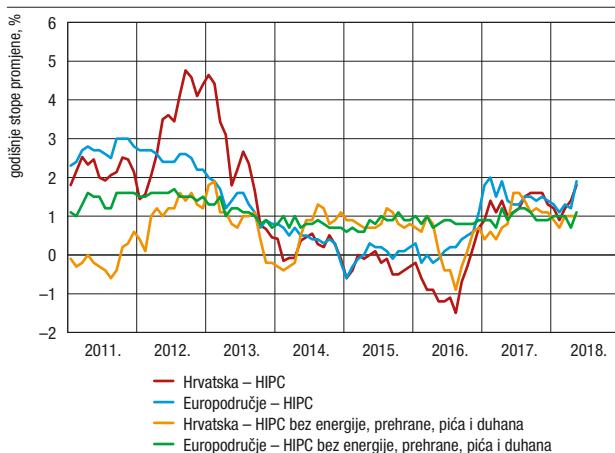
godišnje stope promjene

	XII. 2016.	III. 2017.	VI. 2017.	IX. 2017.	XII. 2017.	III. 2018.	V. 2018.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente							
Ukupni indeks	0,2	1,1	0,7	1,4	1,2	1,1	1,9
Energija	-1,1	-0,1	-2,8	0,5	0,4	1,8	5,6
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	1,7	4,2	2,2	4,5	2,6	2,1	2,6
Prerađeni prehrambeni proizvodi	1,0	2,8	2,3	2,8	2,0	1,1	1,4
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	0,2	0,3	0,8	0,1	0,8	0,3	0,3
Usluge	-0,1	-0,1	0,8	0,9	1,0	1,0	1,3
Ostali cjenovni pokazatelji							
Temeljna inflacija	0,5	1,4	1,8	1,4	1,4	0,7	0,7
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	-0,1	1,1	0,4	2,2	2,1	1,2	2,9
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	-0,9	0,1	0,5	0,9	1,0	0,5	0,0
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	0,7	1,1	1,1	1,6	1,3	1,2	1,8
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	0,6	1,0	1,0	1,6	1,2	1,1	1,7

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: DZS; Eurostat

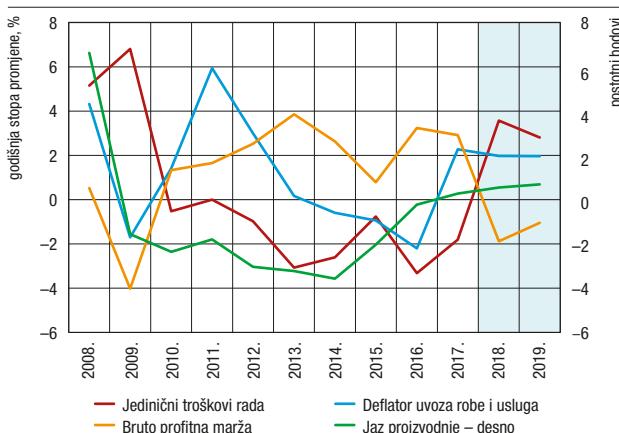
to bilo je povećanje godišnje stope promjene cijena komunikacije i prijevoza te nestajanje učinka pada cijena odvoza smeća i otpada početkom 2017. na godišnju stopu promjene tih cijena.

Prerađeni prehrabeni proizvodi i industrijski proizvodi bez hrane i energije sastavnice su čiji se doprinos ukupnoj godišnjoj stopi inflacije smanjio u prvih pet mjeseci 2018. godine. Pad doprinosa prerađenih prehrabnih proizvoda ponajviše je posljedica iščezavanja učinka poskupljenja mlijeka te ulja i masti u prvih pet mjeseci 2017. Cijene maslaca na domaćem tržištu snizile su se također u tekucem razdoblju, no i dalje su osjetno više nego u svibnju 2017. Takva kretanja zrcale pad cijena maslaca na tržištu EU-a u posljednjem tromjesečju 2017., koje su od veljače, međutim, ponovno počele rasti. Nadalje, na smanjenje doprinosa industrijskih proizvoda bez hrane i energije ponajviše je utjecalo spomenuto kretanje cijena odjeće i obuće te motornih vozila, čije se pak cijene smanjuju kontinuirano od početka godine. Godišnja stopa promjene cijena neprerađenih prehrabnih proizvoda u svibnju je bila ista kao u prosincu. Pritom je povećanje godišnje stope promjene cijena poljoprivrednih proizvoda bilo poništeno padom godišnje stope promjene cijena mesa, čemu je možda pridonio i osjetan pad cijena svinjetine na tržištu EU-a.

Inflacija u europodručju također se ubrzala, i to s 1,4% u prosincu na 1,9% u svibnju (Slika 5.3.). Tome su, isto kao u Hrvatskoj, ponajviše pridonijele cijene energije, zbog poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu. Osjetno se povećao i doprinos cijena usluga te u znatno manjoj mjeri cijena prerađenih i neprerađenih prehrabnih proizvoda, dok se doprinos cijena industrijskih proizvoda bez hrane i energije smanjio. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, ubrzala se s 0,9% u prosincu na 1,1% u svibnju, ponajviše zbog rasta cijena usluga.

U Hrvatskoj se godišnja stopa inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) povećala s 1,3% u prosincu na 1,8% u svibnju. Glavni razlog za to bilo je ubrzanje godišnjeg rasta cijena energije, poglavito zbog spomenutog poskupljenja naftnih derivata i iščezavanja učinka smanjenja cijena električne energije početkom 2017. Inflacija je tako u svibnju u Hrvatskoj bila za 0,1 postotni bod niža nego u europodručju, isto koliko i u prosincu. Temeljna inflacija, mjerena HIPC-om, a koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, u Hrvatskoj se blago usporila, s 1,1% u prosincu na 1,0% u svibnju, odnosno bila je tek neznatno niža od one u europodručju.

Slika 5.4. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



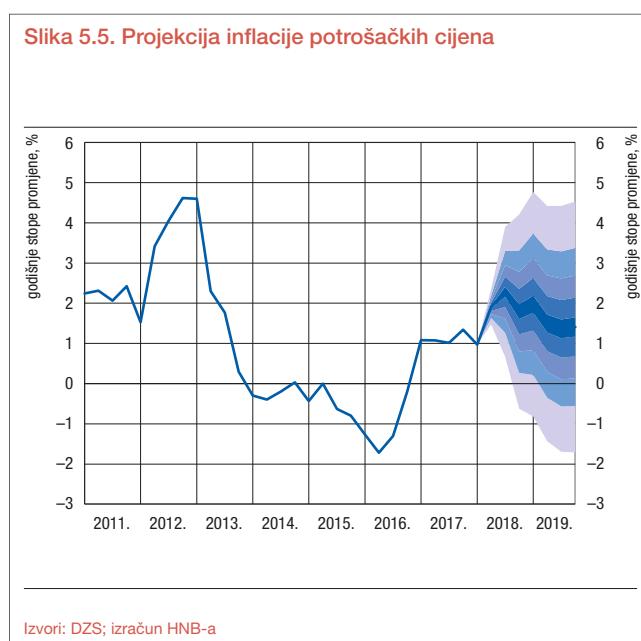
Napomena: Bruto profitna marža izračunata je kao razlika godišnje stope promjene deflatora BDP-a i godišnje stope promjene jediničnih troškova rada.

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Projicirana kretanja

Za 2018. prognozirano je povećanje prosječne godišnje inflacije na 1,7%, s 1,1% u 2017., i to ponajviše zbog znatnog ubrzanja godišnjeg rasta cijena energije. Uz to očekuje se blago povećanje doprinosa indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije, dok bi se doprinos cijena hrane ukupnoj inflaciji mogao smanjiti u usporedbi s 2017. Projicirano povećanje godišnje stope promjene cijena energije u znatnoj je mjeri rezultat rasta maloprodajnih cijena naftnih prerađevina na domaćem tržištu zbog poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu u prvoj polovini ove godine. Ocjenjuje se da bi sredinom godine doprinos naftnih derivata ukupnoj inflaciji mogao dosegnuti približno 1,0 postotni bod. Kretanje cijena sirove nafte tipa Brent na terminskom tržištu upućuje na blagi pad tih cijena u drugom polugodištu 2018. Projicirano ubrzanje godišnjeg rasta potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2018. odražava pretežno indirektne učinke prijašnjeg poskupljenja sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu te domaće činitelje, kao što su očekivano povećanje jediničnih troškova rada i rast osobne potrošnje, koji podržavaju povoljna kretanja na tržištu rada, odnosno smanjenje nezaposlenosti i rast plaća. S druge strane, projicirano usporavanje prosječnoga godišnjeg rasta cijena hrane u 2018. odraz je ponajviše iščezavanja učinka snažnog poskupljenja povrća početkom 2017., a djelomično i negativnog prijenosa zbog zamjetnog pojefitnjenja određenih prehrabnih proizvoda krajem 2017. (mlijeka i mliječnih prerađevina te ulja i masti). Ipak, postoje određeni pritisci na rast cijena hrane koji dolaze od poskupljenja cijena prehrabnih sirovina na svjetskom tržištu u prvoj polovini 2018. tako da se krajem tekuće godine očekuje viša godišnja stopa rasta cijena hrane u usporedbi s onom zabilježenom krajem 2017.

Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena mogla bi se u 2019. sniziti na 1,6%. Tome bi najviše moglo pridonijeti usporavanje godišnjeg rasta cijena energije (osobito naftnih derivata). To bi moglo biti posljedica kretanja na svjetskom tržištu, na kojem se u 2019. očekuje smanjenje prosječne cijene barela sirove nafte tipa Brent. S druge strane, za 2019. projicirano je ubrzanje godišnjeg rasta cijena hrane, na koje bi moglo djelovati očekivano blago poskupljenje prehrabnih proizvoda na svjetskom tržištu. Prosječni godišnji rast indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogao bi se nastaviti blago ubrzavati (na 1,3%) u uvjetima očekivanog ubrzanja temeljne inflacije u europodručju, povećanja pozitivnog jaza domaćeg proizvoda i prelijevanja



prijašnjeg povećanja cijena naftnih derivata na cijene proizvoda u čijoj se proizvodnji oni dosta upotrebljavaju. Osim toga, rast jediničnih troškova rada u domaćem bi gospodarstvu u 2019. i dalje mogao biti razmjerne snažan, premda nešto slabijeg intenziteta nego u 2018.

Ocjenuje se da su uravnoteženi rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane. Rizici koji bi mogli pridonijeti tome da stopa inflacije bude viša od prognozirane odnose se na mogući snažniji rast cijena nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu, zbog jačanja geopolitičkih napetosti i daljnjih poremećaja u isporuci sirove nafte iz ključnih proizvođača Irana i Venezuele, a u kratkom roku i zbog jačanja trgovinskog protekcionizma. Isto tako, nepovoljne vremenske prilike mogle bi utjecati na snažniji rast cijena poljoprivrednih proizvoda. Rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju od projicirane jesu niže cijene sirove nafte i ostalih sirovina (u slučaju mogućega izraženijeg usporavanja globalnoga gospodarskog rasta i/ili većeg porasta proizvodnje nafte od očekivanog, posebice u SAD-u). Osim toga, na niže ostvarenje inflacije u 2019. mogle bi djelovati administrativne mjere, primjerice druga faza porezne reforme, koja bi prema najavama mogla uključivati porezno rasterećenje poduzetnika i/ili građana.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Manjak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u prvom se tromjesečju 2018. znatno povećao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Tome su poglavito pridonijela nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog pada izvoza. Iako u znatno manjoj mjeri, pogoršao se i saldo u međunarodnoj razmjeni usluga. Istodobno je saldo na računu primarnog dohotka, kao i zbroj salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija, stagnirao. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, u prvom je tromjesečju 2018. višak na tekućem i kapitalnom računu iznosio 3,6% BDP-a (odnosno 2,9% BDP-a isključujući li se jednokratni učinci Agrokora na dobit banaka).

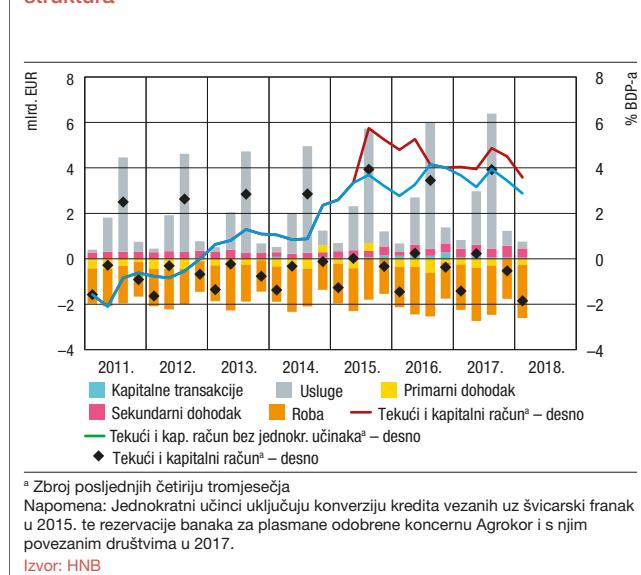
Vanjska trgovina i konkurentnost

Prema podacima DZS-a manjak u robnoj razmjeni s

inozemstvom u prvom se tromjesečju 2018. povećao za više od četvrtine u odnosu na isto razdoblje prethodne godine²⁴. Izrazito nepovoljnim kretanjima u robnoj razmjeni uvelike je pridonijelo pogoršanje salda u razmjeni medicinskih i farmaceutskih proizvoda, kao i povećanje manjka u razmjeni nafte i naftnih derivata, što se uglavnom može objasniti rastom uvezenih količina, a tek manjim dijelom višim cijenama. Osim toga, zamjetno se pogoršao saldo u razmjeni cestovnih vozila i brodova. Istodobno je poboljšanje salda ostvareno tek među nekoliko kategorija proizvoda, pri čemu se može izdvajati razmjena električnom energijom te zemnim i industrijskim plinom.

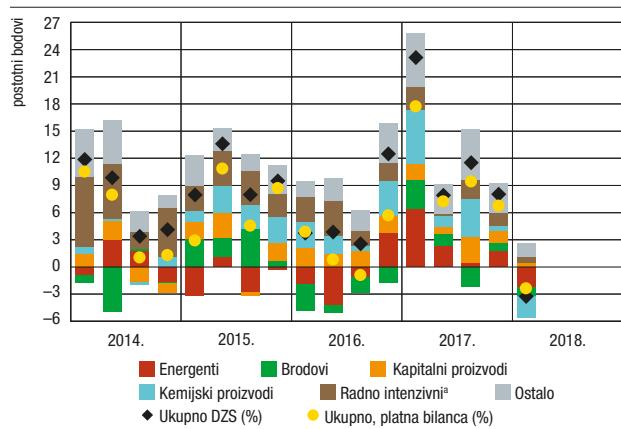
Ukupan se robni izvoz u prva tri mjeseca 2018. smanjio za 3,0% na godišnjoj razini, što je prije svega posljedica nepovoljnog učinka baznog razdoblja s obzirom na izrazito snažan rast izvoza (za 25,7%) u istom razdoblju lani. Prošlogodišnjem rastu izvoza poglavito su pridonijeli energeti, medicinski i farmaceutski proizvodi te ostala prijevozna sredstva (uglavnom brodovi). Upravo ti proizvodi najviše pridonose ovogodišnjem padu izvoza. Pritom je posebno vidljivo smanjenje izvoza električne energije u Bosnu i Hercegovinu, zatim smanjenje izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda u SAD te brodova u Švedsku i Cipar. Isključujući li se energeti, medicinski i farmaceutski proizvodi te brodovi, robni se izvoz u prva tri mjeseca 2018. povećao za 3,9% na godišnjoj razini, no to je i dalje zamjetno usporavanje u usporedbi s prošlogodišnjim ostvarenjima. Takva se kretanja mogu objasniti slabljenjem gospodarske aktivnosti u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima početkom godine, pogotovo u Njemačkoj, što je nepovoljno utjecalo na izvozne rezultate i drugih zemalja Srednje i Istočne Europe. Prvi podaci o kretanju robne razmjenе s inozemstvom za travanj 2018. pokazuju snažan rast hrvatskoga robnog izvoza, za 16,1% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Slika 6.1. Saldo na tekućem i kapitalnom računu i njegova struktura



24 Godišnji rast manjka na računu robe prema platnobilančnim je podacima bio slabiji i iznosio je 17,4%, s obzirom na to da su prilagodbe podataka za potrebe sastavljanja platne bilance rezultirale nešto blažim smanjenjem izvoza robe te sporijim rastom uvoza robe početkom godine u odnosu na podatke vanjskotrgovinske statistike DZS-a.

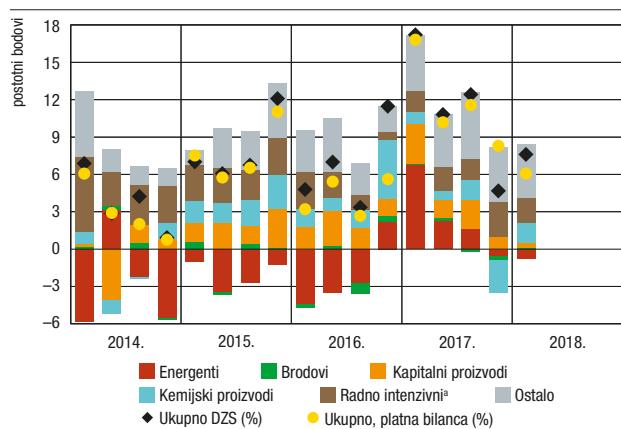
Slika 6.2. Robni izvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



^a Radno intenzivni proizvodi uključuju (prema SMTK-u): tekstil, odjeću, obuću, kožu, papir, plut i drvo, pokućstvo, proizvode od metala i nemetala, montažne zgrade te nerazvrstane gotove proizvode.

Izvor: DZS; HNB

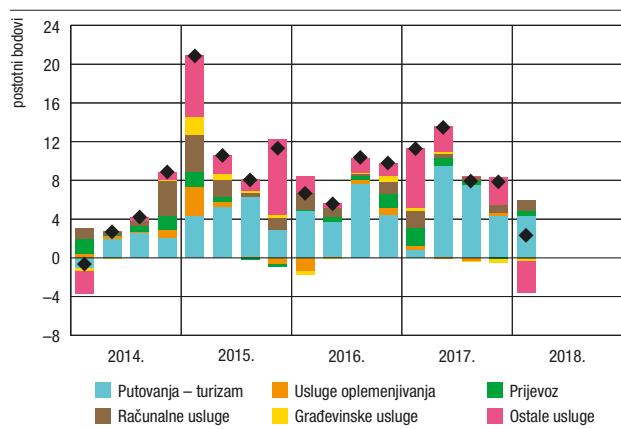
Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



^a Radno intenzivni proizvodi uključuju (prema SMTK-u): tekstil, odjeću, obuću, kožu, papir, plut i drvo, pokućstvo, proizvode od metala i nemetala, montažne zgrade te nerazvrstane gotove proizvode.

Izvor: DZS; HNB

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

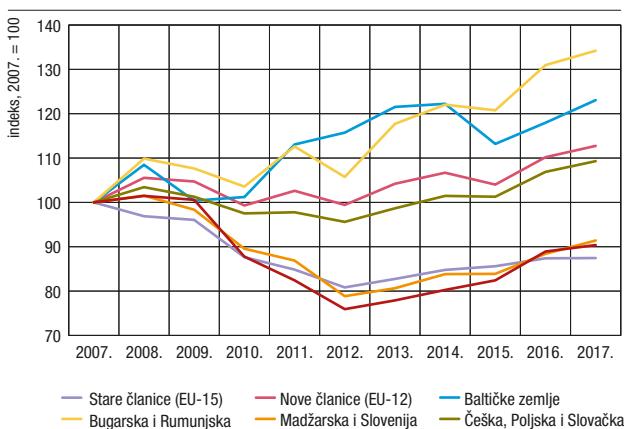
Nasuprot tome, nastavio se relativno snažan rast robnog uvoza, zahvaljujući povoljnim kretanjima na tržištu rada i jačanju osobne potrošnje, iako je u odnosu na prošlu godinu zabilježeno zamjetno usporavanje rasta uvoza. Tako je u prvom tromjesečju 2018. ukupan robni uvoz porastao za 7,6% na godišnjoj razini, unatoč manjem uvozu energenata. Naime, snažan rast uvoza nafte i naftnih derivata nadomjestio je još izraženiji pad uvoza električne energije. Istodobno je rast uvoza suženog agregata (bez energenata) iznosio 9,8% te je bio široko rasprostranjen. Pritom treba izdvijiti rast uvoza cestovnih vozila iz Češke i Francuske, proizvoda metalske industrije iz Italije, Njemačke i Rusije, medicinskih i farmaceutskih proizvoda iz Južne Koreje te znanstvenih i kontrolnih instrumenata iz Kine.

