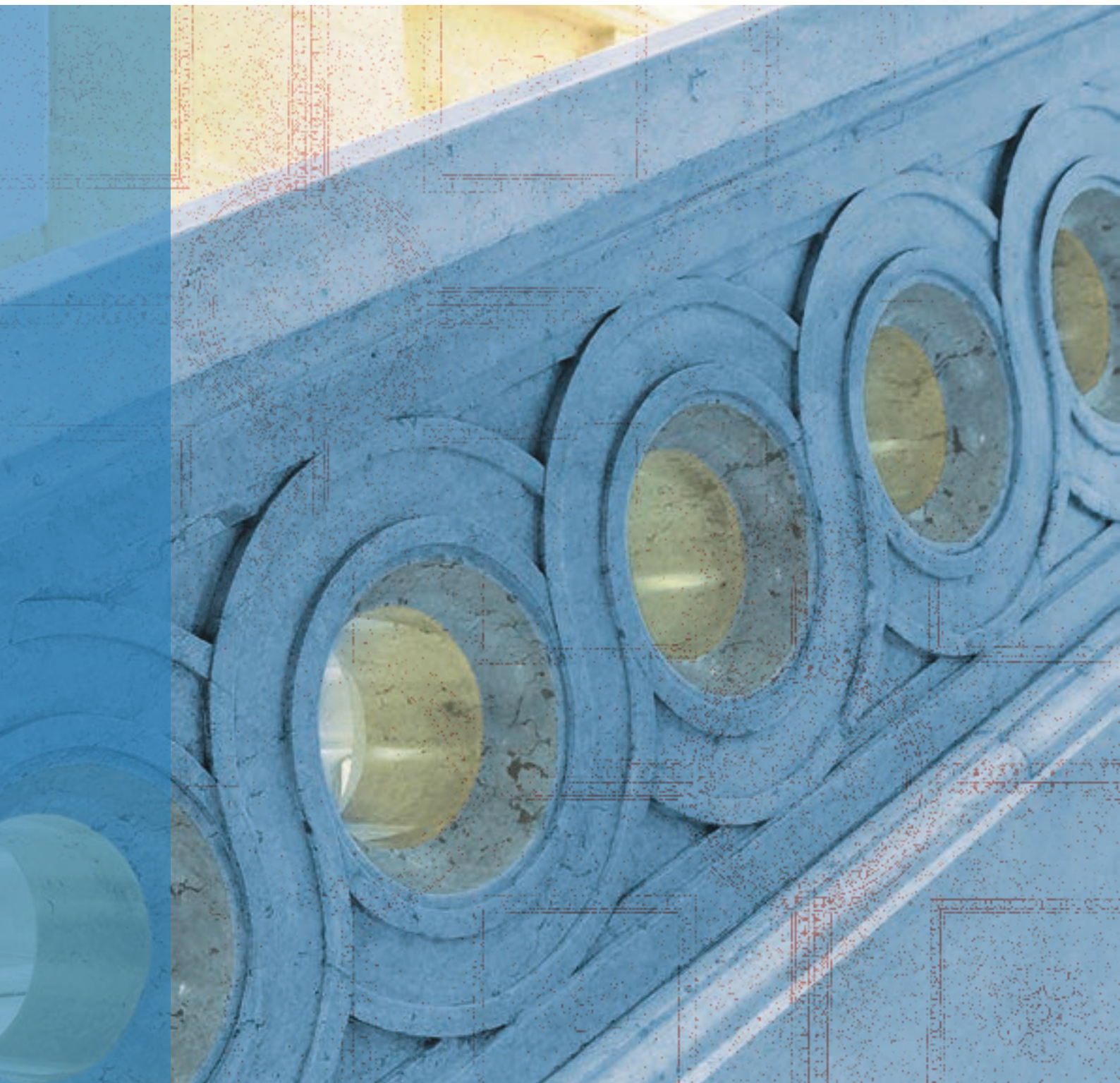




Makroekonomska kretanja i prognoze

godina III · broj 5 · prosinac 2018.



IZDAVAČ

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	Dohoci i transakcije s EU-om	22
		Projicirana kretanja	23
1. Uvod	3	Okvir 3. Karakteristike poduzeća korisnika Europskih strukturnih i investicijskih fondova	24
2. Kretanja u globalnom okružju	4	7. Financiranje privatnog sektora	27
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	5	Projicirana kretanja	31
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	5	Okvir 4. Obilježja malih i srednjih poduzeća u pristupu financiranju – saznanja iz Ankete	31
Projicirana kretanja	5		
3. Agregatna ponuda i potražnja	8	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	33
Agregatna potražnja	8	Projicirana kretanja	34
Agregatna ponuda	10		
Projicirana kretanja	10	9. Monetarna politika	35
4. Tržište rada	11	10. Javne financije	37
Zaposlenost i nezaposlenost	11	11. Odstupanja od prethodne projekcije	39
Plaće i jedinični trošak rada	13	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	41
Projicirana kretanja	13	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	41
Okvir 1. Utjecaj promjene u ponudi i dobnoj kompoziciji radne snage na zaposlenost u Hrvatskoj	14	Kratice i znakovi	46
5. Inflacija	16		
Projicirana kretanja	17		
Okvir 2. Asimetrija prijenosa cijena sirove nafte na cijene goriva u Hrvatskoj	18		
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	21		
Vanjska trgovina i konkurentnost	21		

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	2.019	1.207	1.984
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	4,0
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	51,3
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	255,9	247,3	244,1	235,9	211,4	182,9	159,5
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	34,9	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 (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-7.880,6	-9.604,6	-19.844	-20.655	-26.220	-17.420	-17.517	-17.033	-11.687	-3.275	3.158
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-2,4	-2,8	-6,0	-6,3	-7,9	-5,3	-5,3	-5,1	-3,4	-0,9	0,9
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 trećim tromjesečjem 2018. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju rujna 2018.