Osim u robnoj razmjeni s inozemstvom, nepovoljna su kretanja zabilježena i u međunarodnoj razmjeni usluga. U prvom se tromjesečju 2018. neto izvoz usluga smanjio otrprilike za petinu u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pod utjecajem nižih neto prihoda od usluga putovanja i ostalih usluga. Naime, nastavio se snažan rast turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu, koji je premašio rast prihoda od potrošnje stranih gostiju. Dok su rashodi od usluga putovanja u prva tri mjeseca 2018. porasli za 40,9% na godišnjoj razini, prihodi od usluga putovanja istodobno su porasli za 13,7%, na što su značajno utjecali i raniji uskrsni blagdani u odnosu na prethodnu godinu. Fizički pokazatelji u turizmu također su se zamjetno poboljšali. Broj dolazaka i noćenja stranih gostiju u komercijalnim smještajnim kapacitetima povećao se gotovo za četvrtinu odnosno za trećinu, čemu su poglavito pridonijeli turisti iz Njemačke i Austrije. Kada je riječ o drugim uslugama, pogoršanje salda ostvareno je u razmjeni osobnih usluga te usluga kulture i razonode, zatim usluga popravaka te usluga istraživanja i razvoja.

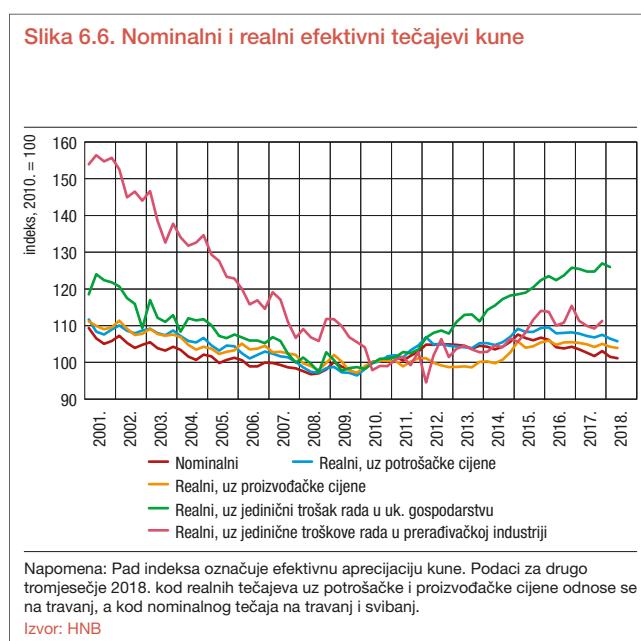
Unatoč povoljnim kretanjima turizma, nepovoljni rezultati robnog izvoza početkom godine mogli bi se početi nepovoljno odražavati na hrvatski udio na svjetskom tržištu, koji snažno raste posljednjih nekoliko godina. Premda Hrvatska već petu godinu zaredom bilježi rast tržišnog udjela zahvaljujući zamjetnom intenziviranju robnog izvoza od ulaska u EU i kontinuiranom rastu prihoda od turizma, još uvijek nisu nadoknađeni veliki gušći nastali u godinama nakon izbijanja krize.

Pad robnog izvoza u prvom tromjesečju 2018. bio je praćen i blagim pogoršanjem cjenovne i troškovne konkurentnosti izvoza. Naime, realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke i proizvođačke cijene blago su aprecirali u prvom tromjesečju, a sličan

Slika 6.5. Tržišni udio u svjetskom izvozu robe i usluga



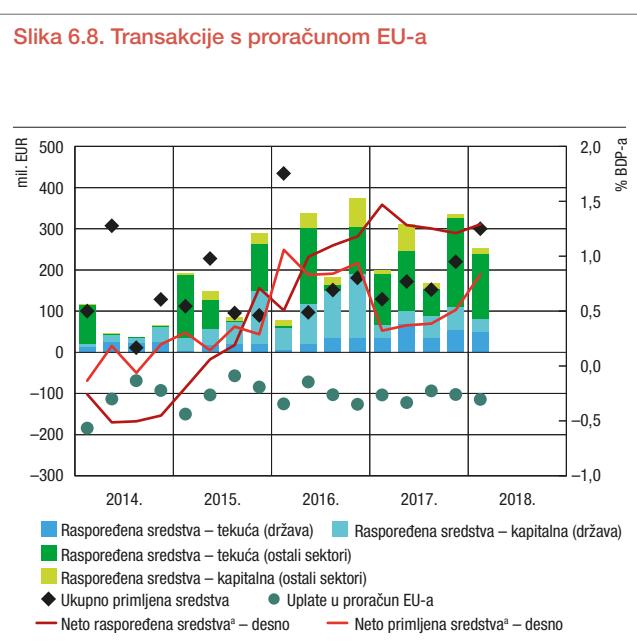
Izvor: Eurostat



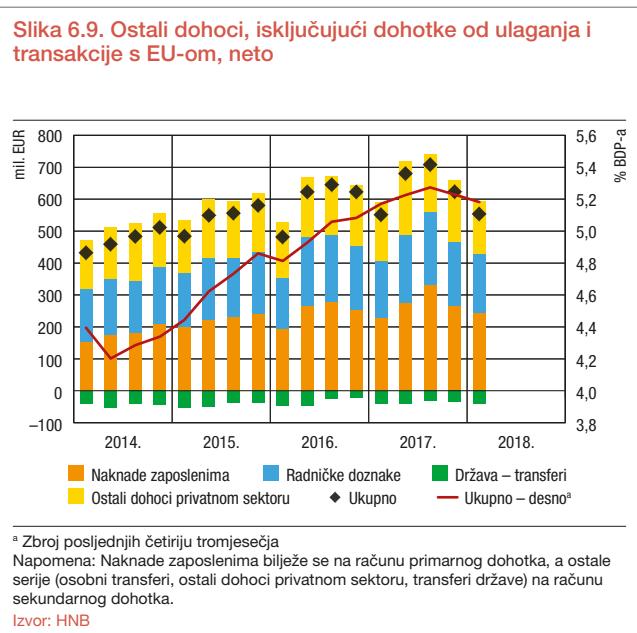
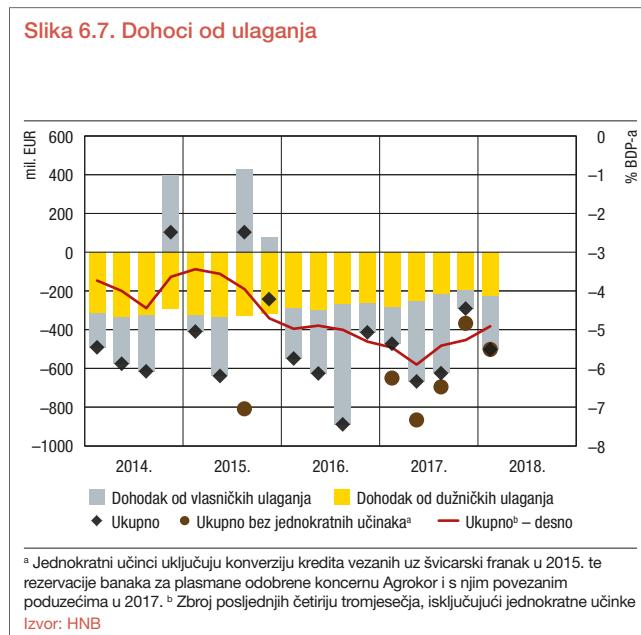
se trend nastavio i početkom drugog tromjesečja. Razlog tome bila je aprecijacija nominalnoga efektivnog tečaja kune, koju je tek donekle ublažilo nešto povoljnije kretanje domaćih cijena u odnosu na cijene hrvatskih glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Ipak, troškovna konkurentnost hrvatskog izvoza i dalje je povoljnija nego prije nekoliko godina.

Dohoci i transakcije s EU-om

Manjak na računu primarnog dohotka u prvom se tromjesečju 2018. zadržao na istoj razini kao prethodne godine. Naime, povećanje neto rashoda na osnovi vlasničkih ulaganja nadomjestili su smanjenje neto rashoda na osnovi dužničkih ulaganja i daljnji rast neto prihoda od naknada zaposlenima u inozemstvu. Kada je riječ o dohocima od izravnih vlasničkih ulaganja, prihodi od ulaganja rezidenata u inozemstvo smanjili su se, posebno zbog slabijih poslovnih rezultata u djelatnosti trgovine na veliko. Istodobno se dobit domaćih poslovnih subjekata u vlasništvu ne-rezidenata povećala, poglavito u finansijskoj djelatnosti (prošle su godine nepovoljno na dobit banaka djelovale rezervacije za plasmane odobrene koncernu Agrokor i s njim povezanim društvima). S druge strane, zbog smanjenja kamatnih stopa i niže



Napomena: Od ukupnih sredstava primljenih iz fondova EU-a na tekućem i kapitalnom računu platne bilance bilježe se samo sredstva koja su raspoređena i isplaćena krajnjim korisnicima, dok se sredstva koja su primljena, ali nisu raspoređena, bilježe na finansijskom računu. Uplate u proračun EU-a na grafikonu su prikazane s negativnim predznakom. Pozitivna vrijednost neto primljenih i neto raspoređenih sredstava znači višak nad uplatama u proračun EU-a.



razine duga, smanjili su se troškovi kamata po inozemnom dugu domaćih sektora, posebno nefinansijskih poduzeća (čemu je uvelike pridonio prestanak obračunavanja kamata na stari inozemni dug Agrokora).

Ukupni neto prihodi od transakcija s proračunom EU-a u prva su tri mjeseca 2018. blago porasli u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom je krajnjim korisnicima isplaćeno nešto više sredstava tekuće namjene, dok je iznos isplaćenih sredstava kapitalne namjene stagnirao. Promotre li se kumulativna ostvarenja, višak iskorištenih sredstava iz fondova EU-a nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, iznosio je 1,3% BDP-a, što je blagi rast u odnosu na kraj 2017. godine.

Ostali dohoci, koji isključuju dohotke od ulaganja i transakcije s proračunom EU-a, nisu se znatnije promijenili u usporedbi

s istim razdobljem prošle godine. Naime, daljnji blagi rast neto prihoda na osnovi naknada zaposlenima u inozemstvu i osobnih transfera pratilo je smanjenje drugih dohotaka. Dugoročni trenodi i ekonomske implikacije priljeva osobnih doznaka iz inozemstva detaljnije su razrađene u Okviru 4. Osobne doznake iz inozemstva.

Projicirana kretanja

U nastavku tekuće godine saldo na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se dodatno pogoršati, poglavito zbog produbljuvanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, a u manjoj mjeri i rasta manjka na računu primarnog dohotka. U skladu s tim na razini cijele 2018. višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi iznositi 3,2% BDP-a, što je smanjenje za 1,3 postotna boda u odnosu na 2017. (odnosno samo 0,3 postotna boda isključi li se učinak rezervacija za plasmane koncernu Agrokor na prošlogodišnju dobit banaka).

Manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom mogao bi se u cijeloj 2018. povećati za više od desetinu, kao posljedica rasta neto uvoza energenata (poglavitno nafte i naftnih derivata zbog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu) kao i većeg neto uvoza ostale robe. Pritom se očekuje usporavanje rasta izvoza u odnosu na prošlogodišnja kretanja zbog pretpostavke o sporijem rastu inozemne potražnje u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, iako ona i dalje ostaje razmjerno snažna. Rast robnog uvoza također bi mogao biti nešto sporiji nego prošle godine, no izraženiji od rasta robnog izvoza, u uvjetima dalnjeg jačanja domaće potražnje, nastavka pozitivnih kretanja na tržištu rada, oporavka plasmana i značajne uvozne ovisnosti domaćega gospodarstva.

Nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni djelomično bi mogao ublažiti daljnji rast neto izvoza usluga, poglavito zahvaljujući prihodima od usluga putovanja. Nakon iznimno povoljnih kretanja u posljednje tri godine, u 2018. se zbog visoke baze očekuje usporavanje rasta prihoda od turizma, iako bi on i dalje mogao biti značajan (7%). Takva se pretpostavka temelji na pozitivnim gospodarskim kretanjima glavnih emitivnih tržišta, značajnim ulaganjima u smještajne kapacitete i poboljšanju turističke ponude. Istovremeno se očekuje i daljnji rast turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu.

Manjak na računu primarnog dohotka u 2018. mogao bi se povećati zbog rasta neto rashoda od izravnih vlasničkih ulaganja, što je ponajviše posljedica rasta dobiti banaka, na koju su prošle godine nepovoljno djelovale rezervacije za plasmane odborene koncernu Agrokor i s njim povezanim društвima. Za razliku od toga, pozitivan saldo na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija mogao bi se dodatno povećati, prije svega zbog daljnog rasta neto prihoda na osnovi transakcija s proračunom EU-a, koji bi do kraja 2018. mogli porasti na 1,7% BDP-a.

Također se očekuje nastavak rasta naknada zaposlenima i osobnih transfera iz inozemstva.

U 2019. višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao bi se dodatno smanjiti, na 2,8% BDP-a, kao posljedica daljnog produbljuvanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Unatoč tome što se i dalje očekuju pozitivni učinci ulaska u EU na izvoz, usporavanje inozemne potražnje djeluje na slabljenje dinamike robnog izvoza. Istodobno bi rast uvoza mogao biti nešto izraženiji, što zrcali očekivani daljnji rast domaće potražnje.

Za razliku od robne razmjene, međunarodna bi razmjena usluga i u 2019. trebala pozitivno djelovati na saldo tekućeg i kapitalnog računa. To se poglavito odnosi na pretpostavku o dalnjem rastu prihoda od turizma, koji bi, zadržavši konzervativni pristup projekciji zbog izrazite osjetljivosti turizma na promjene makroekonomskih i geopolitičkih uvjeta te uvažavajući visoku bazu, mogao iznositi oko 5%. Trend rasta turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu također bi se mogao nastaviti, iako sporijim intenzitetom nego prethodnih nekoliko godina. Povoljno bi na kretanja u međunarodnoj razmjeni usluga trebao djelovati i daljni rast neto izvoza drugih usluga.

Na računu primarnog dohotka u 2019. ne očekuje se izraženija promjena salda, ali neto prihodi na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija mogli bi dodatno porasti. Pritom se očekuju neznatni rast rashoda od vlasničkih ulaganja i blagi rast kamatnih troškova, s obzirom na to da je utjecaj rasta kamatnih stopa ograničen trendom razduživanja domaćih sektora. Osim toga, pretpostavlja se daljnje jačanje apsorpcijskih kapacita za povlačenje sredstava iz fondova EU-a i, u skladu s tim, nastavak rasta neto primitaka iz transakcija s proračunom EU-a, koji bi krajem 2019. mogli iznositi oko 2% BDP-a. Nadalje, pozitivan utjecaj na saldo dohotaka očekuje se i na osnovi dodatnog porasta doznaka iz inozemstva.

Glede rizika za ostvarenje projiciranog viška tekućeg i kapitalnog računa, od negativnih rizika prije svega treba izdvojiti nepovoljan utjecaj jačanja trgovinskog protekcionizma na globalnu trgovinu i rast, odnosno inozemnu potražnju za hrvatskim izvozom. Tome treba pridodati rizik intenziviranja političke nestabilnosti u Italiji kao najvažnijem tržištu hrvatskoga robnog izvoza te općenito moguće izraženje usporavanje gospodarskog rasta glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera. Negativan rizik potječe i od mogućega izraženijeg rasta cijena sirove nafte, kao i naglašenijeg rasta kamatnih stopa i kolebljivosti na svjetskom finansijskom tržištu. S druge strane, pozitivni su rizici vezani uz snažniji rast prihoda od turizma, pogotovo krajem projekcijskog razdoblja, te jače povlačenje sredstava iz strukturnih i kohezijskih fondova EU-a.

Okvir 4. Osobne doznake iz inozemstva

Hrvatska se među novim zemljama članicama EU-a ističe razmjerno visokim priljevima osobnih doznaka, koji su u posljednje tri godine značajno porasli. Međutim, pozitivan učinak tih priljeva na nacionalni raspoloživi dohodak u velikoj mjeri poništavaju odljevi na osnovi drugih dohotaka, a prvi redu investicijskih. Štoviše, u zemljama Srednje i Istočne Europe odljevi investicijskih dohotaka znatno premašuju priljeve od osobnih doznaka, što odražava njihov brži gospodarski rast, a time i veći povrat na ulaganja nerezidenata nego u Hrvatskoj. Iako osobne doznake, kao stabilan izvor financiranja, djeluju protuciklički i potpomažu gospodarsku aktivnost, ne smije ih se promatrati odvojeno od emigracijskih tokova iz kojih proizlaze, a koji imaju negativne

dugoročne implikacije na potencijal gospodarskog rasta.

Emigracija stanovništva, bila ona privremena ili trajna, stvara određene financijske tokove s inozemstvom koji mogu imati značne makroekonomske implikacije za domaće gospodarstvo. Statistički se transferi koje iseljenici šalju u svoje domicilne zemlje evidentiraju na tekućem računu platne bilance, na podračunu sekundarnog dohotka, stavka osobni transferi. Pritom osobni transferi obuhvaćaju sve tekuće primitke u gotovini ili naravi koje su rezidentna kućanstva primila od nerezidentnih fizičkih osoba, bilo da se radi o radničkim doznakama ili nekim drugim oblicima pomoći. Često se, međutim, promatra nešto širi koncept – osobne doznake – koji uz osobne transfere uključuje i naknade

zaposlenima. Naknade zaposlenima dohoci su koje od pravnih osoba primaju rezidenti zaposleni u inozemstvu. Za razliku od osobnih transfera, koji se knjiže na podračunu sekundarnog dohotka, naknade zaposlenima evidentiraju se na podračunu primarnog dohotka platne bilance.

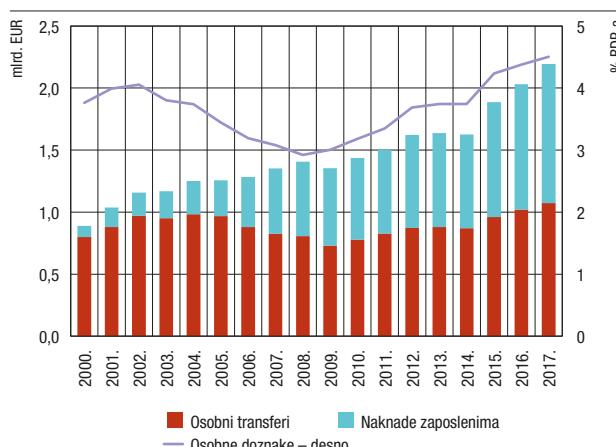
Prije analize podataka, osim ograničene raspoloživosti izvora podataka i metodoloških izmjena²⁵, treba napomenuti da se podaci koji čine osobne doznake sastavljaju na temelju bankovnih podataka, odnosno ne uključuju fizički prijenos gotovine.

Priljevi osobnih transfera u Hrvatsku bili su u razdoblju od 2000. do 2017. godine u nominalnom iznosu razmjerno stabilni (Slika 1.), ali se zbog istodobnog rasta bruto domaćeg proizvoda njihov relativni udio u BDP-u smanjio za trećinu (s 3,4% na 2,2% BDP-a). Promotri li se njihova geografska struktura, uočava se da prevladavaju osobni transferi iz tradicionalnih emigracijskih odredišta među kojima dominiraju Njemačka, Švicarska, SAD i Italija. S druge pak strane, prihodi od naknada zaposlenima, koji uključuju prihode pomoraca na stranim brodovima i radnika na naftnim platformama, osoba koje žive u pograničnom području, a rade u susjednoj zemlji te ostalih privremenih radnika u inozemstvu, rasli su u cijelom razdoblju znatno snažnije pa se i njihov udio u BDP-u povećao s 0,4% u 2000. na 2,3% u 2017.

Sveukupno se tako udio ukupnih prihoda od osobnih doznaka u Hrvatsku povećao s 3,8% BDP-a u 2000. na 4,5% BDP-a u 2017. godini.²⁶ Njihov rast posebno je naglašen nakon ulaska u Europsku uniju, kada se bilježi intenziviranje emigracijskih tokova²⁷. Osobne doznake važan su izvor deviznih priljeva, a o njihovoj relativnoj važnosti u odnosu na druge oblike priljeva kapitala govori i činjenica da je u razdoblju nakon krize jedino neto priljev osobnih doznaka ostao stabilan i premašio inozemna izravna, portfeljna i ostala ulaganja (Slika 2.).