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

^e Proračunski podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: DZS; MF; HNB



Makroekonomska kretanja i prognoze

1. Uvod

Nakon što se rast realnog BDP-a tijekom drugog tromjesečja intenzivirao u odnosu na prethodna tri mjeseca, u trećem je tromjesečju njegova dinamika rasta oslabjela. Takva kretanja u najvećoj mjeri odražavaju slabljenje izvoza robe i usluga te istodobno relativno snažan rast ukupnog uvoza. Na razini cijele 2018. realni BDP mogao bi se povećati za 2,7%, a ista stopa rasta mogla bi se ostvariti i u 2019. godini, uz jačanje domaće i slabljenje inozemne potražnje. Na tržištu rada u tekućoj se godini očekuje dinamiziranje rasta broja zaposlenih i pad stope nezaposlenosti, nakon čega bi se u 2019. povoljna kretanja mogla usporiti. Rast plaća i dalje bi mogao biti relativno snažan, pod utjecajem manjka radne snage u pojedinim dijelovima gospodarstva i povećanja plaća u javnom sektoru. U 2018. se očekuje ubrzanje inflacije na 1,5%, što je ponajviše rezultat ubrzavanja godišnjeg rasta cijena energije. U 2019. bi se inflacija mogla usporiti, u velikoj mjeri zbog očekivanog smanjenja doprinosa cijena energije i učinka smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost na određene proizvode. Daljnji rast neto izvoza usluga, poglavito usluga putovanja, pridonosi povoljnijim kretanjima na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2018., a u 2019. očekuje se smanjenje viška pod utjecajem produblivanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Unatoč tome trend poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti mogao bi se nastaviti. Monetarna politika HNB-a zadržala je ekspanzivni karakter i nastavila podržavati oporavak gospodarstva održavajući stabilan tečaj kune prema euru. Kada je riječ o fiskalnim kretanjima, prema projekcijama Ministarstva financija RH u 2018. godini bi moglo doći do pogoršanja salda opće države, pri čemu bi manjak mogao iznositi –0,5% BDP-a. Slično ostvarenje salda očekuje se i u 2019., dok Europska komisija u ovogodišnjim jesenskim prognozama očekuje višak od 0,2% BDP-a u 2018. i 0,4% u 2019.

Tijekom trećeg tromjesečja 2018. godine došlo je do usporavanja rasta gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj razini (s 1,0% u drugom na 0,6% u trećem tromjesečju) poglavito zbog iznimno blagog smanjenja izvoza robe i usluga nakon njegova dinamiziranja u drugom tromjesečju, te do snažnog rasta ukupnog uvoza. Usporio se i rast osobne potrošnje, dok je, s druge

strane, ojačala tekuća i investicijska potrošnja opće države. Na razini cijele 2018. očekuje se povećanje realnog BDP-a za 2,7%, što znači da se rast blago usporava u odnosu na 2017. godinu. Sporiji rast vezan je poglavito uz slabljenje rasta izvoza robe i usluga, a nešto sporija dinamika očekuje se i kod osobne potrošnje. Bruto investicije u fiksni kapital mogle bi se povećati po

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)											
BDP	-7,3	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,7	2,7
Osobna potrošnja	-7,5	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-1,6	1,0	3,4	3,6	3,2	3,5
Državna potrošnja	2,1	-0,6	-0,4	-0,8	0,6	1,8	-1,0	0,7	2,7	3,3	2,6
Investicije u fiksni kapital	-14,4	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	6,5	3,8	3,7	6,0
Izvoz robe i usluga	-14,1	6,2	2,2	-0,1	3,1	6,0	9,4	5,6	6,4	3,6	3,4
Uvoz robe i usluga	-20,4	-2,5	2,5	-3,0	3,1	3,1	9,2	6,2	8,1	5,1	5,3
Tržište rada											
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-2,1	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,4	1,8
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	14,9	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	9,9	8,8
Stopa nezaposlenosti (anketna)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	7,2
Cijene											
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,9
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	1,4	0,9
Vanjski sektor											
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,5	2,6	4,0	2,9	2,0
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-5,0	-0,9	-0,6	0,0	1,1	2,4	5,2	4,0	4,7	4,1	3,4
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	101,0	103,8	103,4	102,9	104,6	106,8	101,7	89,3	81,8	75,0	70,0
Monetarna kretanja (stope promjene, %)											
Ukupna likvidna sredstva – M4	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,2	5,4
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	-0,8	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	5,3	3,1	5,4	5,5
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,7	3,9
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^b	-0,3	2,3	3,5	-1,2	1,0	-1,5	-2,2	1,1	2,9	4,7	4,8
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^b	2,3	5,9	7,6	-1,5	2,2	-3,7	-2,9	3,2	2,5	3,6	4,4
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^b	-2,6	-1,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,7	0,5	4,0	6,0	5,6

^a Isključujući utjecaj tečajnih promjena

^b Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu 221).

Izvori: DZS; MF; HNB

sličnoj stopi kao i u 2017., dok bi se rast državne potrošnje mogao dinamizirati. U 2019. očekuje se zadržavanje rasta gospodarske aktivnosti na 2,7%. Pritom bi se rast bruto investicija u fiksni kapital mogao zamjetno intenzivirati, ponajprije s obzirom na to da se pretpostavlja jačanje investicija opće države zbog snažnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Rast osobne potrošnje mogao bi se također ubrzati potaknut nastavkom rasta zaposlenosti i plaća te predviđenim poreznim rasterećenjima. Relativno povoljna kretanja na tržištu rada rezultirat će daljnjim smanjenjem stope nezaposlenosti, koja bi se u 2019. mogla spustiti na 7,2% radne snage. Iako bi slabljenje gospodarske aktivnosti u glavnim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima moglo rezultirati nešto nižom stopom rasta robe i usluga nego u 2018. godini, inozemna potražnja i dalje je jedan od glavnih pokretača gospodarskog rasta u Hrvatskoj. Usporavanje rasta očekuje se i kod državne potrošnje na temelju sporijeg povećanja broja zaposlenih u javnim i državnim službama.

Ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2018. mogla ubrzati na 1,5% (s 1,1% u 2017.), i to ponajviše zbog znatnog povećanja prosječne godišnje stope rasta cijena energije, što u značajnoj mjeri zrcali porast prosječne cijene sirove nafte na svjetskom tržištu. Uz to su u 2018. ojačali pritisci proizašli iz rasta jediničnih troškova rada. Za 2019. prognozirano je usporavanje prosječne godišnje inflacije na 0,9%, što je, prije svega, rezultat privremenih faktora, odnosno administrativnih odluka o sniženju stope poreza na dodanu vrijednost na određene proizvode početkom godine i očekivanog pada cijene sirove nafte na svjetskom tržištu. S druge strane, među uvoznim inflatornim pritiscima koji bi u 2019. trebali djelovati na ubrzanje godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije ističu se jačanje temeljne inflacije u europodručju te prelijevanje prijašnjeg poskupljenja naftnih derivata na finalne proizvode. Također, prisutni su i određeni domaći inflatorni pritisci, koji se prije svega odnose na rast domaće potražnje te troškovne pritiske proizašle iz rasta plaća bržeg od rasta proizvodnosti rada.

Na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2018. se očekuju nešto povoljnija ostvarenja u odnosu na prethodnu godinu (isključujući prošlogodišnji utjecaj rezervacija za kredite odobrene koncernu Agrokor na dobit banaka), ponajprije zahvaljujući daljnjem rastu prihoda od turizma te jačem korištenju sredstava iz fondova EU-a. Za razliku od toga, u 2019. se očekuje smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu, ponajviše zbog rasta manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Kada je riječ o tokovima kapitala s inozemstvom, očekuje se neto odljev

uglavnom na osnovi smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora, koje će se postupno usporavati. Opisana bi se kretanja trebala odraziti na daljnje poboljšanje relativnih pokazatelja vanjskih neravnoteža.

HNB je nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava i održavajući nominalni tečaj kune prema euru stabilnim. Povećanju likvidnosti najviše su pridonijeli otkupi deviza od poslovnih banaka, kojima su ublaženi aprecijacijski pritisci na domaću valutu i povećane bruto međunarodne pričuve. U uvjetima visoke likvidnosti izostao je interes poslovnih banaka za kratkoročnim kunskim sredstvima ponuđenima putem redovitih tjednih obratnih repo aukcija. U takvim se okolnostima nastavio višegodišnji trend poboljšavanja domaćih uvjeta financiranja, a zajedno s ublažavanjem standarda kreditiranja i porastom kreditne potražnje bilježi se nastavak rasta plasmana domaćih sektora.

Kada je riječ o fiskalnoj politici, izmjene i dopune proračuna za 2018. godinu i prijedlog proračuna za 2019. predviđaju da bi nakon viška proračuna u 2017., u 2018. i 2019. mogao biti ostvaren manjak opće države u iznosu od oko -0,5% BDP-a. Projekcije Europske komisije iz studenoga ove godine upućuju na to da bi saldo opće države mogao biti povoljniji nego što očekuje Ministarstvo financija. Strukturni proračunski saldo u projekcijskom razdoblju ne bi trebao prekoračiti srednjoročni proračunski cilj, a dug opće države vjerojatno će se nastaviti smanjivati u skladu s propisanim fiskalnim pravilima.

Ocjenjuje se da u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja prevladavaju negativni rizici koji u prvom redu proizlaze iz vanjskog okružja. Potencijalno daljnje jačanje trgovinskog protekcionizma na globalnoj razini i usporavanje rasta hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, ali i pooštavanje financijskih uvjeta moglo bi imati značajne posljedice na zemlje s tržištima u nastajanju. Osim toga, rastući fiskalni rizici i pogoršanje gospodarskih izgleda Italije također bi mogli neposredno negativno utjecati na hrvatsko gospodarstvo. Negativni rizici iz domaćeg okružja povezani su s kretanjima na tržištu rada. Projekcija podrazumijeva nastavak povećanja stope participacije, čiji bi izostanak ograničio rast zaposlenosti i stvorio snažnije pritiske na rast plaća. Rizici povezani s financijskim problemima u koncernu Agrokor zamjetno su se smanjili nakon što je većina njegovih vjerovnika prihvatila nagodbu. S druge strane, porezne izmjene i općenito povoljna kretanja na tržištu rada mogli bi dodatno ojačati pouzdanje potrošača, te bi rast osobne potrošnje mogao biti snažniji od očekivanog. Pozitivan učinak moglo bi prouzročiti i snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a.