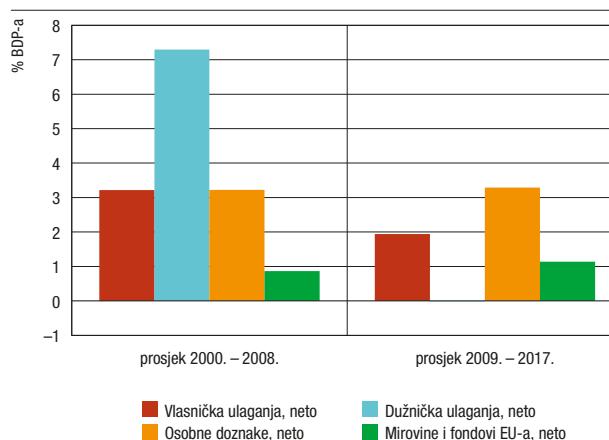
Kao stabilan izvor financiranja, priljev osobnih doznaka iz inozemstva tijekom kriznih je godina u određenoj mjeri ublažavao

Slika 1. Osobne doznake u Hrvatsku, prihodi



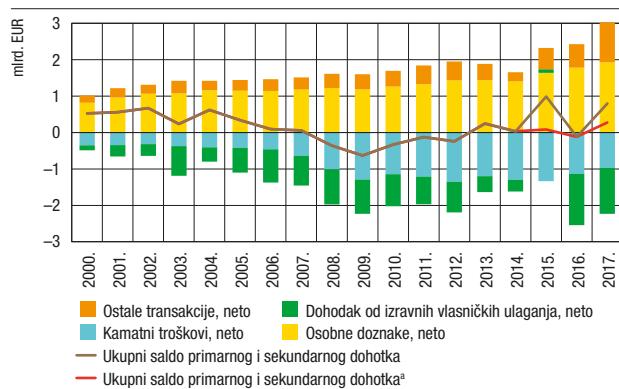
Napomena: Osobne doznake obuhvaćaju osobne transfere i naknade zaposlenima.
Izvor: HNB

Slika 2. Osobne doznake i drugi devizni priljevi



Izvor: HNB

Slika 3. Saldo primarnog i sekundarnog dohotka



^a Isključujući jednodokratne učinke na dobit banaka (konverzija kredita vezanih uz švicarski franak u 2015. i rezervacije banaka za kredite odobrene koncernu Agrokor u 2017.).

Napomena: Ostale transakcije uključuju, među ostalim, tekuće transakcije s proračunom EU-a, mirovine i ostale tekuće transfere države i ostalih sektora.

Izvor: HNB

negativan utjecaj recesije u Hrvatskoj, povećavajući bruto nacionalni raspoloživi dohodak²⁸. Treba istaknuti da njihov pozitivan učinak na nacionalni raspoloživi dohodak uglavnom poništavaju odjeli na osnovi drugih primarnih i sekundarnih dohotaka (Slika 3.). To se poglavito odnosi na dohotke od inozemnih ulaganja, odnosno isplate dividenda i zadržanu dobit inozemnih vlasnika domaćih poslovnih subjekata te kamatne troškove inozemnog duga. Uz osobne doznake jedino još dohoci iz proračuna EU-a i inozemne mirovine imaju značajniji pozitivan neto učinak na raspoloživi nacionalni dohodak. Neto primici po tim su osnovama u 2017. iznosi po 0,8% BDP-a svaki.

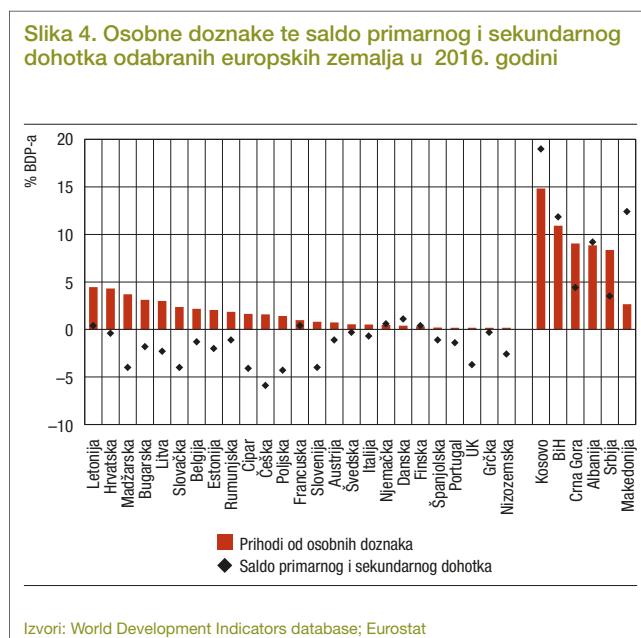
U drugim su europskim tranzicijskim zemljama prihodi od

25 Nakon 2011. umjesto sustava ITRS-a (engl. *International Transactions Reporting System*) temelj kompilacije podataka postali su agregirani podaci banaka. No od 2015. u tim podacima više nema informacije o inozemnom nalogodavcu transakcije (pravna ili fizička osoba) na temelju koje se provodila raspodjela na naknade zaposlenima i osobne transfere, pa se ta podjela od tada procjenjuje na temelju povijesnih odnosa. Inače, ukupne transakcije u kojima je nalogodavac pravna osoba uključuju i mirovine, no one se zasebno procjenjuju na temelju podataka HZMO-a i takoder su komponenta sekundarnog dohotka, ali se po definiciji važećeg Priručnika o platnoj bilanci ne svrstavaju u osobne doznake. Kada se one isključe, preostali iznos inozemnih transakcija u kojima je nalogodavac pravna osoba čine naknade zaposlenima.

26 Istodobno se po osobnim doznakama ostvaruju i određeni rashodi, no oni su i dalje razmjerno niski. Točnije, rashodi od osobnih doznaka porasli su s 0,3% BDP-a u 2000. na 0,6% BDP-a u 2017. godini.

27 Vidi Okvir 3. Dinamika i obilježja emigracije iz Hrvatske i ostalih novih zemalja članica Europske unije prema starim zemljama članicama.

28 Bruto nacionalni raspoloživi dohodak jednak je bruto domaćem proizvodu uvećanom za saldo primarnog i sekundarnog dohotka tekućeg računa platne bilance.



osobnih doznaka također važan i relativno stabilan izvor nacionalnog dohotka. Prosječan udio osobnih doznaka iz inozemstva u BDP-u novih članica EU-a utrostručio se u razdoblju od 2000. do 2016. godine, s 1,0% na 3,0% BDP-a. Iako se Hrvatska ističe kao jedna od zemalja s najvećim priljevima osobnih doznaka u toj grupaciji, još veće priljeve ostvarivale su Litva, Letonija i Mađarska. Kod tih su zemalja, kao i kod Hrvatske, prihodi od osobnih doznaka u posljekriznom razdoblju značajno premašivali neto priljeve izravnih ulaganja.

Važnost osobnih doznaka još je naglašenija kod tranzicijskih zemalja Jugoistočne Europe koje nisu članice EU-a. Tako, primjerice, u Kosovu prihodi od osobnih doznaka iz inozemstva dosežu čak 15% BDP-a, a tek ponešto zaostaje Bosna i Hercegovina te druge zemlje iz regije. Međutim, u njihovu se primjeru relativna važnost doznaka ipak smanjuje kako gospodarstva konvergiraju prema višim razinama dohotka.

Promatrano u kontekstu nacionalnoga raspoloživog dohotka, za razliku od Hrvatske koja uglavnom ima uravnoteženu bilancu

primarnog i sekundarnog dohotka, većina novih članica EU-a kontinuirano bilježi negativan saldo, što čini njihov bruto nacionalni raspoloživi dohodak manjim od bruto domaćeg proizvoda (Slika 4.). Posebno je to vidljivo kod Češke, Mađarske i Slovačke, a razlog su visoki rashodi za vlasnička ulaganja i kamatni troškovi. Osim visoke razine akumuliranih inozemnih ulaganja, rashodima doprinose i relativno veliki prinosi koje strani ulagači ostvaruju u tim zemljama. Zemlje Jugoistočne Europe i ovdje su bitno drugačije. Naime, zbog niže razine akumuliranih inozemnih obveza, bilo vlasničkih bilo dužničkih, ali i većih transfera javnom sektoru, u njihovu je slučaju ukupan saldo primarnog i sekundarnog dohotka visokopozitivan, što zamjetno povećava njihov bruto nacionalni raspoloživi dohodak.

Doznake iz inozemstva imaju značajnu ulogu u gospodarstvima tranzicijskih zemalja zbog svoje stabilnosti i protukličnosti, što nije tipično za druge oblike privatnih tokova kapitala. One mogu pridonositi domaćem gospodarskom rastu i makroekonomskoj stabilnosti povećanjem potrošnje stanovništva i jačanjem otpornosti kućanstava tijekom krize. Međutim, njihov je investicijski potencijal dosta ograničen, a mogu imati i određene negativne učinke na tržište rada, ponajprije u smislu smanjenja inicijative za zapošljavanje kod primatelja doznaka.

U dugom roku učinci doznaka ne mogu se promatrati izolirano od emigracijskih tokova, a tada mogu prevladati negativni makroekonomski učinci. Na tom su trag u zaključci analize MMF-a iz 2016.²⁹, kojom su obuhvaćene zemlje Srednje, Istočne i Jugoistočne Europe. Prema njihovim nalazima doznake iz inozemstva od početka 1990-ih godina donekle su povećale potrošnju i investicije u promatranim zemljama, ali je emigracija zamjetnim dijelom mlade i obrazovane radne snage ukupno smanjila gospodarski rast i usporila njihovu realnu konvergenciju.

Hrvatska i u budućnosti može očekivati stabilan i pozamoran devizni priljev od osobnih doznaka iz inozemstva, a pojačan odljev stanovništva zabilježen posljednjih godina mogao bi ga samo dodatno pojačati. Iako bi to moglo rezultirati pozitivnim kratkoročnim učincima na agregatnu potrošnju stanovništva, u dugom će roku vjerojatno prevladati negativne posljedice emigracije radno aktivnog stanovništva u obliku smanjenja potencijalnoga gospodarskog rasta.

7. Financiranje privatnog sektora

Uvjeti financiranja domaćih sektora u prvoj polovini 2018. uglavnom su se nastavili poboljšavati. Troškovi kratkoročnog zaduživanja države bili su povoljniji nego u 2017., na što upućuje kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise koja se smanjila s 0,20% u prosincu 2017. na dosad najnižih 0,09% u veljači 2018., gdje se i zadržala do kraja svibnja. Smanjila se i kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise s 0,01% u listopadu 2017. na 0,00% u svibnju 2018. Država je tijekom prve polovine godine ostvarila povoljnije uvjete i kod dugoročnog zaduživanja na domaćem tržištu, što je posebice vidljivo na krivulji prinosa za obveznice u kunama bez valutne klauzule (Slika 7.1.a), dok kod krivulje prinosa za obveznice u kunama uz valutnu klauzulu u eurima nema značajnih promjena u odnosu na kraj 2017. (Slika 7.1.b). Država je u lipnju izdala i 10-godišnju euroobveznicu u iznosu od 750 mil. EUR uz prinos od 2,898%.

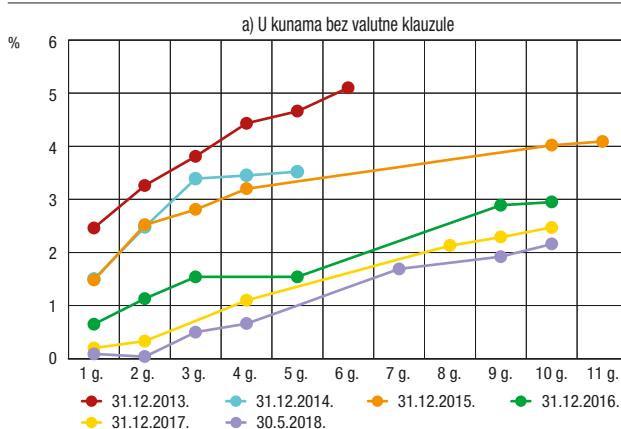
S druge strane, trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinos na njemačku državnu obveznicu blago se povećao s 2,2% na kraju 2017. na 2,5% na kraju svibnja 2018. (Slika 7.3.). Promatraju se premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) za Hrvatsku, nakon pada od oko 120 baznih bodova u prethodnoj godini, njezino se smanjenje nastavilo i tijekom prvog tromjesečja 2018., kada je pala za dodatnih 10 baznih bodova na razinu od oko 85 baznih bodova. No, tijekom drugog tromjesečja premija za rizik za Hrvatsku, kao i za druge europske zemlje s tržištima u nastajanju, porasla je te ponovno premašila razinu od 100 baznih bodova. Što se tiče percepcije agencija za dodjelu kreditnog rejtinga o rizičnosti Hrvatske, u siječnju 2018. agencija Fitch podigla je rejting Hrvatske s 'BB' na 'BB+' uz stabilne izglede, a na istu je ocjenu rejting Hrvatskoj podigla i

agencija Standard & Poor's u ožujku ove godine.

Troškovi financiranja poduzeća uglavnom su se nastavili blago smanjivati. Prosječna kamatna stopa na kratkoročno zaduživanje poduzeća u travnju je bila na razini s kraja prošle godine, dok su se kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima nastavile smanjivati tijekom prvog tromjesečja, a u travnju su tek blago porasle na 3,2%, što je za 0,5 postotnih bodova manje nego na kraju 2017. (slike 7.2. i 7.3.). Trend smanjivanja posebice je bio izražen kod kamatnih stope na kredite do 7,5 mil. kuna, iako su kamatne stope na kredite iznad 7,5 mil. kuna i dalje niže od onih na manje iznose budući da se kreditima većih iznosa obično koriste veća poduzeća s više kolaterala i većim mogućnostima alternativnog financiranja (Slika 7.4.).

Kamatne stope na kredite stanovništvu blago su se smanjile u odnosu na kraj prošle godine. Pritom su sličnu dinamiku zaobilježile i kratkoročne i dugoročne kamatne stope na stambene kredite te potrošačke i ostale kredite, smanjivši se u prva četiri mjeseca 2018. za oko 0,1 postotni bod (slike 7.2. i 7.3.).

Slika 7.1. Prinosi do dospjeća na obveznice RH

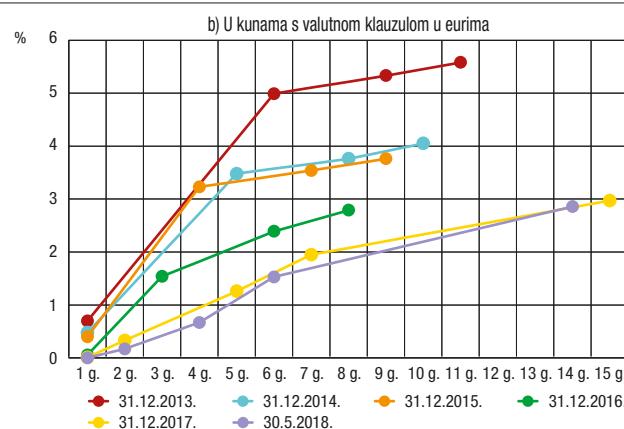


Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje kunske trezorske zapise bez valutne klauzule.

Izvor: HNB

Povoljnog kretanju kamatnih stopa za financiranje poduzeća i stanovništva pridonijeli su iznimno visoka likvidnost domaćega i međunarodnoga finansijskog tržišta te niži troškovi izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava, pri čemu je EURIBOR i dalje u negativnom području (Slika 2.3.), dok nacionalna referentna stopa (NRS)³⁰ nastavlja bilježiti kontinuirani trend pada (Slika 7.5.).

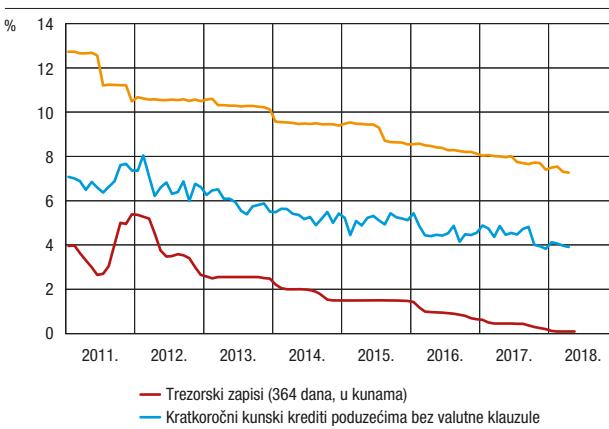
Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, i standardi odobravanja kredita poduzećima u prvom su se tromjesečju 2018. značajno ublažili (Slika 7.6.). Izuzme li se blago pooštravanje u drugom i trećem tromjesečju 2017., ta kretanja nastavak su gotovo trogodišnjeg trenda ublažavanja standarda kreditiranja poduzeća. Mogućnosti financiranja banaka na tržištu i povoljni uvjeti likvidnosti utjecali su na ublažavanje standarda na početku 2018., dok su banke istaknule izglede industrije ili pojedinog poduzeća kao činitelj koji je djelovao u smjeru njihova pooštravanja. Istovremeno, potražnja poduzeća za kreditima bilježi višegodišnji porast, što je posebice izraženo kod



Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje trezorske zapise s valutnom klauzulom u eurima; pritom se podatak za kraj 2016. godine odnosi na studeni, a za kraj 2017. na listopad.

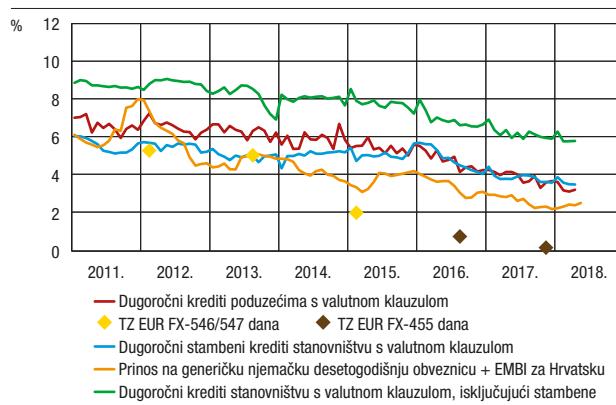
Izvor: HNB

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja
u kunama bez valutne klauzule



Izvor: MF; HNB

Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja
u kunama s valutnom klauzulom i devizama

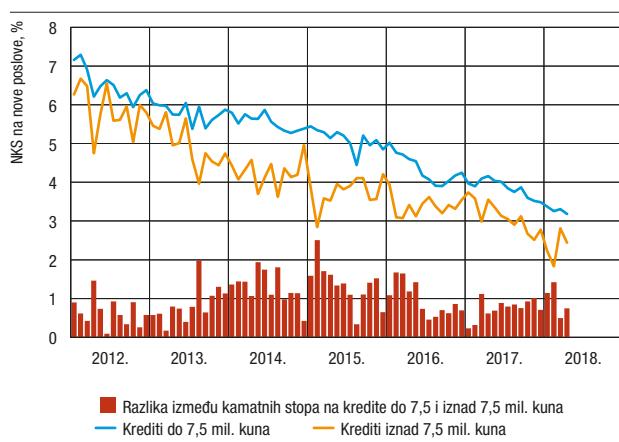


Napomena: EMBI je indeks (engl. Emerging Market Bond Index) koji pokazuje razliku prinosova na vrijednosne papire koje su izdale zemlje s tržištem u nastajanju, među kojima je i Hrvatska, i prinos na nerizične vrijednosne papire koje su izdale razvijene zemlje.

Izvor: MF; Bloomberg; HNB

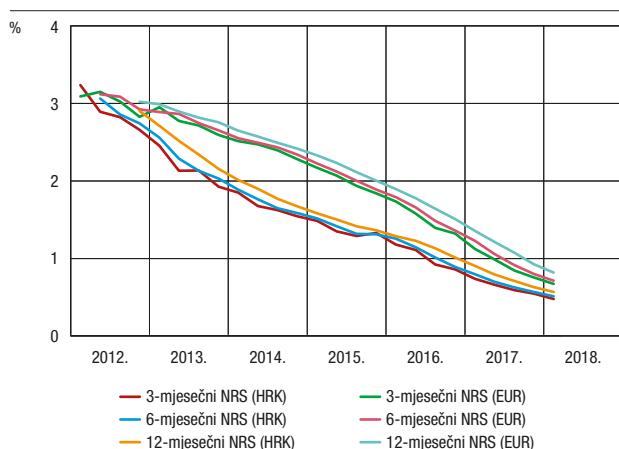
30 Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stope za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (prema Zakonu o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju, NN, br. 143/2013.).