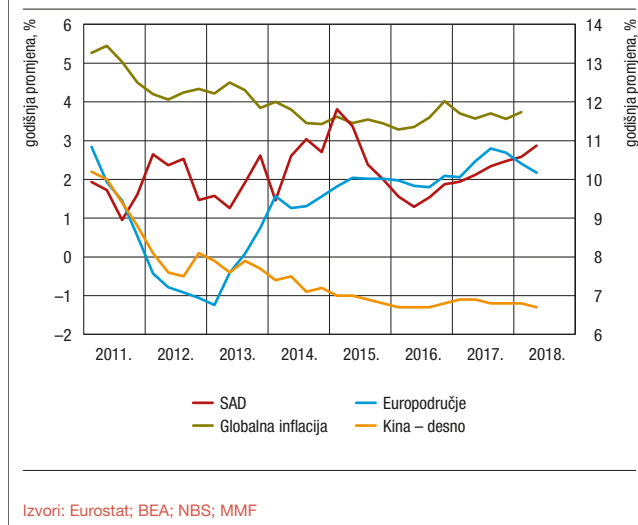
2. Kretanja u globalnom okružju

Nakon dinamičnog rasta ostvarenog u drugoj polovini 2017. globalni se gospodarski rast počeo usporavati tijekom 2018. Slabljenje rasta sve je više dolazilo do izražaja tijekom tekuće godine kako je rasla neizvjesnost na globalnoj razini zbog intenziviranja trgovinskih napetosti i političkih rizika. Posebno je to vidljivo u europodručju, za koje je u trećem tromjesečju 2018. zabilježen najsporiji rast u posljednjih nekoliko godina. Usporavanje gospodarske aktivnosti i izostanak značajnijeg rasta cijena sirovina održavali su globalnu inflaciju i nadalje na razmjerno niskoj razini. Zbog akomodativnih monetarnih politika, koje još uvijek prevladavaju u većini velikih gospodarstava, uvjeti financiranja ostali su razmjerno povoljni, uz iznimku nekih izrazito nestabilnih tržišta u nastajanju.

Suprotno globalnom trendu, gospodarska aktivnost u SAD-u dodatno je ojačala u 2018. godini. Rast američkoga gospodarstva dosegao je 3,0% u trećem tromjesečju, pri čemu su doprinos ubrzanju dale osobna i državna potrošnja te kapitalne investicije. S druge strane, povećao se negativan doprinos vanjskotrgovinske razmjene. Osobnu potrošnju nastavilo je potpomagati snažno tržište rada. Rastu domaće potražnje pridonijeli su porezna reforma i transfer dobiti iz prethodnih razdoblja iz inozemstva u SAD koji su potaknule porezne izmjene. Inflacija, koja je u listopadu 2018. iznosila 2,4%, nije dovodila u pitanje predviđenu dinamiku daljnjeg stezanja monetarne politike.

Nakon blagog usporavanja u drugom tromjesečju rast gospodarstva europodručja dodatno se usporio u trećem tromjesečju,

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta i globalna inflacija



kada je iznosio 1,7%, što je najniža stopa još od 2014. godine. Slabljenje rasta bilo je široko rasprostranjeno među zemljama članicama, uključujući Njemačku, Italiju i Nizozemsku, dok se tek u manjem broju zemalja rast ubrzao. U slučaju Njemačke usporavanje se djelomično može pripisati privremenim čimbenicima vezanim uz prilagodbu automobilske industrije novim ekološkim pravilima, no i u drugim je sektorima vodećega europskoga gospodarstva, primjerice u građevinarstvu, vidljivo slabljenje. U Italiji se, pak, politička neizvjesnost počela negativno odražavati na poslovno i potrošačko raspoloženje te izazivati zabrinutost glede održivosti javnih financija i općenito makroekonomske stabilnosti u toj zemlji.

Povećana globalna neizvjesnost i kolebljivost na financijskim tržištima ne pogoduju ni gospodarstvima zemalja u razvoju te zemalja s tržištima u nastajanju. Tako se gospodarska kriza u zemljama Latinske Amerike nastavila produbljivati tijekom trećeg tromjesečja, a u Turskoj je u kolovozu izbila valutna kriza nakon koje je gospodarstvo ušlo u recesiju. Kod velikih azijskih tržišta u nastajanju nastavila su se razmjerno povoljna kretanja, unatoč zaoštrenim trgovinskim odnosima sa SAD-om. Rusija se također nastavila oporavljati, a više cijene sirove nafte u odnosu na prethodnu godinu pogodovale su i drugim zemljama izvoznicama nafte.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod većine važnijih hrvatskih trgovinskih partnera tijekom trećeg tromjesečja 2018. zabilježeno je daljnje usporavanje gospodarske aktivnosti, koje traje od početka godine. Posebno se to odnosi na trgovinske partnere iz europodručja, prije svega Njemačku i Italiju, gdje su zabilježene najniže stope rasta u posljednjih nekoliko godina. Sličan trend zabilježen je i u Austriji te Sloveniji, premda je njihov rast i dalje razmjerno dinamičan. Privremeno slabljenje njemačkoga izvoznog sektora u određenoj se mjeri odrazilo i na usporavanje rasta u zemljama Srednje i Istočne Europe. Nasuprot tome, trgovinski partneri u jugoistočnoj regiji bilježe stabilan rast, a Srbija čak i vidljivo ubrzanje rasta, koji sada prelazi 4%.

Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Cijena barela sirove nafte tipa Brent na svjetskom se tržištu spustila s razine od 79 USD na kraju lipnja na oko 70 USD sredinom kolovoza nakon što su na tržištu prevladale pojačane zabrinutosti glede globalnih gospodarskih izgleda i intenziviranja

protekcioničkih trgovinskih mjera. U drugoj polovini kolovoza cijena nafte opet je počela rasti, ponajviše pod utjecajem očekivanja slabije ponude nafte na svjetskom tržištu zbog skorašnjeg uvođenja američkih sankcija na iranski izvoz nafte, zatim pada proizvodnje nafte u Venezueli i nestabilnih isporuka sirove nafte iz Libije. Nakon što je cijena sirove nafte dosegla 86 USD početkom listopada, trend je poskupljivanja prekinut. U idućih mjesec i pol dana cijena nafte snizila se za više od petine te je sredinom studenoga iznosila 66 USD. Na pad cijene nafte djelovao je rast proizvodnje i zaliha u SAD-u, kao i povećanje proizvodnje drugih najvećih proizvođača nafte. Osim toga, pad iranskog izvoza nakon uvođenja američkih sankcija bio je manji od očekivanoga. Istodobno su na strani potražnje prevladala očekivanja o usporavanju rasta potražnje zbog intenziviranja trgovinskih napetosti i naznaka usporavanja globalnoga rasta.