Slika 7.4. Kamatne stope banaka na kredite nefinancijskim poduzećima prema iznosu



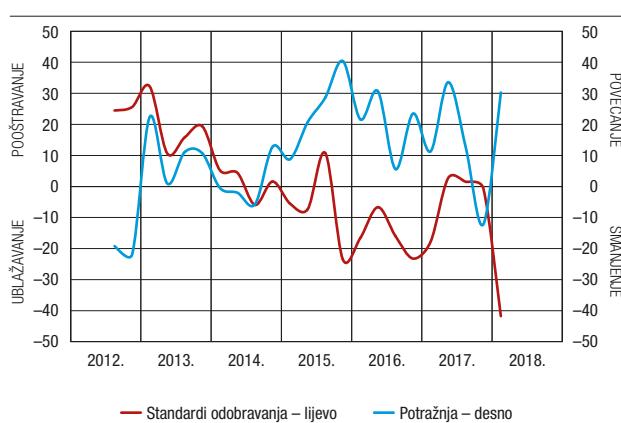
Izvor: HNB

Slika 7.5. Nacionalne referentne stope (NRS)



Napomena: Prikazane stope odnose se na stope za sve fizičke i pravne osobe.
Izvor: HNB

Slika 7.6. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima



Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima.

Izvor: HNB

malih i srednjih poduzeća. Najvažniji činitelji jačanja potražnje za kreditima poduzeća jesu potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala, ali i investicija.

Kada je riječ o standardima odobravanja kredita stanovništvu, nakon višegodišnjeg ublažavanja kreditnih standarda, u prvom je tromjesečju 2018. uslijedilo njihovo značajno povećanje (Slika 7.7.), što se može povezati s primjenom novoga Ovršnog zakona i Odlukom o dodatnim kriterijima za procjenu kreditne sposobnosti potrošača te provođenju postupka naplate dospjelih neplaćenih obveza i dobrovoljne namire koji su nepovoljno utjecali na kreditnu sposobnost dijela sektora stanovništva. S druge strane, rast potražnje za stambenim te potrošačkim i ostalim kreditima dodatno se intenzivirao u prvom tromjesečju 2018. Pritom su na povećanu potražnju za stambenim kreditima najviše utjecali povoljna perspektiva tržišta nekretnina i pouzdanje potrošača, dok je potrošnja trajnih potrošnih dobara potaknula rast potražnje za ostalim vrstama kredita stanovništvu.

Ukupni dug nefinancijskih poduzeća³¹ povećao se u prvom tromjesečju 2018. Pritom je raslo zaduživanje poduzeća u inozemstvu i kod domaćih kreditnih institucija, dok se ostalo domaće financiranje blago smanjilo. Promatra li se godišnja dinamika, rast ukupnog duga poduzeća na kraju ožujka 2018. iznosio je 1,2% (na osnovi transakcija), zadržavši se na sličnim razinama kao i tijekom 2017. godine (Slika 7.8.). Glavni je pokretač godišnjeg rasta zaduživanje privatnih poduzeća i u zemlji i inozemstvu, dok su javna poduzeća smanjila svoj inozemni dug, a blago povećala domaći dug.

Plasmani domaćih kreditnih institucija poduzećima porasli su u prvih pet mjeseci 2018. za 2,4 mlrd. kuna (na osnovi transakcija, Slika 7.9.), a njihov se godišnji rast ubrzao na 3,1% (na osnovi transakcija). S druge strane, ako se promatra nominalno stanje plasmana poduzećima, godišnja stopa i dalje je negativna (-1,3% na kraju svibnja), što je uglavnom posljedica prodaja neprihodnosnih plasmana.

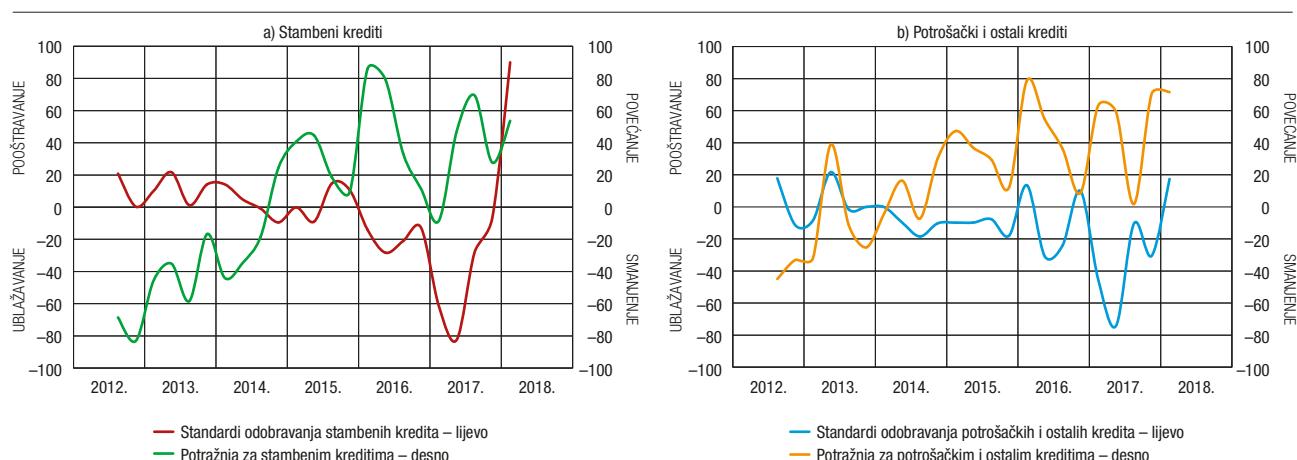
Godišnji rast plasmana poduzećima rasprostranjen je po različitim djelatnostima, pri čemu najveći doprinos rastu dolazi od uslužnih djelatnosti, posebice stručnih, znanstvenih i tehničkih djelatnosti te djelatnosti pružanja smještaja i hrane. Usto, značajan rast kreditiranja ostvaruju i djelatnost poslovanja nekretninama i prerađivačka industrija (Slika 7.10.). S druge strane, jedino se djelatnost građevinarstva i dalje razdužuje. Promatraju li se krediti poduzeća prema namjeni, podjednak godišnji rast od oko 5% na kraju svibnja ostvarile su sve glavne skupine kredita, pri čemu se rast kredita za investicije usporio u odnosu na kretanja iz prethodne godine, dok su krediti za obrtna sredstva i ostali krediti zamjetno ubrzali svoj rast u odnosu na godinu prije (Slika 7.11.).

Plasmani stanovništvu bilježe kontinuirano jačanje rasta još od listopada 2016. U prvih pet mjeseci 2018. porasli su za 3,7 mlrd. kuna, a njihov se godišnji rast ubrzao na 5,3% (na osnovi transakcija, Slika 7.12.). Osim povoljnih uvjeta financiranja, dinamiziranju kreditiranja stanovništva pridonose povoljna kretanja na tržištu rada te pouzdanje potrošača. Promatra li se struktura kredita, godišnji porast bilježe gotovo sve glavne vrste kredita (Slika 7.13.), a najznačajniji su pozitivan doprinos dali gotovinski nemajenski krediti čija je godišnja stopa rasta u svibnju premašila 10%. Usto, i godišnji rast stambenih kredita postupno se ubrzava te je na kraju svibnja iznosio 3,2%.

Projicirana kretanja

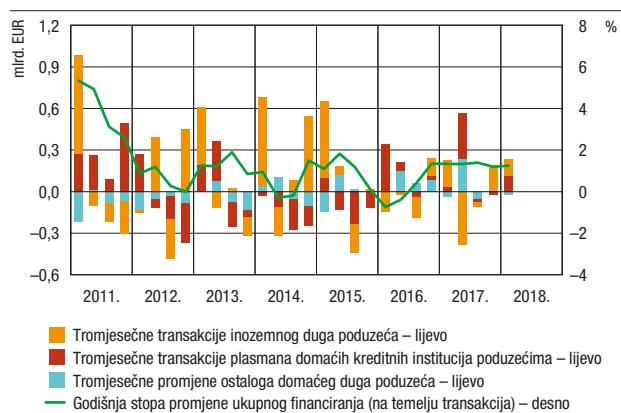
Ocenjuje se da bi ukupni plasmani (isključujući državu) u 2018. mogli porasti na godišnjoj razini za 4,6%. Ubrzanje rasta

³¹ U nefinancijska poduzeća nisu uključena javna poduzeća koja su uključena u sektor opće države.

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu

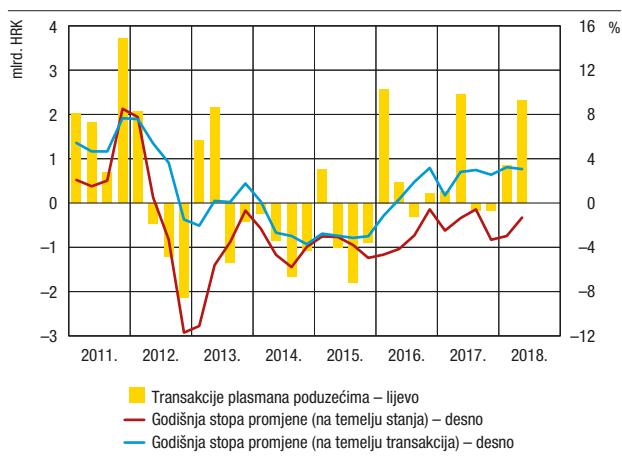
Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.

Izvor: HNB

Slika 7.8. Financiranje poduzeća

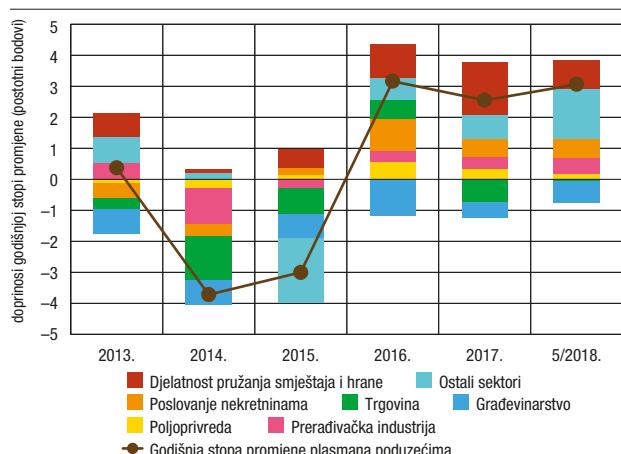
Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za leasing i HBO-a. Inozemni dug isključuje učinak pretvaranja inozemnog duga u kapital. Sve su promjene izračunate na osnovi transakcija (osim za ostali domaći dug).

Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

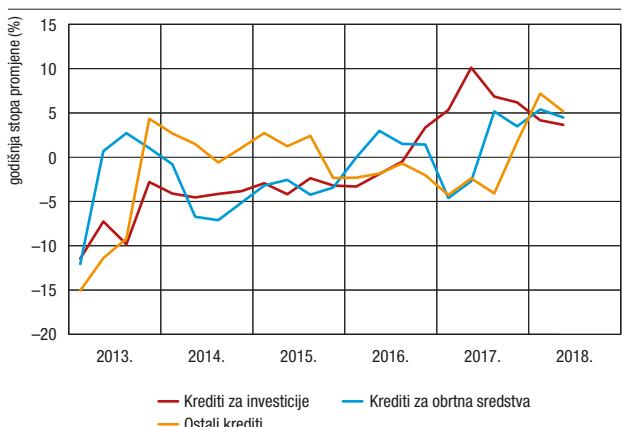
Slika 7.9. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima

Napomena: Podaci zaključno sa svibnjem 2018.

Izvor: HNB

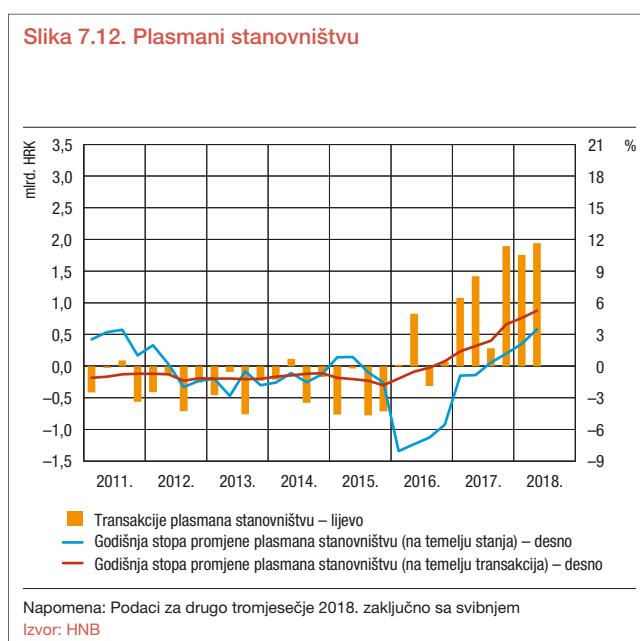
Slika 7.10. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija

Izvor: HNB

Slika 7.11. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija

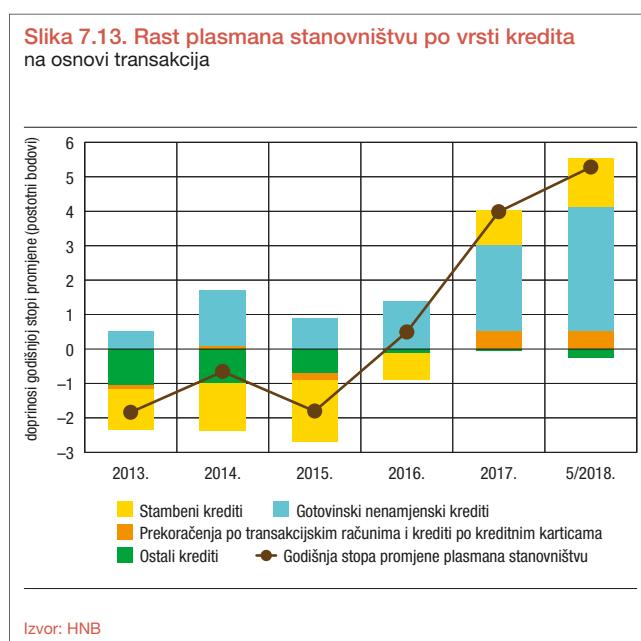
Napomena: Podaci zaključno sa svibnjem 2018.

Izvor: HNB



plasmana (u 2017. njihov je rast iznosio 2,9%) posljedica je snažnijeg rasta plasmana i poduzećima i stanovništvu, što je u skladu s pozitivnim kretanjima poslovnog i potrošačkog optimizma te nastavkom rasta investicija i osobne potrošnje. K tome, jačanje kreditiranja stanovništva vrlo će vjerojatno biti potaknuto i najavljenim nastavkom subvencioniranja stambenih kredita u razdoblju od 2018. do 2020. godine. Promatra li se nominalno stanje, rast ukupnih plasmana u 2018. niži je od rasta na osnovi transakcija zbog i dalje zamjetnog utjecaja prodaja nenaplativih potraživanja. Slični trendovi kreditiranja privatnog sektora mogli bi se nastaviti i u 2019. godini.

Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta uravnoteženi su. Negativni rizik i dalje je vezan uz konačni ishod restrukturiranja koncerna Agrokor i preljevanje negativnih učinaka na ostatak gospodarstva, iako je taj rizik smanjen



budući da je postizanje nagodbe vjerovnika do zakonskog roka sada izvjesnije. Usto, i dalje je prisutan rizik od usporavanja kreditne aktivnosti zbog potencijalnih negativnih učinaka novoga Ovršnog zakona i Odluke o dodatnim kriterijima za procjenu kreditne sposobnosti potrošača, no recentna kretanja upućuju na to da se navedene legislativne promjene dosad nisu negativno odrazile na dinamiku kreditiranja stanovništva. Nadalje, povećanje cijene zaduživanja zbog rasta kamatnih stopa najvećih središnjih banaka i dalje ostaje negativan rizik u srednjem roku. S druge strane, nastavak čišćenja bilanca banaka stvara povoljne osnove za snažniji kreditni rast u srednjoročnom razdoblju, a očekivani nastavak rasta gospodarske aktivnosti mogao bi se početi snažnije odražavati na oporavak kreditiranja poduzeća i stanovništva.

Okvir 5. Krediti prema vrsti kamatne stope

Analiza strukture kredita banaka prema vrstama kamatnih stopa (fiksne ili promjenjive) pokazuje da, unatoč sve češćoj primjeni fiksnih kamatnih stopa kod odobravanja novih kredita, oko dvije trećine postojećih kredita poduzećima i stanovništvu i dalje ima promjenjivu kamatnu stopu, što upućuje na veliku izloženost tih sektora kamatnom riziku.

Od listopada 2017. godine HNB je započeo sa sustavnim prikupljanjem podataka na mjesечноj razini o vrstama kamatnih stopa na kredite. Iako su se analize strukture kamatnih stopa provodile i ranije, poput Ankete o kamatnim stopama sredinom 2016., nova statistika omogućuje kontinuirano praćenje strukture novoodobrenih kredita, odnosno promjena u strukturi ukupnih kredita.

Kamatne stope dijele se na fiksne i promjenjive, pri čemu se krediti s promjenjivom stopom razlikuju na temelju promjenjivog parametra koji određuje kretanje kamatne stope, a parametri

mogu biti EURIBOR, NRS, prinosi na trezorske zapise MF-a, LIBOR³² te prosječna kamatna stopa na depozite građana u odnosnoj valuti.³³ Osim toga, kamatna stopa može biti promjenjiva i bez uključivanja referentnog parametra, odnosno može se mijenjati prema administrativnoj³⁴ odluci vjerovnika.

Promatraju li se ukupni krediti stanovništvu, više od trećine ima kamatnu stopu fiksnu do dospjeća, trećina je vezana uz NRS, dok je oko 18% vezano uz EURIBOR (Slika 1.a).

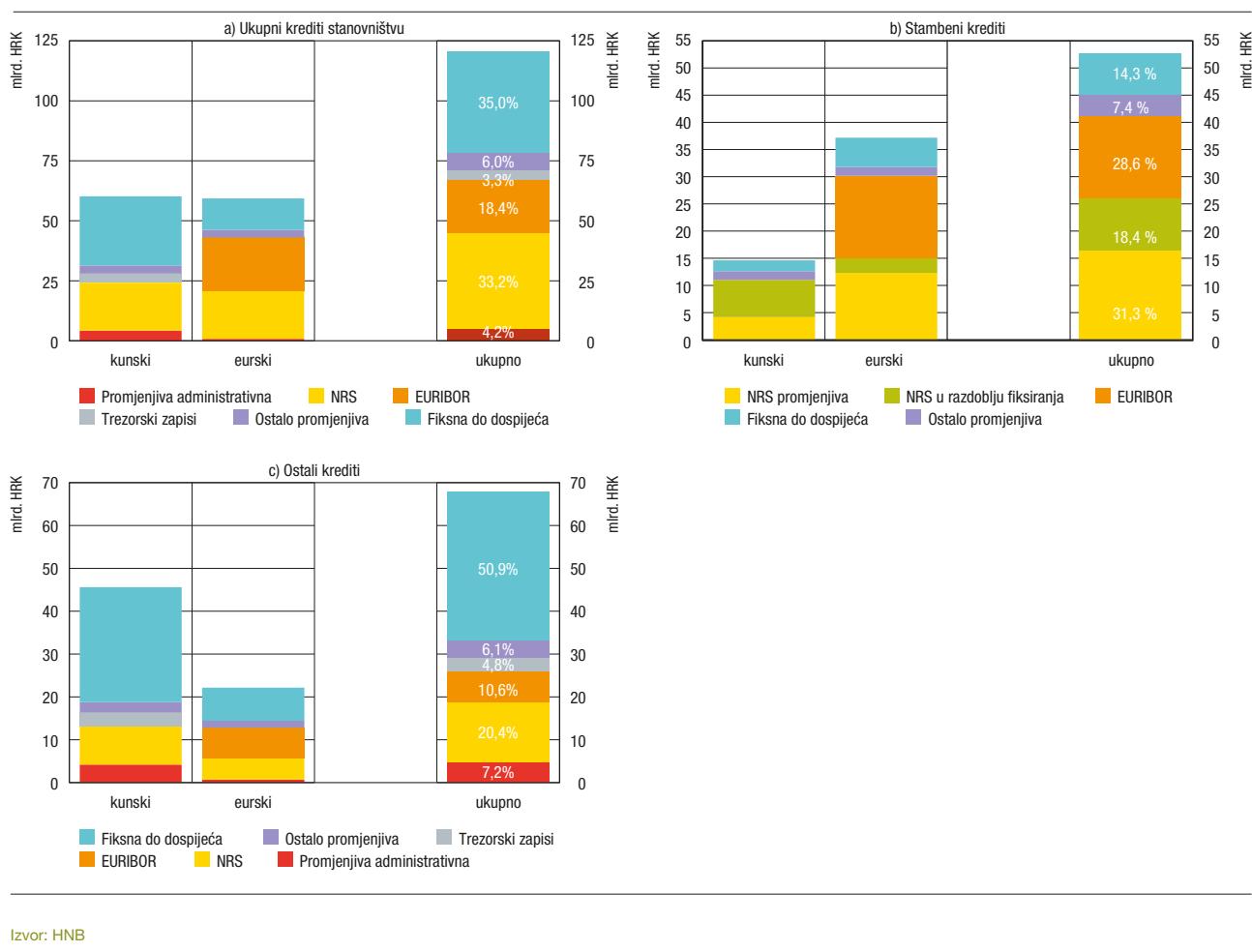
Kod stambenih kredita malo manje od polovine kredita vezano je uz NRS, dok je gotovo 30% vezano uz EURIBOR, a njih oko 14% ima kamatnu stopu koja je fiksna do dospjeća (Slika 1.b).

Promatrano po valutama, oko 70% stambenih kredita čine eurski krediti i kod njih dominiraju promjenjive kamatne stope koje su u podjednakom obujmu vezane uz NRS i EURIBOR, dok kod kunskih kredita prevladava NRS. Specifičnost je stambenih

32 EURIBOR (engl. Euro Interbank Offered Rate) jest referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankarskom tržištu za valutu euro (EUR); NRS je nacionalna referentna stopa prosječnog troška financiranja hrvatskoga bankovnog sustava; LIBOR (engl. London Inter-Bank Offered Rate) jest kamatna stopa po kojoj londonske banke pozajmili sredstva jedna drugoj.

33 Krediti koji su trenutačno u razdoblju početnog fiksiranja kamatne stope uključeni su u kategoriju prema pripadajućem parametru koji će vrijediti nakon isteka razdoblja fiksiranja, s iznimkom NRS-a na Slici 1.b.

34 Parametre za kredite stanovništvu regulira Zakon o potrošačkom kreditiranju, pri čemu su u članku 3. definirane iznimke, odnosno vrste kredita stanovništvu na koje se Zakon ne primjenjuje.

Slika 1. Krediti stanovništvu prema vrstama kamatne stope, stanje na kraju travnja 2018.

Izvor: HNB

kredita i zamjetan iznos kredita koji su trenutačno u razdoblju fiksiranja kamatne stope kraćem od dospjeća te oni iznose 11,9 mlrd. kuna (oko 23% stambenih kredita). Među njima se oko 58% odnosi na kunske stambene kredite koji će nakon isteka razdoblja fiksiranja biti vezani uz NRS, što je odraz povećane potražnje za takvim kreditima zabilježene posljednjih godina kada se ujedno bilježi i snažan rast kunkoga stambenog kreditiranja. Na trezorske zapise i administrativnu kamatnu stopu odnosi se samo oko 0,8 mlrd. kuna (1,5% stambenih kredita).³⁵

Ostali (odnosno nestambeni) krediti stanovništvu zamjetno se razlikuju od stambenih i po valutnoj strukturi, u kojoj je najzastupljenija kuna, i po strukturi kamatnih stopa (Slika 1.c). Više od polovine nestambenih kredita stanovništvu ima kamatnu stopu koja je fiksna do dospjeća, što je uglavnom povezano sa zamjetno kraćim prosječnim dospjećem tih kredita u odnosu na stambene. Glede parametara za promjenjivu kamatnu stopu, oko 20% nestambenih kredita vezano je uz NRS, dok je oko 11% vezano uz EURIBOR. Oko 7% nestambenih kredita ima administrativno određenu kamatnu stopu, od čega se glavnina odnosi na prekoračenja po transakcijskim računima i kredite po kreditnim karticama.

Promatraju li se ukupni krediti poduzećima³⁶, trećina se odnosi na kamatnu stopu koja je fiksna do dospjeća (Slika 2.a), slično kao kod kredita stanovništvu. Gotovo 28% kredita poduzećima vezano je uz EURIBOR, a zamjetne udjele imaju i ostale

promjenjive kamatne stope te administrativno određivane kamatne stope.

Kod poduzeća krediti za obrtna sredstva imaju najveći udio u ukupnim kreditima tom sektoru. Krediti s kamatnom stopom fiksnom do dospjeća čine 38% tih kredita, dok ih oko 21% ima promjenjivu kamatnu stopu vezanu uz EURIBOR (Slika 2.b). Zamjetne udjele imaju i administrativno određene kamatne stope (oko 12%) te stope vezane uz prinose na trezorske zapise (oko 11%).

Što se tiče kredita za investicije (Slika 2.c), najveći udio od oko 37% imaju promjenjive stope vezane uz EURIBOR, na što zamjetan utjecaj ima i sama valutna struktura u kojoj su najzastupljeniji eurski krediti (čine više od tri četvrtine investicijskih kredita). Druga najveća skupina kredita za investicije jesu krediti s kamatnom stopom fiksnom do dospjeća (oko 31%). Struktura kamatnih stopa preostalih kredita poduzećima (Slika 2.d) u prosjeku se ne razlikuje znatno od prethodne dvije skupine.

Od kraja listopada 2017. do kraja travnja 2018. struktura kamatnih stopa za kredite stanovništvu promjenila se u korist fiksnih kamatnih stopa, čiji se udio povećao za 1,6 postotnih bodovala (Slika 3.a). Tome su vjerojatno pridonijele i inicijative HNB-a usmjerene na zaštitu potrošača, poput Preporuke za ublažavanje kamatnoga i kamatno induciranih rizika pri dugoročnom kreditiranju potrošača objavljene krajem rujna 2017. te Informativne liste ponude kredita potrošačima i Odluke o sadržaju

³⁵ Zbog malog udjela u stambenim kreditima te su stavke na Slici 1. uključene u kategoriju "Ostalo promjenjiva".

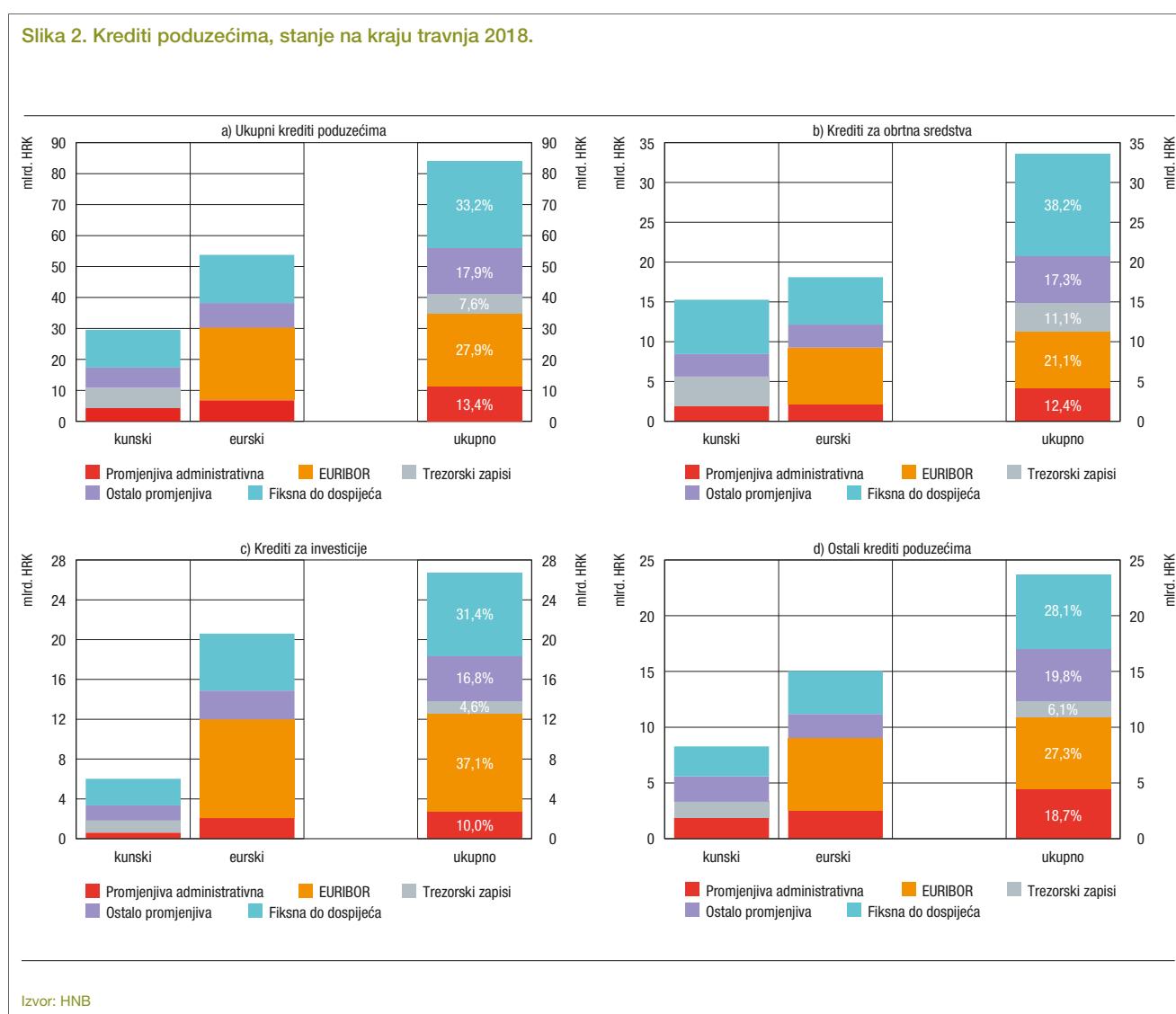
³⁶ Iznos kredita vezanih uz NRS kod poduzeća je zanemariv te je zbog toga na slikama uključen u kategoriju "Ostalo promjenjiva".

i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge. Usto, nastavljen je višegodišnji trend rasta kunkoga i pada deviznoga kreditiranja, pri čemu su kunki krediti prvi put premašili eurske. To se također odrazilo na strukturu kamatnih stopa pa se udio EURIBOR-a tako smanjio za 2,3

postotna boda.

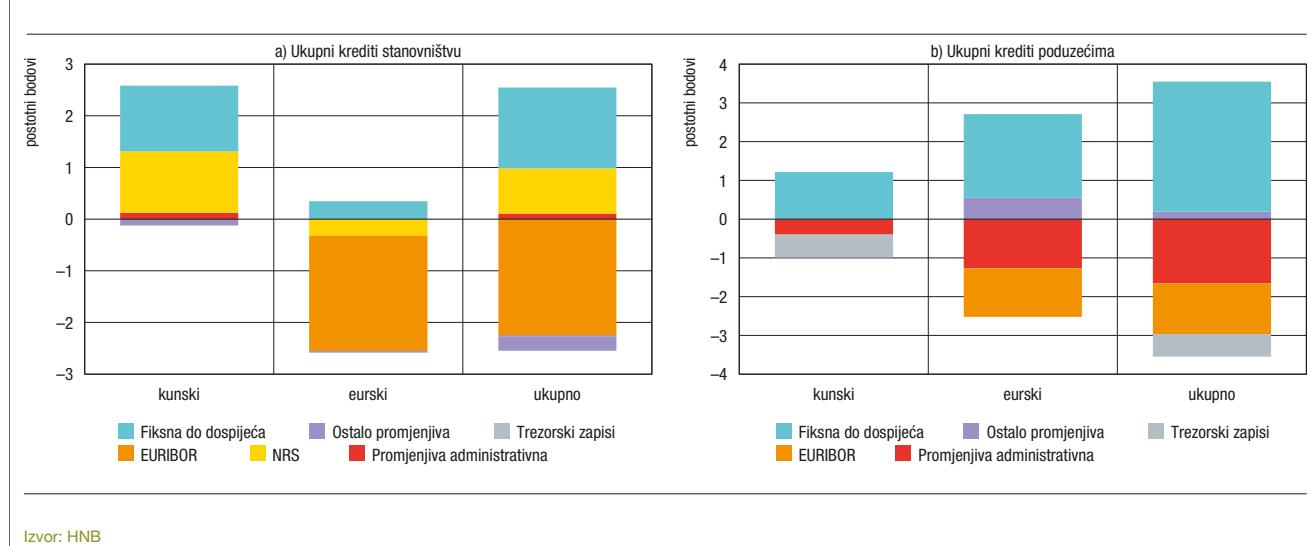
I kod ukupnih kredita poduzećima najviše se povećao udio kredita s fiksnim kamatnim stopama, za 3,4 postotna boda (Slika 3.b). S druge strane, gotovo sve vrste promjenjivih kamatnih stopa zabilježile su smanjenje udjela, poglavito one vezane

Slika 2. Krediti poduzećima, stanje na kraju travnja 2018.



Izvor: HNB

Slika 3. Promjena udjela vrsta kamatnih stopa u strukturi kredita stanovništvu i poduzećima, kraj listopada 2017. – kraj travnja 2018.



Izvor: HNB

uz administrativnu kamatnu stopu i EURIBOR.

Rast udjela kredita s fiksnom kamatnom stopom i kod poduzeća i kod stanovništva povoljan je s aspekta smanjenja njihova kamatnog rizika³⁷. Unatoč tome, izloženost tih sektora riziku rasta kamatnih stopa i dalje je vrlo velik s obzirom na to da oko dvije trećine postojećih kredita ima promjenjivu kamatnu stopu.

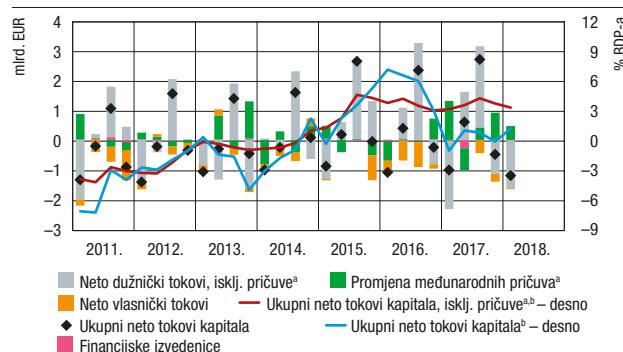
Važnost iznosa kredita s promjenjivom kamatnom stopom, posebno dugoročnih, sada je posebno izražena budući da se promjenjivi parametri posljednjih nekoliko godina nalaze na izrazito niskim razinama te je u idućim godinama izgledan njihov rast, što može biti važan izvor materijalizacije kamatnog rizika³⁸ za dužnike.

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

Na finansijskom računu platne bilance u prvom tromjesečju 2018. zabilježen je snažan neto priljev kapitala. Isključi li se promjena bruto međunarodnih pričuva³⁹, neto obveze domaćih sektora prema inozemstvu povećane su za 1,7 mld. EUR, što

je gotovo u potpunosti rezultat povećanja neto dužničkih obveza. Pritom je polovina rasta neto dužničkih obveza odraz značajnog smanjenja imovine kreditnih institucija u okviru sustava TARGET2. S druge strane, kako je u istom razdoblju središnja

Slika 8.1. Tokovi na finansijskom računu platne bilance



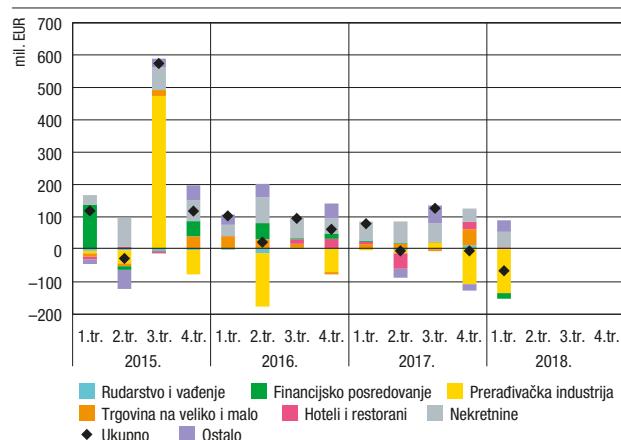
^a Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.

^b Zbroj prethodnih četiri tromjesečja

Napomena: Neto tokovi jesu razlika između promjene sredstava i obveza. Vlasnički tokovi obuhvaćaju samo promjenu inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja, zadržane dobiti i portfeljnih vlasničkih ulaganja, dok je neto zaduživanje kod vlasnički povezanih poduzeća dio dužničkih tokova kapitala. Positivna vrijednost označuje neto odljev kapitala u inozemstvo.

Izvor: HNB

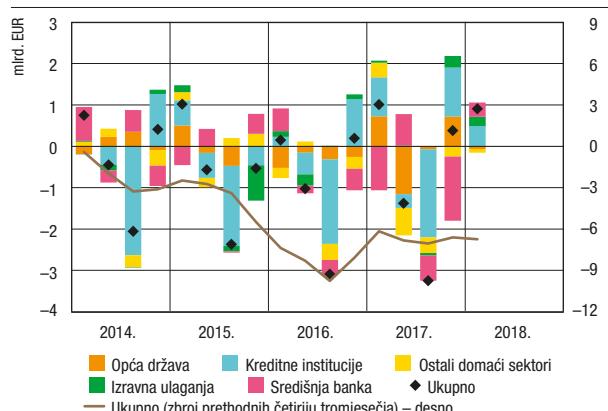
Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



Napomena: Vlasnička ulaganja umanjena su za transakcije pretvaranja duga u kapital i kružna izravna ulaganja.

Izvor: HNB

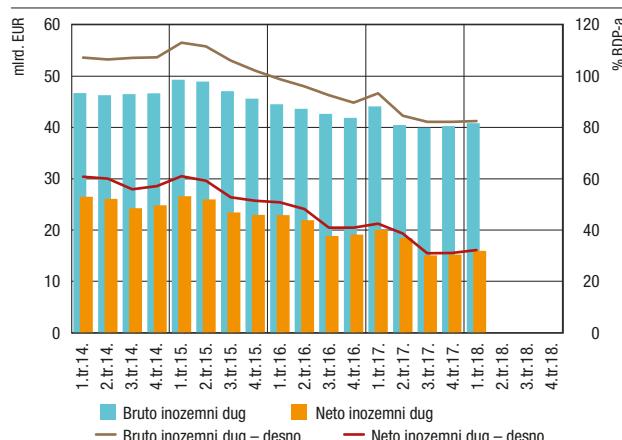
Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



Napomena: Transakcije čine promjenu duga isključujući međuvalutne promjene i ostale prilagodbe. Neto inozemni dug jest bruto inozemni dug umanjen za dužnička potraživanja prema inozemstvu.

Izvor: HNB

Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



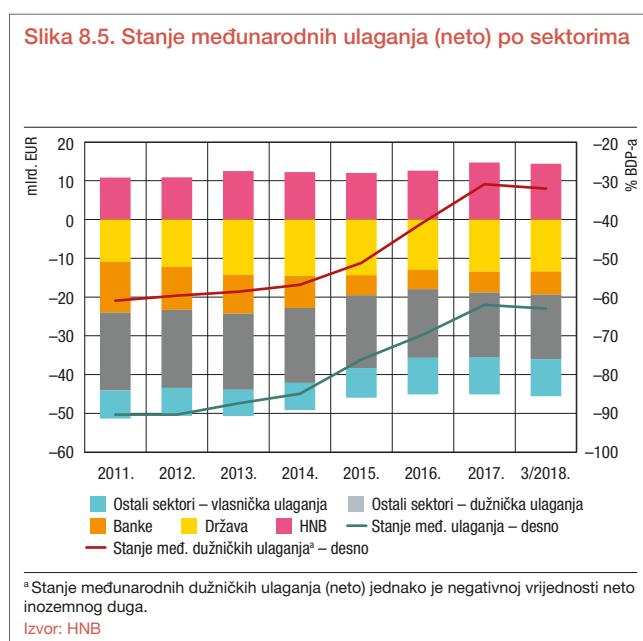
Napomena: Neto inozemni dug jest bruto inozemni dug umanjen za dužnička potraživanja prema inozemstvu.

Izvor: HNB

³⁷ Valja napomenuti da smanjenje kamatnog rizika za klijente banaka fiksiranjem kamatnih stopa ujedno dovodi do povećanja kamatnog rizika za banke. Međutim, banke uglavnom imaju lakši pristup tržištu finansijskih instrumenata kojima se mogu zaštititi od tih rizika, pa bi ovi trendovi ipak trebali rezultirati smanjenjem izloženosti sustava kamatnom riziku.

³⁸ Ipak, ovaj rizik u slučaju sektora stanovništva djelomično ublažava Zakon o potrošačkom kreditiranju prema kojemu brzina prilagodbe promjenjive kamatne stope ovisi i o prilagodbi prosječne kamatne stope na tržištu.