Cijene sirovina bez energije u drugom su se polugodištu 2018. također smanjile. Pritom je pojeftinjenje prehrambenih proizvoda bilo široko rasprostranjeno i ostvareno kod ulja i uljarica, zatim žitarica te pića i šećera. Nadalje, pale su cijene poljoprivrednih sirovina, uključujući cijene vune zbog rasta obujma izvoza pojedinih značajnih zemalja izvoznica, kao i cijene drvne građe. Nakon zamjetnog oporavka prošle godine, cijene metala u 2018. ponovno su pale pod utjecajem slabljenja potražnje iz Kine zbog promjena propisa o zaštiti okoliša i pooštavanja kreditnih uvjeta.

Glede monetarne politike, nastavila su se divergentna kretanja između SAD-a i europodručja. Fed je u ožujku, lipnju i rujnu podignuo referentnu kamatnu stopu ukupno za 75 baznih bodova, dok ESB nije mijenjao referentnu kamatnu stopu, ali je donio odluku o ukidanju programa otkupa obveznica s krajem 2018. Do tada je obujam mjesečnog otkupa smanjen na 15 mlrd. EUR.

Na svjetskome deviznom tržištu američki je dolar nastavio jačati prema euru. Tečaj je na kraju studenoga iznosio 1,14 EUR/USD, što je za oko 3% niži tečaj nego na kraju lipnja te za približno 5% niži nego na kraju 2017. Podršku američkom dolaru davao je optimizam zbog povoljnih kretanja američkoga gospodarstva kao i povećana potražnja za relativno sigurnijom američkom imovinom jer ulagači pokazuju manju sklonost riziku s obzirom na političku i ekonomsku situaciju u Turskoj i Argentini. Slabljenje eura dodatno je bilo potaknuto političkim previranja povezanim s donošenjem državnog proračuna u Italiji. Istodobno je pad sklonosti riziku djelovao i na jačanje švicarskog franka prema euru, i to pretežno tijekom ljetnih mjeseci. Tečaj švicarskog franka prema euru bio je na kraju studenoga za 2,0% niži nego na kraju lipnja te je iznosio 1,13 EUR/CHF.

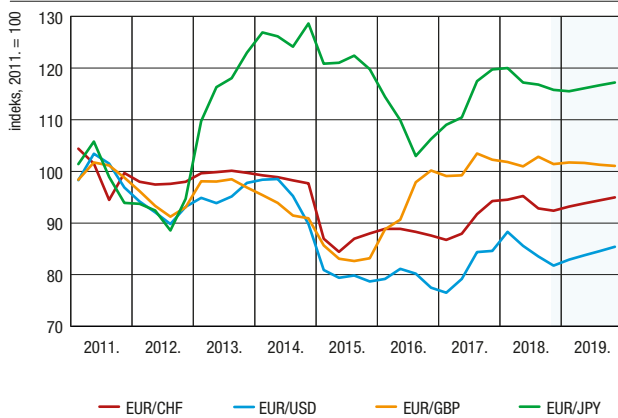
Uvjeti financiranja za europska tržišta u nastajanju, među koje se ubraja i Hrvatska, ostali su razmjerno povoljni posljednjih nekoliko mjeseci, ali uz povećanu kolebljivost. Indeks EMBI bio je na nešto višim razinama tijekom ljetnih mjeseci kada je neizvjesnosti na financijskim tržištima, uz trgovinske i geopolitičke napetosti, pridonosila i destabilizacija političke i ekonomske situacije u Turskoj.

Projicirana kretanja

Projekcija se temelji na pretpostavkama o blagom usporavanju globalne trgovine, koje će prouzročiti usporavanje rasta razvijenih zemalja, zatim blagom jačanju eura prema najvažnijim svjetskim valutama te nastavku divergentnih kretanja između monetarnih politika SAD-a i europodručja. Nadalje, ne očekuje se značajan porast cijena sirovina, poglavito nafte, koja bi mogla stagnirati na sadašnjim razinama.

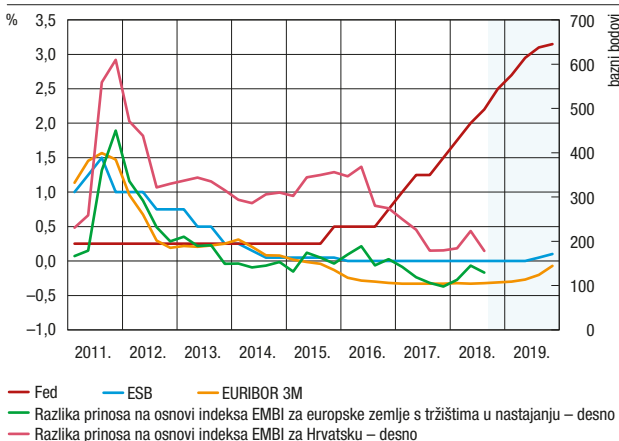
Prema očekivanjima objavljenima u *Foreign Exchange Consensus Forecast* iz studenoga 2018. očekuje se blagi oporavak eura na svjetskome deviznom tržištu u projekcijskom razdoblju. Pritom bi prosječni tečaj u 2019. mogao iznositi 1,17

Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



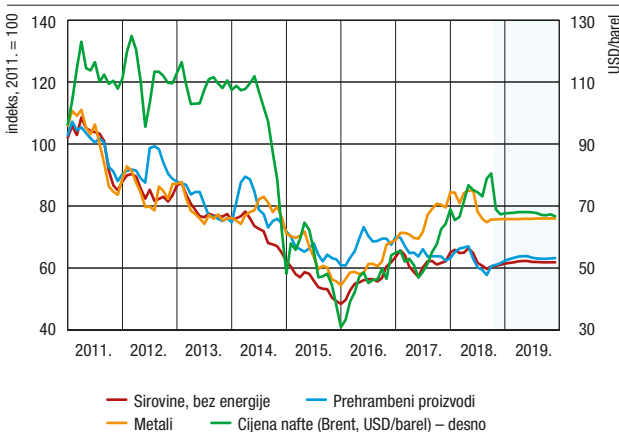
Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.
Izvori: Eurostat; Foreign Exchange Consensus Forecasts (studenj 2018.)

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



Izvor: Bloomberg (prognoza), 14. studenoga 2018.

Slika 2.4. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



Izvori: HWW; MMF (studenj 2018.); cijene nafte: Bloomberg (Brent crude oil futures, 16. studenog 2018.); ocjena HNB-a

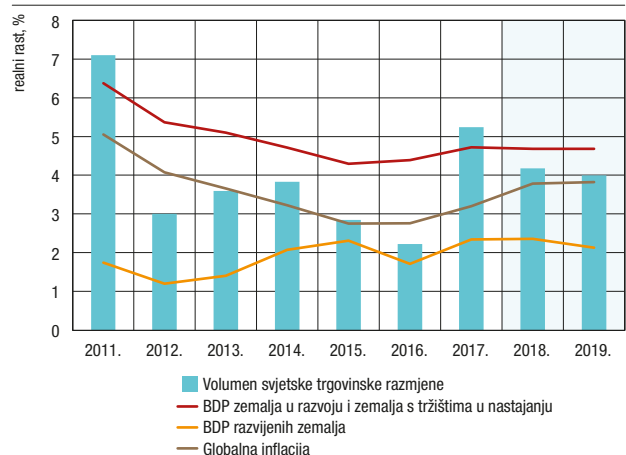
EUR/USD, što je neznatno niže od ocijenjenih 1,18 EUR/USD u 2018. Kada je riječ o švicarskom franku, prosječni bi tečaj u 2019. mogao iznositi 1,16 EUR/CHF, slično kao u 2018.

U prosincu se očekuje da će Fed po četvrti put u ovoj godini povisiti referentne kamatne stope za 25 baznih bodova. Tome u prilog govore povoljna recentna gospodarska kretanja i jačanje inflacije u SAD-u. Što se tiče 2019., prognoze Feda iz rujna upućuju na vjerojatna tri podizanja referentne kamatne stope, dok su najnovija tržišna očekivanja suzdržanija glede dinamike pooštavanja monetarne politike u SAD-u zbog povećane globalne neizvjesnosti i očekivanog usporavanja rasta. Prvo podizanje referentnih stopa ESB-a očekuje se tek u ljeto 2019., a moglo bi biti nešto slabijeg intenziteta nego što se prije predviđalo.

Što se tiče cijena sirovina na svjetskom tržištu, najnovija tržišna očekivanja upućuju na zaključak da bi cijena sirove nafte mogla stagnirati do kraja tekuće godine. U 2019. također se ne očekuje znatnija promjena cijene nafte, koja bi se mogla kretati oko 68 USD, što je za 6,5% niže od prosjeka cijele 2018. godine. Takve su prognoze uglavnom povezane s očekivanim usporavanjem rasta globalne potražnje zbog usporavanja globalnoga gospodarskog rasta te s rastom proizvodnje u Kanadi i SAD-u. Poskupljenje ostalih sirovina u cijeloj bi 2018. trebalo biti zamjetno blaže nego prethodne godine, što je posebno izraženo kod cijena metala. Štoviše, pod utjecajem usporavanja rasta kineskoga gospodarstva metali bi u 2019. mogli i pojeftiniti. Za razliku od toga, cijene prehrambenih proizvoda mogle bi i u tekućoj i u idućoj godini blago porasti, među ostalim pod utjecajem nepovoljnih vremenskih uvjeta na cijene pšenice.

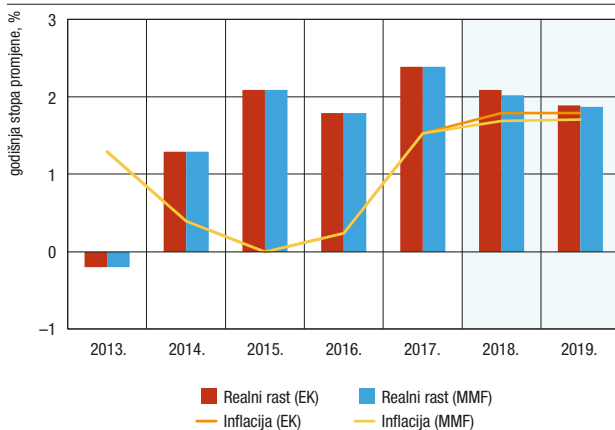
Glede globalne gospodarske aktivnosti, prema projekcijama MMF-a (WEO, listopad 2018.) rast svjetskoga gospodarstva u 2018. i 2019. mogao bi iznositi 3,7%, jednako kao i u 2017. Ipak, globalni rast postaje sve manje uravnotežen i sve više izložen neizvjesnosti i negativnim rizicima. Naime, globalni gospodarski rast sve više generiraju zemlje s tržištima u nastajanju čiji će rast i u projekcijskom razdoblju biti dvostruko snažniji od onog razvijenih zemalja. S druge strane, razvijene zemlje karakterizira daljnje blago usporavanje rasta. S obzirom na slabljenje potražnje iz razvijenih zemalja, kao i ograničen rast cijena sirovina, ne očekuje se ni značajnije ubrzanje inflacije u idućem razdoblju. Iako se predviđa daljnje pooštavanje monetarne politike u SAD-u, uvjeti financiranja ipak bi trebali ostati razmjerno