³⁹ Ulaganje dijela međunarodnih pričuva u repo ugovore rezultira istovjetnim povećanjem bruto međunarodnih pričuva i povećanjem inozemnog duga HNB-a.



banka deviznim intervencijama povećala međunarodne pričuve, ukupan je neto priljev kapitala bio nešto niži i iznosio je 1,2 mld. EUR.

Neznatan neto priljev vlasničkih ulaganja u prva tri mjeseca 2018. posljedica je tek nešto većeg rasta obveza od rasta imovine domaćih sektora. Rastu je obveza poglavito pridonijela zadržana dobit domaćih poduzeća u vlasništvu nerezidenata, koja je bila zamjetno veća negoli u istom razdoblju prošle godine, posebno u djelatnosti finansijskog posredovanja. Naime, nakon što su u 2017. jednokratni učinci rezervacija vezanih uz plasmane koncernu Agrokor značajno utjecali na slabiji poslovni rezultat kreditnih institucija, u prvom tromjesečju 2018. dobit se očekivano oporavila. S druge strane, zabilježena su negativna nova vlasnička ulaganja zbog smanjenja temeljnoga kapitala u jednom poduzeću iz prerađivačke industrije, koje je, međutim, pratilo zaduživanje kod povezanog poduzeća. Preostala ulaganja većinom se odnose na djelatnost poslovanja s nekretninama, savjetodavne usluge i trgovinu.

Značajan rast neto dužničkih obveza u prvom tromjesečju 2018. (za 1,6 mld. EUR isključujući pričuve i obveze HNB-a) rezultat je istodobno snažnog pada inozemne imovine domaćih sektora te povećanja inozemnih obveza. Pritom se najviše pogoršala neto inozemna pozicija banaka te ostalih domaćih sektora koji su povećali svoj dug prema vlasnički povezanim vjerovnicima (djelomice zbog već opisane transakcije jednog poduzeća iz prerađivačke industrije). Nasuprot tome, blago razduživanje zabilježeno je samo kod sektora države.

Povećanje dužničkih obveza domaćih sektora rezultiralo je pogoršanjem relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, koje je djelomično ublaženo povolnjim utjecajem međuvalutnih promjena i ostalih prilagodbi te rastom nominalnog BDP-a. Tako je na kraju ožujka 2018. bruto inozemni dug iznosio 40,6 mld. EUR ili 82,1% BDP-a, što je za 0,3 postotna boda više nego na kraju prošle godine. S obzirom na to da se istovremeno smanjila inozemna dužnička imovina, pogoršanje relativnog pokazatelja

neto inozemne zaduženosti bilo je još izraženije. Tako je na kraju ožujka 2018. neto inozemni dug iznosio 15,9 mld. EUR odnosno 32,1% BDP-a, što je za 1,2 postotna boda više nego na kraju 2017.

Nadalje, pogoršalo se i stanje međunarodnih ulaganja, s -62,0% BDP-a na kraju 2017. na -63,0% BDP-a na kraju prvog tromjesečja 2018. godine. Takva su kretanja rezultat smanjenja inozemne imovine u okviru sustava TAREGT2 te pogoršanja inozemne pozicije banaka, dok je stanje međunarodnih ulaganja sektora države i nefinansijskih poduzeća ostalo nepromijenjeno.

Projicirana kretanja

Neto odljev kapitala trebao bi se nastaviti petu godinu zaredom, iako slabijim intenzitetom nego u 2017. Naime, na finansijskom se računu platne bilance u cijeloj 2018. očekuje smanjenje neto obveza za 1,2 mld. EUR, u usporedbi s 1,8 mld. EUR u prethodnoj godini. Pritom bi rast vlasničkih obveza mogao biti izraženiji, ali bi se neto razduživanje domaćih sektora moglo usporiti u odnosu na prošlu godinu. Istodobno se očekuje značajan rast međunarodnih pričuva, no slabiji nego u 2017. godini.

Ukupan bi neto priljev vlasničkih ulaganja u cijeloj 2018. mogao premašiti prošlogodišnja ostvarenja, što poglavito odražava znatno veću ocjenu zadržane dobiti kreditnih institucija, a u manjoj mjeri i poduzeća u stranom vlasništvu, zahvaljujući rastu njihove profitabilnosti. Istodobno se očekuje blagi rast novih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku s obzirom na to da bi se i na globalnoj razini, nakon snažnog pada u 2017., inozemna izravna ulaganja u 2018. mogla tek skromno oporavljati. Domaći strukturni nedostaci, poglavito što se tiče poslovnog okružja, dodatno ograničavaju priljev vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, pri čemu bi se ona na tragu ostvarenja u posljednjih nekoliko godina uglavnom mogla i dalje bilježiti u sektorima turizma, trgovine i nekretnina.

Za razliku od rasta dužničkih obveza početkom godine, na razini cijele 2018. očekuje se nastavak trenda smanjivanja duga i poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Pritom bi svoje dužničke obveze mogli smanjiti svi domaći sektori, što bi uz povoljan utjecaj rasta nominalnog BDP-a moglo rezultirati smanjavanjem udjela bruto duga u BDP-u na 76%. Slično tome, relativni pokazatelji neto inozemne zaduženosti i stanja međunarodnih ulaganja također bi se trebali dodatno poboljšati.

U 2019. neto odljev kapitala mogao bi se dodatno smanjiti. Pritom se očekuje daljnje razduživanje domaćih sektora i poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Tako bi se do kraja godine bruto inozemni dug mogao smanjiti na oko 70% BDP-a. Za razliku od toga, nova vlasnička ulaganja u Hrvatsku mogla bi porasti. Manje izraženo, očekuje se i rast ulaganja u inozemstvo. Istodobno bi se dodatno moglo povećati i bruto međunarodne pričuve.

Rizici vezani uz projekciju tokova kapitala uglavnom se odnose na moguće pogoršanje globalnih uvjeta financiranja i investicijske klime. Pritom bi daljnje jačanje trgovinskog protekcionizma i geopolitičkih napetosti moglo dodatno smanjiti ionako skroman očekivani rast globalnih inozemnih izravnih ulaganja. Zbog ranije akumuliranih visokih obveza prema inozemstvu, unatoč njihovu postupnom smanjivanju posljednjih nekoliko godina, rizici za vanjsku poziciju RH i dalje su izraženi.

9. Monetarna politika

HNB je tijekom prve polovine 2018. nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava. Zbog aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu središnja je banka od početka 2018. od banaka otkupila ukupno 726 mil. EUR. Uz otkup dodatnih 14,7 mil. EUR od Ministarstva finansija, od početka 2018. do polovine lipnja HNB je deviznim transakcijama ukupno neto otkupio 740,7 mil. EUR, čime je kreirano 5,5 mlrd. kuna (Slika 9.1.).

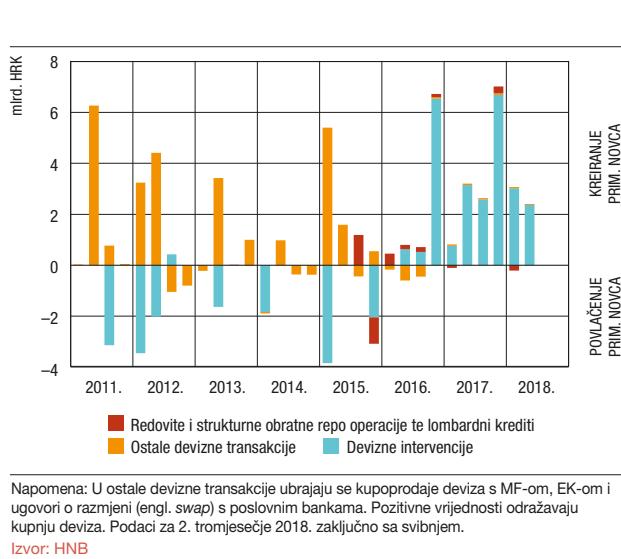
Uz devizne transakcije, HNB je nastavio održavati i redovite tjedne obratne repo aukcije uz fiksnu repo stopu od 0,3%. Međutim, u uvjetima izrazito velikog viška kunske likvidnosti u monetarnom sustavu, od početka godine u potpunosti je izostao interes banaka za kratkoročnim kunkskim sredstvima ponuđenima putem ovog instrumenta monetarne politike.

Prosječni višak kunske likvidnosti u prvih pet mjeseci 2018. dosegnuo je 27,8 mlrd. kuna, što je za 12,1 mlrd. kuna više od prosječnog viška zabilježenog u 2017. godini (Slika 9.2.). Rast

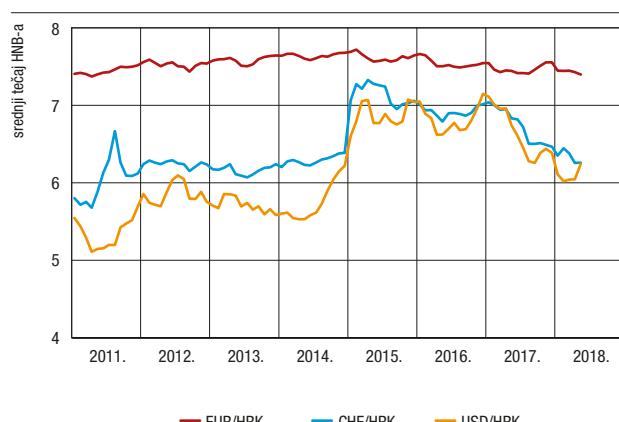
kunske likvidnosti u sustavu ponajprije je rezultat kreiranja primarnog novca kupnjama deviza od banaka. U takvim se uvjetima prosječna ponderirana kamatna stopa na prekonoćnom međubankovnom tržištu zadržala na iznimno niskim razinama uz vrlo oskudan promet. Pritom je u travnju zabilježen porast međubankove kamatne stope na 0,25%, no to je bio odraz samo jedne provedene transakcije u tom mjesecu, nakon čega tijekom svibnja ponovno nije bilo prometa.

Tijekom prvih pet mjeseci 2018. prevladavali su aprecijacijski pritisci na kunu koji su bili ublaženi deviznim intervencijama HNB-a. Tečaj kune prema euru tako je na kraju svibnja 2018. iznosio 7,38 EUR/HRK, što je za 0,5% niže nego na kraju istog mjeseca prethodne godine, dok je prosječni tečaj u prvih pet mjeseci 2018. bio za 0,4% niži u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (Slika 9.3.). Pritisci na jačanje kune povezani su s povoljnim makroekonomskim kretanjima poput smanjenja fiskalnih rizika i oporavka gospodarske aktivnosti te viška na

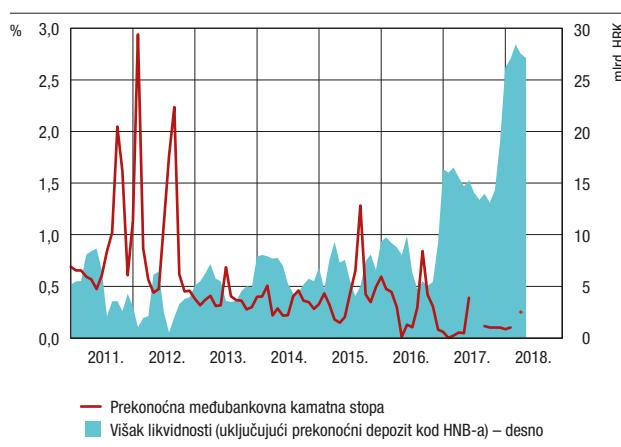
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



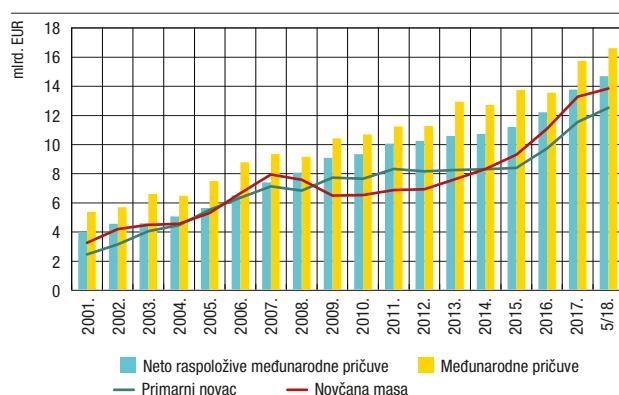
Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



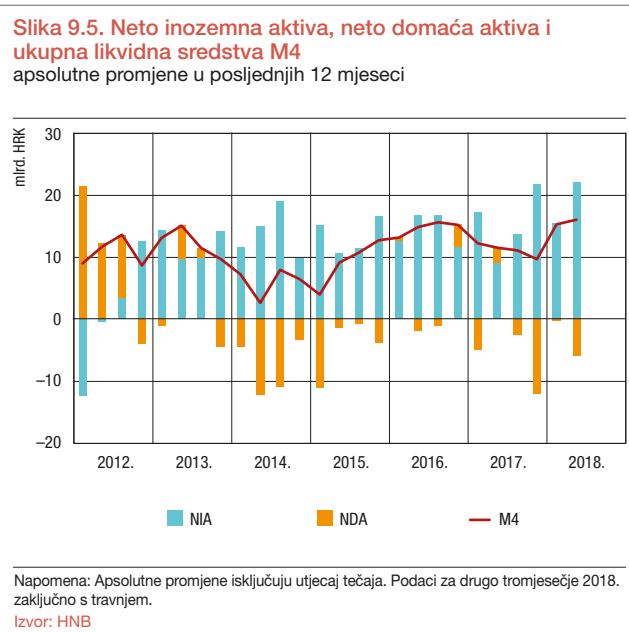
Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekonoćna međubankovna kamatna stopa



Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



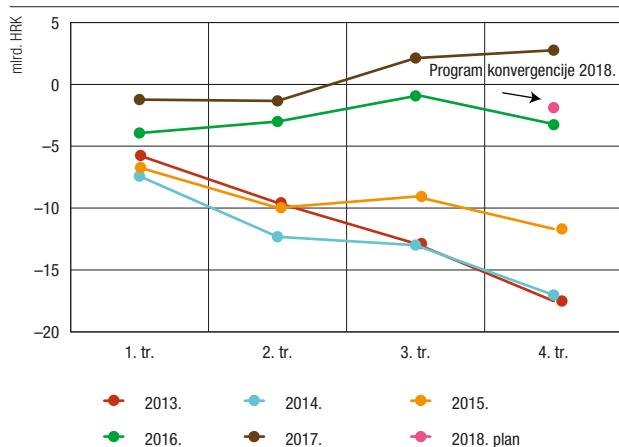
Napomena: Neto raspoložive pričuve definirane su kao međunarodne pričuve umanjene za deviznu inozemnu pasivu HNB-a, obveznu pričuvu u devizama, devizne depozite države te izvanbilančne obveze (ugovori o razmjeni). Posljednji podatak za novčanu masu odnosi se na kraj travnja 2018. godine.



–0,5% BDP-a, nakon čega bi se on u 2019. mogao blago smanjiti na –0,4% BDP-a. Istodobno bi se dug opće države trebao nastaviti kretati silaznom putanjom. Pritom je predviđeni manjak rezultat povećanja rashoda opće države (u postocima BDP-a), čija je dinamika pod utjecajem snažnog rasta rashoda za subvencije, investicije i ostale kapitalne transfere. U 2019. se planiraju i daljnja porezna rasterećenja. Unatoč spomenutim očekivanjima Europska komisija u proljetnim je prognozama ocijenila da bi saldo opće države mogao biti zamjetno povoljniji nego što je prikazano u Programu konvergencije RH, poglavito zato što očekuje manji rast rashoda za investicije i subvencije, a ujedno nisu ugrađena ni najavljeni porezni rasterećenja jer nisu jasno obrazložena.

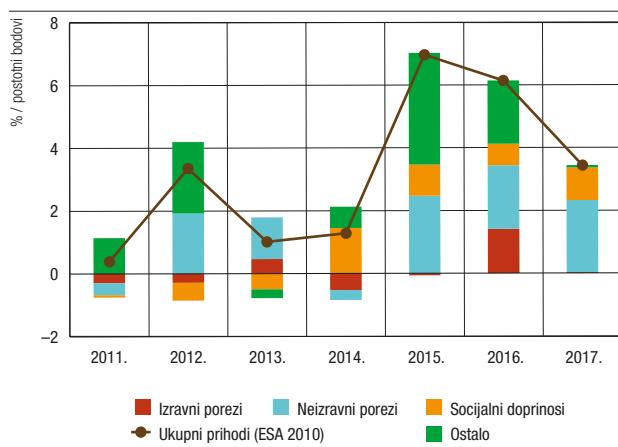
Kada je riječ o ostvarenjima za 2018., dostupni gotovinski podaci MF-a za prvo tromjeseče upućuju na blago smanjenje manjka na početku godine u odnosu na isto razdoblje 2017., zbog nešto izraženijeg rasta prihoda u odnosu na rast rashoda⁴¹.

Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima
ESA 2010



Izvor: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

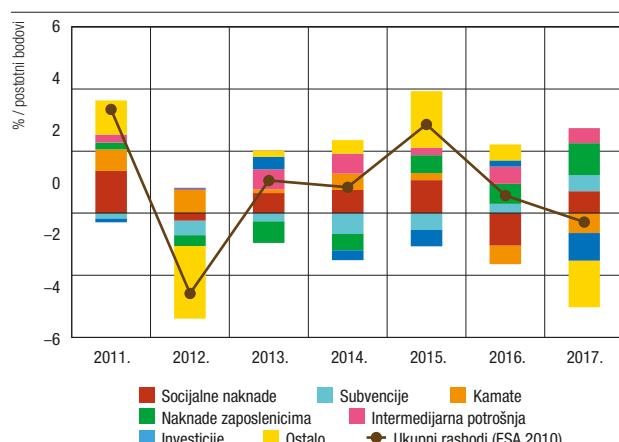
Slika 10.2. Prihodi konsolidirane opće države
ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

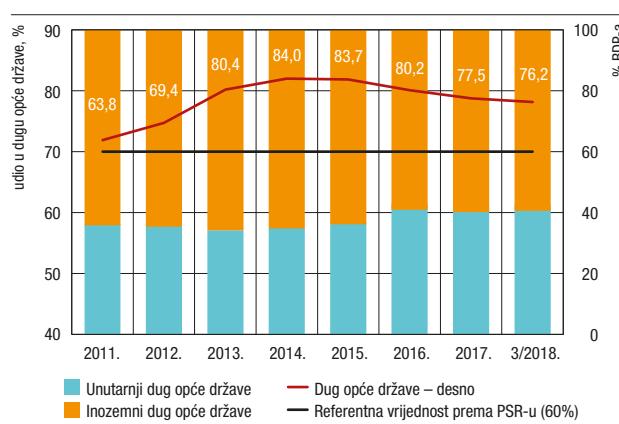
41 Međutim, dostupni podaci o zaduživanju i promjeni depozita opće države čiji je obuhvat uskladen s metodologijom ESA 2010 upućuju na zaključak da bi manjak u prvom tromjesečju ipak mogao biti veći nego u istom razdoblju prethodne godine.

Slika 10.3. Rashodi konsolidirane opće države
ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

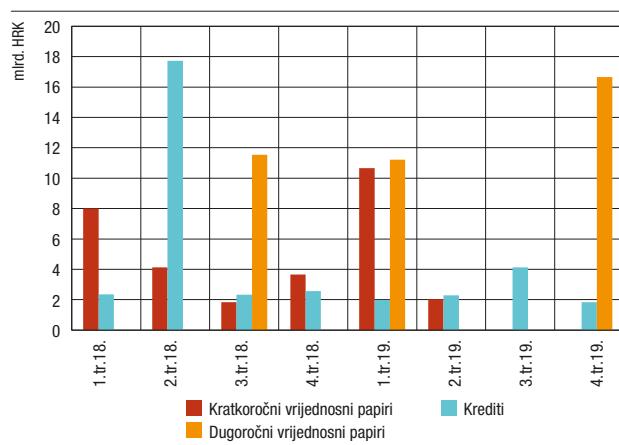
Slika 10.4. Dug opće države
stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju ožujka 2018. uzet je nominalni BDP izračunat kao zbroj BDP-a za prvo tromjeseče 2018. i prethodnih triju dostupnih tromjesečnih podataka.

Izvor: HNB

Slika 10.5. Dospijeća duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 15. lipnja 2018., a kredita 31. ožujka 2018.