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



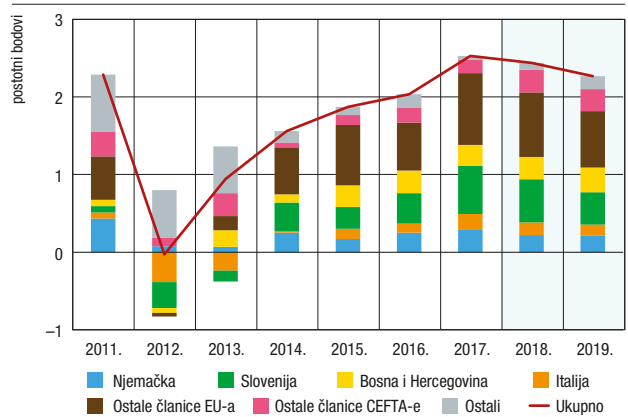
Izvor: MMF (WEO, listopad 2018.)

Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (WEO, listopad 2018.); EK (studeni 2018.)

Slika 2.7. Inozemna potražnja doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



Napomena: Inozemna potražnja izračunata je kao ponderirani prosjek realnog rasta BDP-a hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, pri čemu su kao ponderi primijenjeni njihovi udjeli u hrvatskome robnom izvozu.

Izvor: MMF (WEO, listopad 2018.)

povoljni u većini zemalja.

Kada je riječ o europodručju, MMF ocjenjuje da bi se nakon 2,4% u 2017. gospodarski rast mogao usporiti na 2,0% odnosno 1,9% u 2018. i 2019. Gospodarski će se rast postupno usporavati zbog slabljenja inozemne potražnje pod negativnim utjecajem povećane trgovinske napetosti i očekivane aprecijacije eura. Rastu će i dalje najviše pridonositi osobna potrošnja i investicije. Najnovije projekcije Europske komisije iz studenoga 2018. slične su projekciji MMF-a (očekivani rast iznosi 2,1% odnosno 1,9% u 2018. i 2019.), pri čemu one uzimaju u obzir nešto slabija ostvarenja u trećem tromjesečju i intenziviranje političke neizvjesnosti. Zahvaljujući recentnim kretanjima cijena, ocjena inflacije u europodručju za tekuću godinu blago je povećana, ali bi zbog niskih inflatornih očekivanja tijekom projekcijskog razdoblja i dalje mogla ostati ispod ciljane razine ESB-a (prema posljednjim projekcijama Europske komisije očekuje se inflacija od 1,8% u 2018. i 2019. godini).

Gospodarski rast SAD-a mogao bi do kraja tekuće godine dosegnuti 2,9%, što je najveća stopa rasta u posljednjih nekoliko godina. Nakon toga bi se, prema projekcijama MMF-a, rast mogao usporiti na 2,5% u 2019. Usporavanje rasta uglavnom se očekuje zbog postupnog iščezavanja pozitivnog učinka porezne reforme iz 2017., s obzirom na to da su neke mjere privremeno-ga karaktera, ali i zbog daljnjeg pooštavanja monetarne politike. Osim toga, negativni učinci viših uvoznih carina mogli bi se preliti na zarade korporativnog sektora i umanjiti njihov prostor za investicije. Uz negativan doprinos inozemne potražnje gospodarskom rastu SAD-a te pritiske na realnu aprecijaciju tečaja dolara, očekuje se i daljnje produblivanje vanjskotrgovinskog manjka, što bi moglo nastaviti podgrijavati trgovinske napetosti.

Kako se tijekom projekcijskog razdoblja očekuje da će zbog porasta neizvjesnosti globalna trgovina gubiti na dinamici, rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima također bi mogao slabjeti (Slika 2.7.). Među važnijim hrvatskim

vanjskotrgovinskim partnerima slabljenje potražnje najviše se očekuje od članica europodručja, posebno Italije i Njemačke. Rast njemačkoga gospodarstva mogao bi pasti ispod 2%, a talijanskoga na oko 1%. Isto tako, zamjetno usporavanje izgledno je i u Sloveniji te Austriji. Za razliku od toga, kod nekih zemalja iz jugoistočne regije (poglavito Srbije te Bosne i Hercegovine) očekuje se dinamiziranje rasta nakon privremenog usporavanja u prethodnom razdoblju.

Izgledi globalnoga gospodarskog rasta izloženi su sve većim negativnim rizicima, koji su se djelomično počeli materijalizirati. Istodobno je mogućnost pozitivnih iznenađenja, primjerice od snažnijega cikličkog oporavka u SAD-u, smanjena. Najznačajnije negativne rizike i dalje čine trgovinski protekcionizam i politička neizvjesnost. Ipak, u vanjskotrgovinskoj politici postoje određeni pozitivni pomaci, kao što je postizanje novog sporazuma između članica dosadašnje NAFTA-e te napredak u pregovorima između SAD-a i Kine. Osim navedenoga, i dalje postoji značajan rizik od mogućeg ubrzanja dinamike normalizacije monetarne politike u SAD-u, što bi dovelo do snažnijeg odljeva kapitala iz zemalja s tržištima u nastajanju i posljedičnog pogoršanja uvjeta financiranja.