Izvor: MF; HNB

Prema podacima MF-a prihodi opće države (metodologija GFS 2001) porasli su na godišnjoj razini za 6,4%. Rastu prihoda pritom su ponajviše pridonijeli prihodi od socijalnih do-prinosa, zahvaljujući povoljnim kretanjima na tržištu rada, zatim prihodi od PDV-a koje podržava daljnji oporavak osobne potrošnje, te tekuće pomoći od međunarodnih organizacija, što je vjerojatno povezano s primljenim sredstvima iz proračuna EU-a. U prvom su tromjesečju rasli i prihodi od poreza na dohodak i poreza na dobit te trošarine, u prvom redu zbog rasta prihoda od trošarina na duhanske prerađevine i alkohol. Jedino je u kategoriji ostalih prihoda zabilježena godišnja stagnacija, pod utjecajem dosta različitih kretanja pojedinih sastavnica, pa su tako prihodi od imovine smanjeni, dok su se prihodi od prodaje robe i usluga povećali u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Godišnji je rast rashoda konsolidirane opće države (metodologija GFS 2001) u prvom tromjesečju 2018. bio nešto blaži u usporedbi s rastom prihoda i dosegnuo 4,8%. Takođe ostvarenjima proračunskih rashoda ponajviše su pridonijeli rashodi za naknade zaposlenima, rashodi za socijalne naknade i rashodi iz kategorije ostalih rashoda. Prema dostupnim podacima rast naknada zaposlenima opće države pritom odražava porast broja zaposlenih u javnim i državnim službama te cjelogodišnji učinak povećanja plaća u javnom sektoru tijekom 2017. godine. Rast rashoda za socijalne naknade određen je redovitim usklađenjem mirovina i blagim rastom broja umirovljenika, a djelomično i rastom izdataka za zdravstvo. Rast ostalih rashoda mogao bi biti uglavnom povezan s transferom sredstava iz proračuna EU-a korisnicima izvan općeg proračuna. Kod većine je ostalih kategorija rashoda rast bio tek umjeren, a blago su se snizili samo rashodi za subvencije.

Dug opće države na kraju ožujka ove godine iznosi je 281,3 mlrd. kuna, što je, unatoč manjku opće države ostvarenom tijekom prvog tromjesečja, za 2,0 mlrd. kuna manje u odnosu na kraj 2017. Smanjenje duga pritom odražava jačanje tečaja kune prema euru i dolaru u istom razdoblju kao i korištenje depozita države prenesenih iz 2017. godine.

Država je u prvom tromjesečju provela drugu fazu financijskog restrukturiranja cestarskog sektora (HAC, ARZ, HC), ugovorivši sindicirani kredit na domaćem tržištu u iznosu od 1,8 mlrd. EUR, kojim se pod znatno povoljnijim uvjetima refinancirao značajan dio preostalog duga tih poduzeća. Na domaćem finansijskom tržištu i nadalje prevladavaju povoljni uvjeti, uz visoku likvidnost, pa se na realiziranim aukcijama trezorskih zapisa bilježe iznimno niske kamatne stope na kunske, a prvi put i nulte kamatne stope na eurske zapise. Kada je riječ o novim zaduživanjima na međunarodnom tržištu, u lipnju su izdane euroobveznice u iznosu od 750 mil. EUR, koje će biti iskorištene za refinanciranje euroobveznica koje dospijevaju u srpnju ove godine. To je refinanciranje također ostvareno pod znatno povoljnijim uvjetima (godišnja kuponska kamatna stopa za nove obveznice iznosi 2,7%, a 5,875% kod obveznica koje dospijevaju u srpnju). Sve navedeno utjecat će na daljnji pad kamatnih rashoda opće države u budućim razdobljima.

Tijekom drugog polugodišta 2018. općoj državi dospijeva na naplatu oko 5,7% BDP-a obveza, što se pretežno odnosi na obveze na osnovi jednoga domaćeg izdanja i jednoga inozemnog izdanja obveznica, pri čemu su sredstva za otplatu euroobveznika već osigurana spomenutim lipanjskim izdanjem na međunarodnom tržištu kapitala.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Ocjena realnih kretanja u međunarodnom okružju za 2018. povoljnija je nego što se očekivalo u projekciji iz prosinca 2017. Naime, globalni je rast u međuvremenu bio snažniji od predviđanja, pa je i ocijenjena stopa globalnog rasta za 2018. povećana za 0,2 postotna boda (Tablica 11.1.). Među razvijenim zemljama, najveće pozitivne promjene u očekivanjima zabilježene su kod SAD-a, zahvaljujući većem optimizmu glede učinaka porezne reforme. Isto tako, nešto su povoljnija i očekivanja za europolodručje, uključujući i sve važnije hrvatske vanjskotrgovinske partnerne, i to zbog povoljnih ostvarenja krajem prošle i u prvim mjesecima tekuće godine. Glede monetarne politike, očekuje se nešto intenzivnije zaoštrevanje politike Fed-a tijekom 2018., dok je prvo očekivano podizanje referentne kamatne stope ESB-a odgođeno s prvog na drugo tromjesečje 2019. Neznatno su povećane ocjene globalne inflacije za tekuću godinu, uglavnom zbog viših ostvarenih cijena nafte.

Očekivanja u vezi s gospodarskim rastom u 2018. nisu se značajno promijenila u odnosu na projekciju iz prosinca prošle godine, pa bi se realni BDP mogao povećati za 2,8% (prethodno 2,9%). Međutim, iako je očekivana stopa rasta ukupne gospodarske aktivnosti tek neznatno snižena, zabilježene su određene promjene u strukturi BDP-a. Tako je najznačajnija korekcija zabilježena kod ukupnog izvoza koji bi se mogao povećati za 4,9% u odnosu na ranije očekivanih 5,8%. Naime, iako je izvoz usluga bolji nego što se očekivalo, u prva tri mjeseca ove godine zabilježen je značajan pad izvoza robe, a očekivalo se njegovo povećanje. Nadalje, smanjena je i očekivana stopa rasta bruto investicija u fiksni kapital, što je djelomično posljedica nepovoljnijih ostvarenja u prvom tromjesečju ove godine. Takva se kretanja mogu povezati s investicijskom aktivnosti države koja je bila slabija od očekivane, na što upućuju podaci o građevinskim radovima na ostalim zgradama. Rast investicija u 2018. mogao bi tako iznosi 6,4% umjesto prethodno projiciranih 7,1%. S druge strane, povećan je očekivani rast osobne potrošnje, s prethodno projiciranim 3,2% na 3,6%. Navedena je korekcija uglavnom rezultat

boljih ostvarenja početkom ove godine te povoljnijih projiciranih kretanja na tržištu rada. Osim toga, povećan je i očekivani rast državne potrošnje, također kao rezultat boljih ostvarenja, pa bi stopa rasta mogla iznositi 2,5% (prethodno 1,5%). Konačno, iako su očekivanja glede robnog izvoza i kapitalnih ulaganja lošija u odnosu na prethodnu projekciju, snažan rast osobne potrošnje mogao bi se odraziti na nastavak povećavanja uvoza robe i usluga. Stoga je očekivana stopa rasta ukupnog uvoza tek blago snižena na 7,1% (prethodno 7,4%). Budući da je negativna korekcija na strani ukupnog izvoza bila izraženija od one na strani uvoza, očekivani negativni doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu porastao je s -0,7 na -1,0 postotni bod.

Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u 2018. ocijenjena je na 1,7%, što je za 0,1 postotni bod više nego u projekciji iz prosinca 2017. Revizija ukupne stope inflacije dominantno odražava znatno poskupljenje naftnih derivata na domaćem tržištu zbog izrazitijeg rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu u prvoj polovini 2018. Stoga se u tekućoj projekciji očekuje viši godišnji rast cijena nafte tipa Brent u 2018. (33,6% prema 12,7% u prethodnoj projekciji). Nasuprot tome, ocijenjeni godišnji rast cijena hrane blago je snižen, zbog nižeg prijenosa iz prošle godine, zahvaljujući zamjetnom pojedinstinjenju određenih prehrambenih proizvoda u prosincu 2017. Nadalje, projicirani prosječni godišnji rast potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2018. jednak je onom u prethodnoj projekciji.

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2018. mogao bi biti za 0,5 postotnih bodova niži nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji. Glavni činitelj revizije očekivanog viška naniže jest smanjena ocjena neto izvoza robe i usluge. Pritom se ocjena ukupnog izvoza robe i usluga nije znatnije promijenila s obzirom na to da je niži izvoz robe (zbog slabijih ostvarenja u prethodnoj i početkom tekuće godine) većinom nadomješten povoljnijom prognozom izvoza usluga, što se poglavito odnosi na prihode od usluga putovanja. S druge strane, ukupan bi uvoz mogao biti veći od ranije očekivanog, čemu među ostalim

Tablica 11.1. Temeljne prepostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2018.		
	Prethodna projekcija (12./2017.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svjet	3,7	3,9	0,2
Europolodručje	1,9	2,4	0,5
SAD	2,3	2,9	0,6
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištem u nastajanju	4,9	4,9	0,1
Zemlje Srednje i Istočne Europe	3,5	4,3	0,7
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	2,2	2,6	0,4
Cijene			
HICP u europodručju ^a	1,2	1,4	0,2
Cijene nafte (USD/barel) ^b	61,1	72,7	11,6
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,22	-0,29	-0,1
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,0
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	2,15	2,40	0,3

^aESB, lipanj 2018.; ^b Bloomberg, Brent crude oil futures; ^c Bloomberg

Izvor: MMF (WEO), travanj 2018.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2017.		2018.			
	Prethodna projekcija (12/2017.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (12/2017.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	3,1	2,9	-0,1	2,9	2,8	-0,1
Osobna potrošnja	3,8	3,6	-0,2	3,2	3,6	0,3
Državna potrošnja	1,7	2,7	1,0	1,5	2,5	1,0
Investicije u kapital	4,2	3,8	-0,4	7,1	6,4	-0,7
Izvoz robe i usluga	6,6	6,4	-0,2	5,8	4,9	-0,8
Uvoz robe i usluga	8,5	8,1	-0,3	7,4	7,1	-0,3
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	1,8	1,9	0,1	1,5	2,2	0,7
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	12,4	12,1	-0,3	11,3	10,0	-1,3
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,3	11,2	-0,1	10,2	9,7	-0,5
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	1,2	1,1	-0,1	1,6	1,7	0,1
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	3,7	3,9	0,2	2,5	2,3	-0,2
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	4,5	4,5	0,0	3,7	3,2	-0,5
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	79,9	81,8	1,8	74,9	75,8	0,8
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	4,5	2,1	-2,4	4,5	5,3	0,8
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	4,0	3,1	-0,9	4,5	5,3	0,8
Plasmani kreditnih institucija	0,6	-1,2	-1,8	4,1	2,7	-1,4
Plasmani kreditnih institucija ^b	3,0	2,9	-0,2	4,1	4,6	0,5

^a Isključujući utjecaj tečajnih promjena; ^b Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama.

Izvor: HNB

pridonose viši uvoz nafte i naftnih derivata zbog pretpostavke o višoj cijeni sirove nafte, kao i povećana procjena rashoda za turističke usluge rezidenata. Manjak na računu primarnog dohotka također bi mogao biti veći nego u prethodnoj projekciji, uglavnom zbog veće prognozirane dobiti kreditnih institucija.

Projekcija relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti na kraju 2018. nešto je veća od prethodne, poglavito zbog višeg ostvarenja stanja duga na kraju 2017. godine. Istodobno je korekcija vrijednosti nominalnog BDP-a naviše ublažila nepovoljan utjecaj povećanog stanja duga na relativni pokazatelj.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija privatnom sektoru u cijeloj 2018. povećala se u odnosu na prethodna očekivanja s obzirom na bolja ostvarenja kreditne aktivnosti u prvom polugodištu. Plasmani bi u 2018. mogli porasti za 4,6%, dok se u prethodnoj projekciji očekivalo povećanje od 4,1% (stope izračunate na temelju transakcija plasmana). Bržem rastu plasmana podjednako pridonosi snažnije kreditiranje poduzeća i stanovništva u dosadašnjem dijelu godine. Usto, kod kredita

stanovništvu uzet je u obzir učinak najavljenog nastavka provođenja programa Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita koji bi se trebao provesti u posljednjem tromjesečju 2018. godine. Što se tiče nominalne promjene plasmana, u ovoj se projekciji u 2018. očekuje rast od 2,7% u odnosu na prethodno očekivanih 4,1%. Niže očekivano nominalno stanje plasmana za kraj godine rezultat je uključivanja u projekciju ostvarenih i najavljenih prodaja nenaplativih plasmana banaka.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2018. korigiran je naviše u odnosu na prethodna očekivanja (5,3% prema 4,5% iz prošle projekcije, isključujući utjecaj kretanja tečaja) zbog povoljnijih ostvarenja u prvom polugodištu. To se prije svega odnosi na zamjetno snažniji rast depozitnog novca u odnosu na ranja očekivanja pod utjecajem nastavka pada kamatnih stopa na depozite i oporavka gospodarske aktivnosti. S druge strane, tijekom prve polovine godine ostvaren je izrazitiji pad deviznih depozita u odnosu na prošlu projekciju.

12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica A.1. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

promjena u postocima

	BDP		Potrošnja kućanstava		Bruto investicije u fiksni kapital		Izvoz robe i usluga		Uvoz robe i usluga		Industrijska proizvodnja		Potrošačke cijene	
	2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.
Hrvatska narodna banka (srpanj 2018.)	2,8	2,8	3,6	3,1	6,4	6,7	4,9	4,7	7,1	6,0	-	-	1,7	1,6
Svjetska banka (lipanj 2018.)	2,6	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ekonomski institut Zagreb (ožujak 2018.)	2,7	2,6	3,1	2,7	3,9	4,3	5,6	5,3	7,4	7,5	-	-	1,6	1,8
Eastern Europe Consensus Forecasts (svibanj 2018.)	2,7	2,7	2,9	2,6	5,1	5,1	-	-	-	-	2,4	2,6	1,5	1,8
Europska banka za obnovu i razvoj (svibanj 2018.)	2,7	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (svibanj 2018.)	2,8	2,7	3,1	2,9	6,2	6,0	4,8	4,6	6,6	6,0	-	-	1,4	1,5
Addiko Bank Economic Research* (travanj 2018.)	3,0	3,0	3,2	2,8	6,0	6,5	7,1	5,1	8,5	6,5	3,4	3,5	1,4	1,7
Međunarodni monetarni fond (travanj 2018.)	2,8	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	1,5
Ministarstvo finančnoga (travanj 2018.)	2,8	2,7	2,9	2,8	6,7	6,3	5,3	5,2	7,4	6,8	-	-	1,4	1,4
Raiffeisen Research ^a (studeni 2017.)	2,3	2,5	-	-	-	-	6,3	7,0	5,4	6,5	2,5	2,8	1,4	2,0

^a Stope promjene izvoza i uvoza robe i usluga odnose se na promjenu nominalnih vrijednosti.

Napomena: Projekcija Ministarstva finančnoga preuzeta je iz dokumenta Program konvergencije Republike Hrvatske za razdoblje 2018. – 2021.

Izvor: [Publikacije navedenih institucija](#)

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabralih zemalja

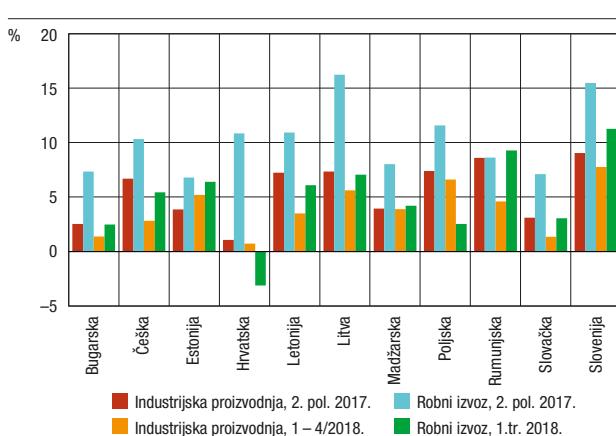
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci			Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2015.	2016.	2017.	2. tr. 2017.	3. tr. 2017.	4. tr. 2017.	1. tr. 2018.
Bugarska	3,6	3,9	3,6	1,0	0,9	0,7	-
Češka	5,3	2,6	4,4	2,4	0,7	0,8	-
Estonija	1,7	2,1	4,9	1,6	0,1	2,1	-0,1
Hrvatska	2,3	3,2	2,8	0,7	0,6	0,0	0,2
Letonija	3,0	2,2	4,5	1,4	1,6	0,4	1,6
Litva	2,0	2,3	3,8	0,7	0,5	1,4	0,8
Madžarska	3,4	2,2	4,0	1,1	1,1	1,3	1,2
Poljska	3,8	3,0	4,6	0,9	1,4	1,0	1,6
Rumunjska	4,0	4,8	6,9	1,6	2,2	0,3	0,0
Slovačka	3,9	3,3	3,4	-	-	-	-
Slovenija	2,3	3,1	5,0	1,3	1,1	1,9	0,6
Prosječ*	3,2	3,0	4,4	1,3	1,0	1,0	0,7

* Jednostavni prosjek

Izvor: [Eurostat; EK; DZS; HNB](#)

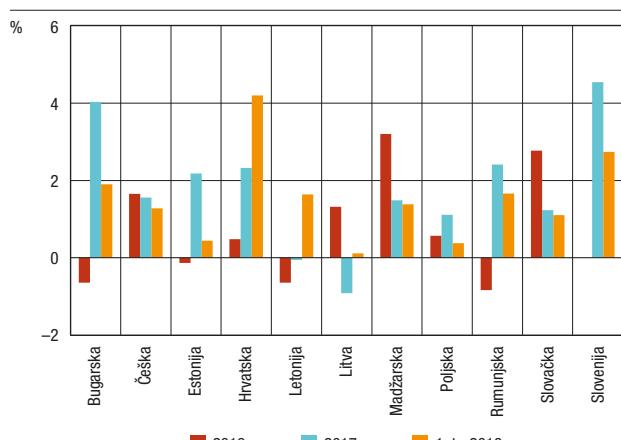
Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz godišnje stope promjene



Napomena: Industrijska proizvodnja za 2018. izračunata je kao postotna promjena industrijske proizvodnje od siječnja do travnja 2018. u odnosu na isto razdoblje prethodne godinе.

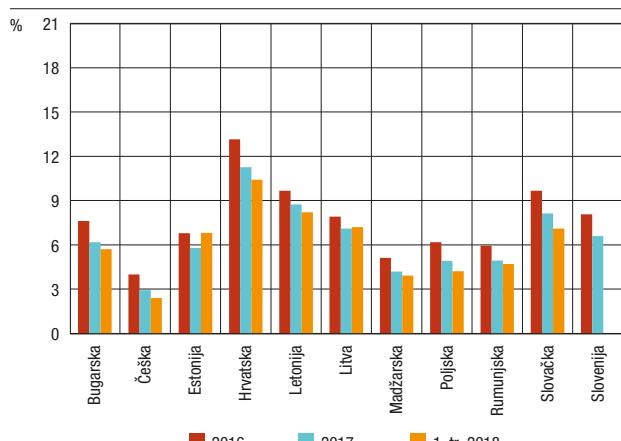
Izvor: [Eurostat; DZS](#)

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



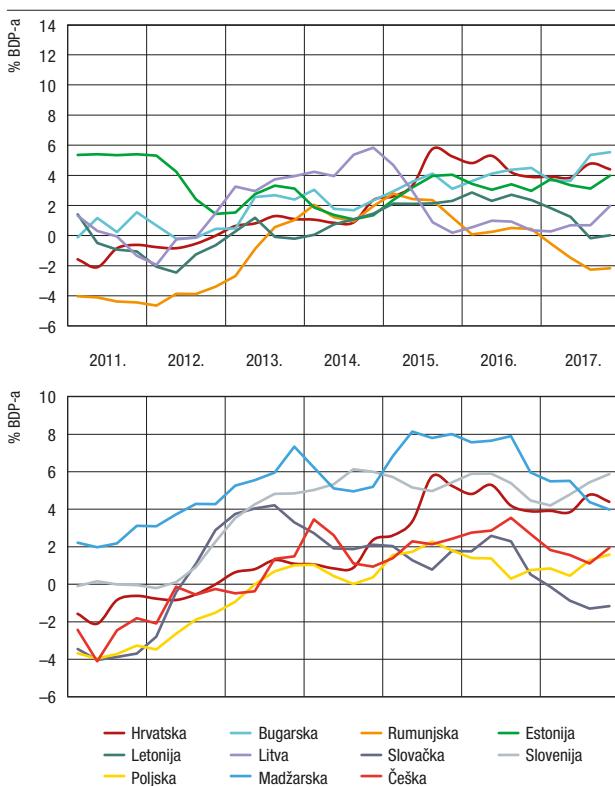
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



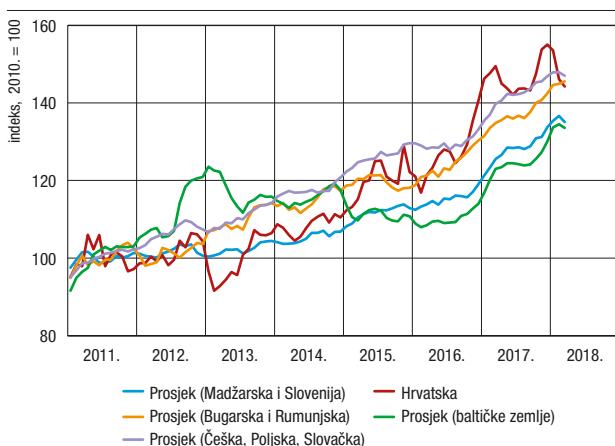
Izvor: Eurostat

Slika 13.4. Saldo na tekućem i kapitalnom računu platne bilance
zbroj posljednjih četiri tromjesečja



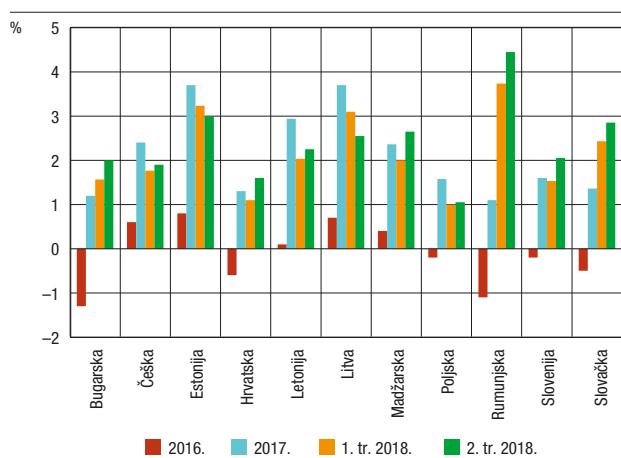
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.5. Robni izvoz
tromjesečni pomicni prosjek, sezonski prilagođeni podaci



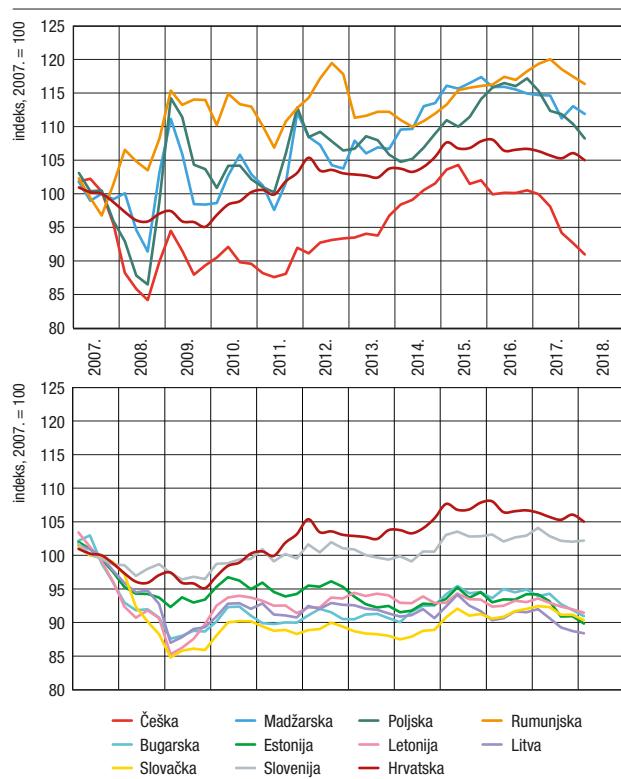
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena prosječne godišnje stope promjene



Napomena: Podaci za drugo tromjeseče 2018. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: Eurostat

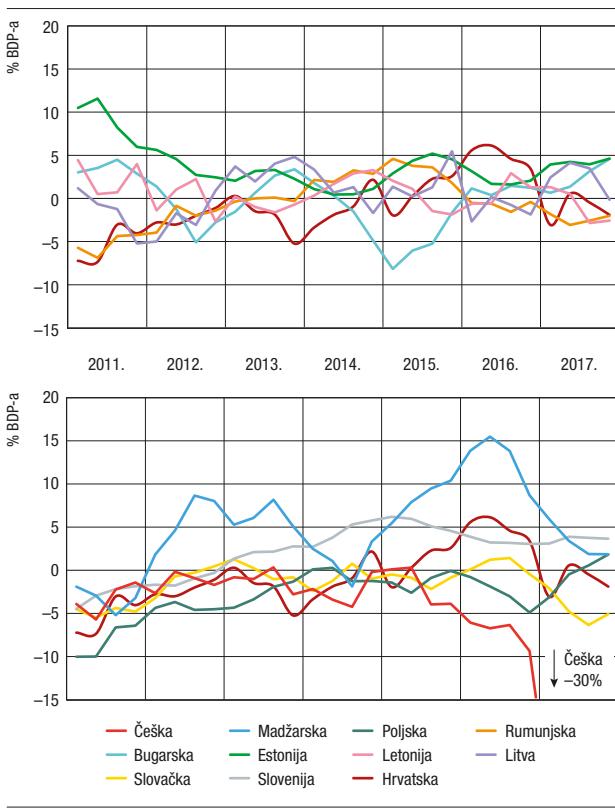
Slika 13.7. Realni efektivni tečaj (deflacioniran potrošačkim cijenama) u odabranim zemljama



Napomena: Podaci za 2018. odnose se na prvo tromjeseće. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.

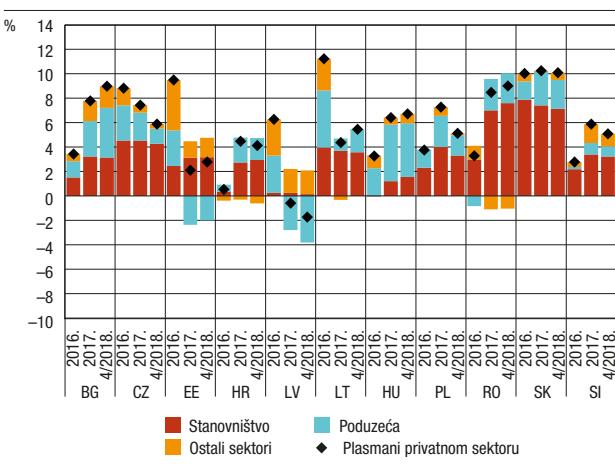
Izvor: BIS; HNB

Slika 13.8. Saldo na finansijskom računu platne bilance, isključujući promjenu međunarodnih pričuva zbroj posljednjih četiriju tromjesečja



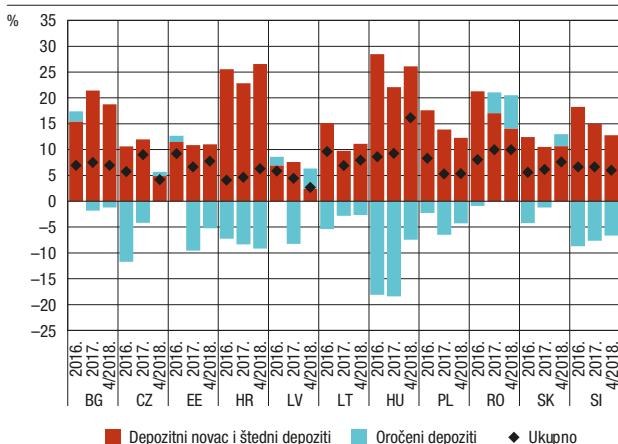
Izvor: Eurostat; HNB

Slika 13.9. Plasmani banaka privatnom sektoru doprinosi godišnjoj stopi promjene, na temelju transakcija



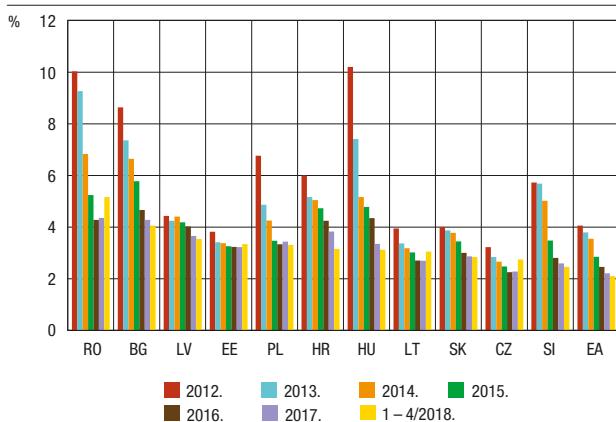
Izvor: ESB; HNB

Slika 13.10. Depoziti privatnog sektora
godišnje stope promjene, isključujući učinak tečaja



Izvor: ESB; HNB

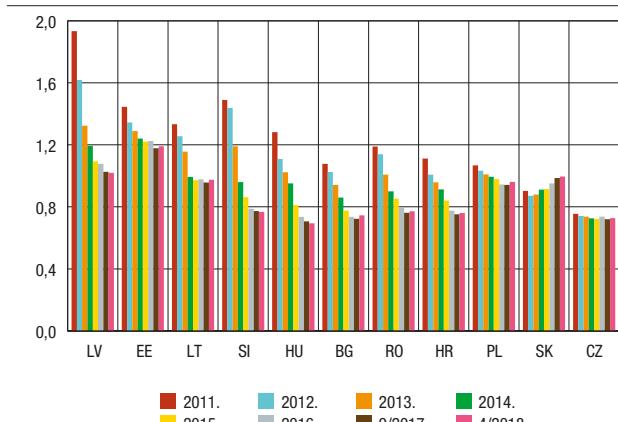
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



Napomena: Prikazane su prosječne kamatne stope na kredite poduzećima do jedne godine, do 1 mil. EUR.

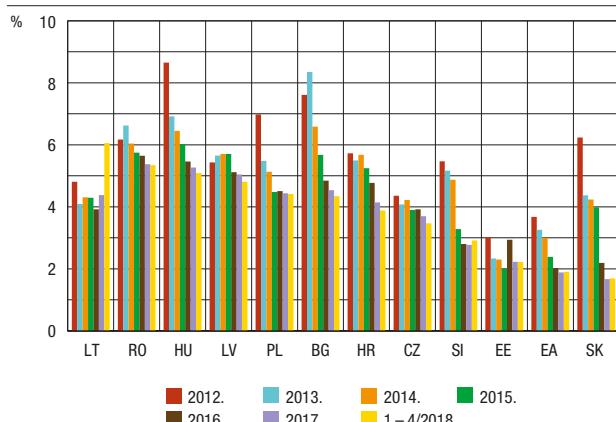
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



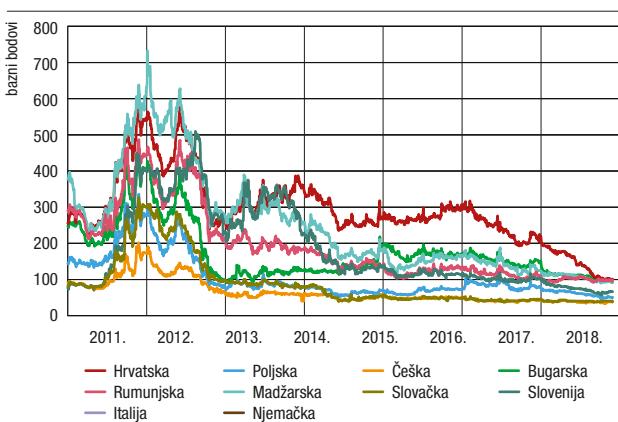
Izvor: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvor: ESB; nacionalne središnje banke

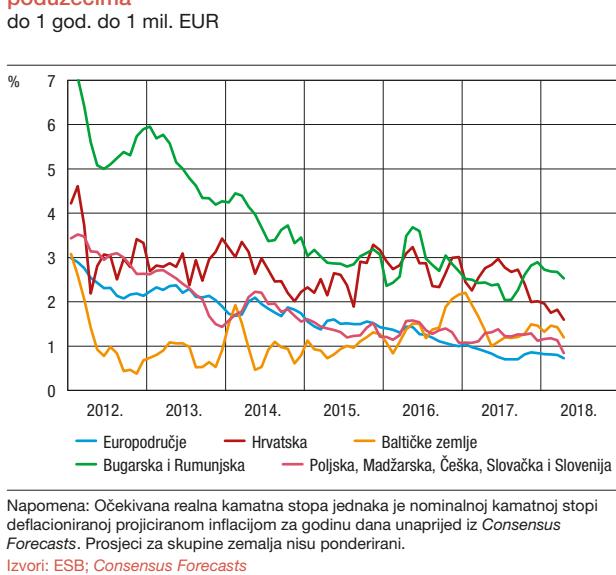
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabralih zemalja



Napomena: Premija osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji relativni iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavateljem nekog instrumenta.

Izvor: S&P Capital IQ

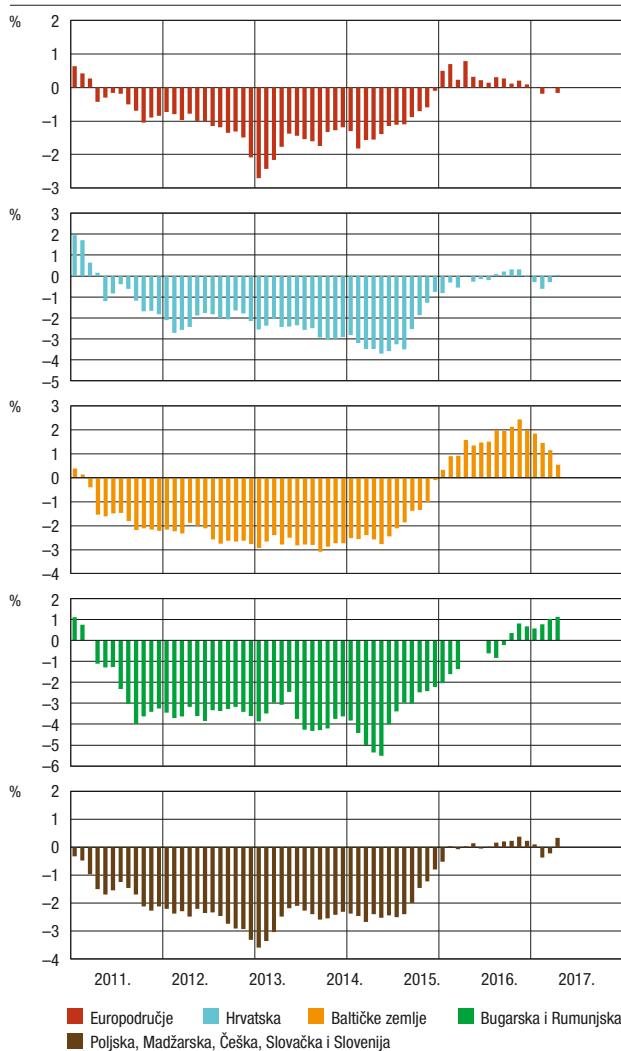
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima



Napomena: Očekivana realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi deflacioniranoj projiciranom inflacijom za godinu dana unaprijed iz Consensus Forecasts. Prosjeci za skupine zemalja nisu ponderirani.

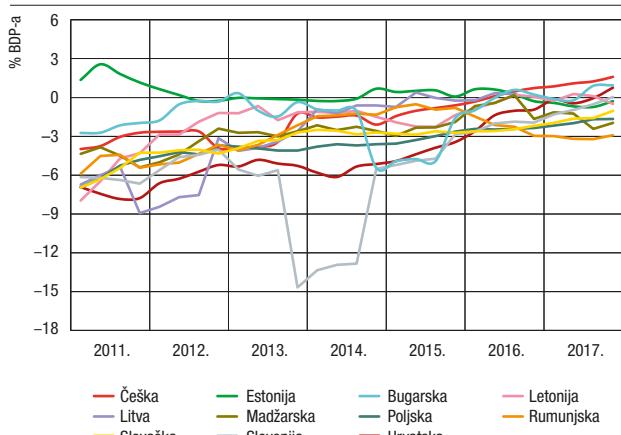
Izvor: ESB; Consensus Forecasts

Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



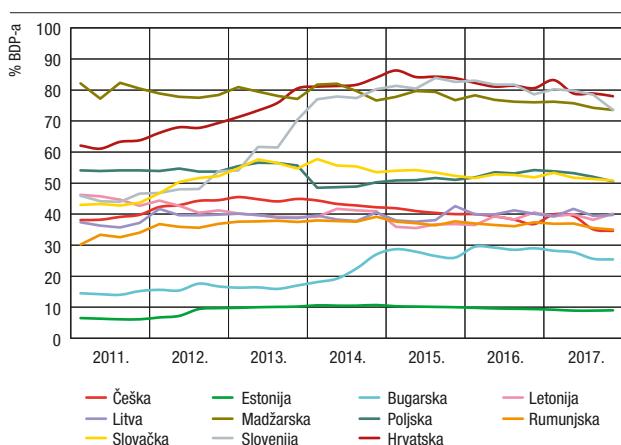
Napomena: Očekivana realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi deflacioniranoj projiciranom inflacijom za godinu dana unaprijed iz *Consensus Forecasts*, a ostvarena realna kamatna stopa jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi deflacioniranoj ostvarenom inflacijom. Prosjeci za skupine zemalja nisu ponderirani.
Izvor: ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države
pomični zbrojevi četiri tromjesečja



Izvor: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države
stanje na kraju tromjesečja



Izvor: Eurostat; HNB

Kratice i znakovi

Kratice

b. b.	– bazni bod
BDP	– bruto domaći proizvod
BDV	– bruto dodana vrijednost
BEA	– Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. <i>U. S. Bureau of Economic Analysis</i>)
BIS	– Banka za međunarodne namire (engl. <i>Bank for International Settlements</i>)
BZ	– blagajnički zapisi
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)
DAB	– Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
dep.	– depoziti
d. n.	– drugdje nespomenuto
DZS	– Državni zavod za statistiku
EK	– Europska komisija
EMU	– Ekonomski i monetarni unija
engl.	– engleski
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fik.	– fiksni
FISIM	– posredno mjerene naknade za uslugu finansijskog posredovanja
FZO	– Fond za zaštitu okoliša i energetsku učinkovitost
HAC	– Hrvatske autoceste
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HC	– Hrvatske ceste
HFP	– Hrvatski fond za privatizaciju
HNB	– Hrvatska narodna banka
HPB	– Hrvatska poštanska banka
HWI	– Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. <i>Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut</i>)
HZMO	– Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje
HZZO	– Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
IEA	– Međunarodna agencija za energiju (engl. <i>International Energy Agency</i>)
ILO	– Međunarodna organizacija rada (engl. <i>International Labour Organization</i>)
Ina	– Industrija nafta d.d.
ind.	– industrijski
IPC	– indeks potrošačkih cijena
JTR	– jedinični troškovi rada
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
NDA	– neto domaća aktiva
NIA	– neto inozemna aktiva
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)
OP	– obvezna pričuva
PDV	– porez na dodanu vrijednost

potr.	– potrošnja
PPI	– indeks cijena pri proizvođačima (engl. <i>Produce Price Index</i>)
PSR	– Pakt o stabilnosti i rastu
RH	– Republika Hrvatska
SDR	– posebna prava vučenja
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo d.d.
SMTK	– Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
tis.	– tisuća
T-HT	– T – Hrvatski Telekom d.d.
TNZ	– Tržiste novca Zagreb
tr.	– tromjeseče
TZ	– trezorski zapisi
val.	– valutni

Troslovne oznake za valute

ATS	– austrijski šiling
CHF	– švicarski franak
CNY	– juan renminbi
DEM	– njemačka marka
EUR	– euro
FRF	– francuski franak
GBP	– funta sterlinga
HRK	– kuna
ITL	– talijanska lira
JPY	– jen
USD	– američki dolar
XDR	– posebna prava vučenja

Dvoslovne oznake za zemlje

AT	– Austrija
BE	– Belgija
BG	– Bugarska
CY	– Cipar
CZ	– Češka
DE	– Njemačka
DK	– Danska
EE	– Estonija
ES	– Španjolska
FI	– Finska
FR	– Francuska
GB	– Velika Britanija
GR	– Grčka
HR	– Hrvatska
HU	– Madžarska
IE	– Irska
IT	– Italija
LT	– Litva
LV	– Letonija
MT	– Malta
NL	– Nizozemska
PL	– Poljska
PT	– Portugal
RO	– Rumunjska
SI	– Slovenija
SK	– Slovačka
UK	– Ujedinjena Kraljevina

Znakovi

- – nema pojave
- – ne raspolaze se podatkom
- 0 – podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
- Ø – prosjek
- a, b, c,... – oznaka za napomenu ispod tablice i slike
- * – ispravljen podatak
- () – nepotpun, nedovoljno provjeren podatak

ISSN 2459-8089