Osim globalnim rizicima zemlje Europske unije dodatno su izložene i negativnim domaćim rizicima, ponajviše vezanima uz Brexit i političku nestabilnost u Italiji te općenito jačanje populizma. Što se tiče Brexita, u studenome 2018. postignut je tehnički sporazum između Ujedinjene Kraljevine i EU-a za tranzicijsko razdoblje, no njegova potvrda u britanskom parlamentu, koji je izrazito podijeljen oko tog pitanja, tek treba biti osigurana. U Italiji je, pak, nakon izbora u ožujku povećana politička neizvjesnost, a otnedavno i napetost u odnosima s EU-om. S obzirom na to da je Italija pojedinačno najveći hrvatski vanjskotrgovinski partner i među najvažnijim inozemnim ulagačima, znatnije smanjenje gospodarskih izgleda u toj zemlji moglo bi biti značajan izvor rizika za hrvatsko gospodarstvo.

3. Agregatna ponuda i potražnja

Rast gospodarske aktivnosti u trećem se tromjesečju 2018. usporio, pri čemu je realni BDP bio za 0,6% veći nego u prethodnom tromjesečju. Takva kretanja poglavito odražavaju blagi pad ukupnog izvoza, što je ponajprije rezultat blagog smanjenja izvoza usluga, te snažni rast uvoza robe. Osim toga, na tromjesečnoj se razini usporio i rast osobne potrošnje, dok se, s druge strane, rast investicija i državne potrošnje intenzivirao.

Usporavanje rasta gospodarske aktivnosti tijekom trećeg tromjesečja rezultiralo je nešto nižom godišnjom stopom gospodarskog rasta, pa se BDP u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine povećao za 2,8% (2,9% u drugom tromjesečju). Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje da je bruto dodana vrijednost porasla za 2,2%, pri čemu je rast zabilježen kod svih djelatnosti osim u industriji, posebice prerađivačkoj.

Agregatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga blago se smanjio u trećem

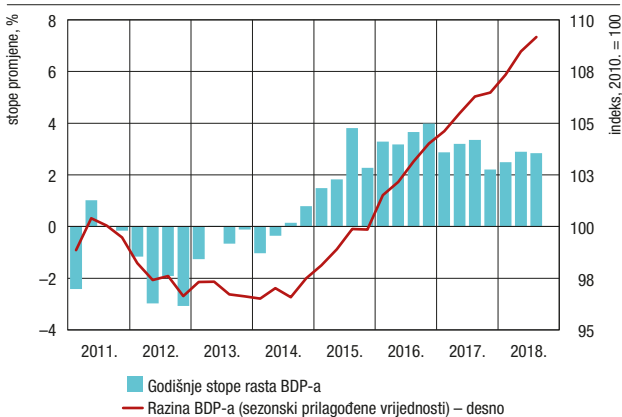
tromjesečju 2018. u odnosu na prethodna tri mjeseca. Takva su kretanja poglavito posljedica blagog pada izvoza usluga, a istodobno je zabilježeno i usporavanje rasta izvoza robe.

Na godišnjoj razini rast izvoza robe i usluga u trećem se tromjesečju 2018. usporio na 3,7%, s 5,6% koliko je iznosila godišnja stopa rasta u drugom tromjesečju ove godine. Pritom nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju da se tijekom trećeg tromjesečja smanjio izvoz energije i netrajnih dobara za trajnu potrošnju u usporedbi s ostvarenjem tijekom prethodna tri mjeseca.

Rast osobne potrošnje u trećem se tromjesečju 2018. usporio na tek 0,3%. Usporavanje rasta djelomično bi se moglo povezati s usporavanjem rasta mase plaća, dok se potrošački optimizam zadržao na visokim razinama. Potrošnja kućanstava porasla je za 2,7% na godišnjoj razini.

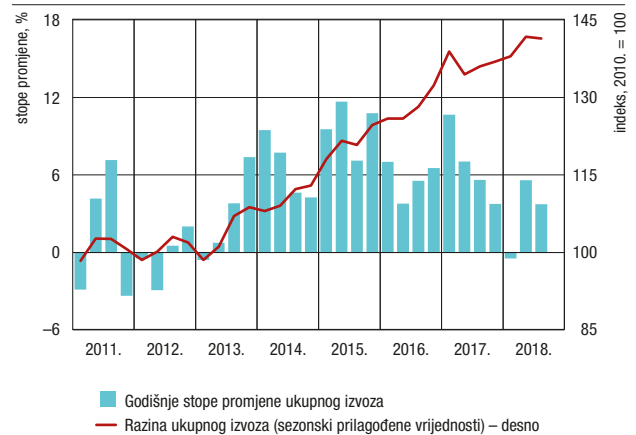
Bruto investicije u fiksni kapital povećale su se u trećem tromjesečju 2018. za 0,9% u odnosu na prethodna tri mjeseca, a

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod
realne vrijednosti



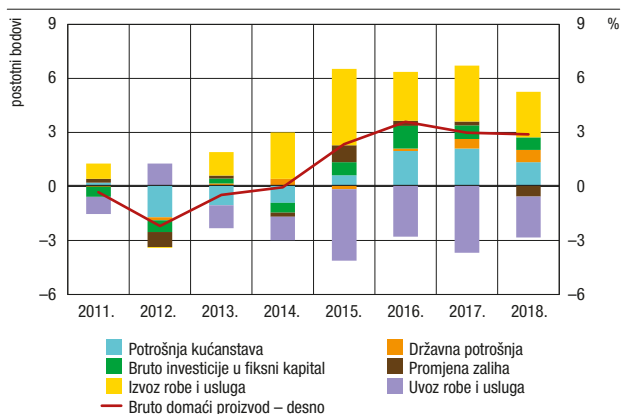
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

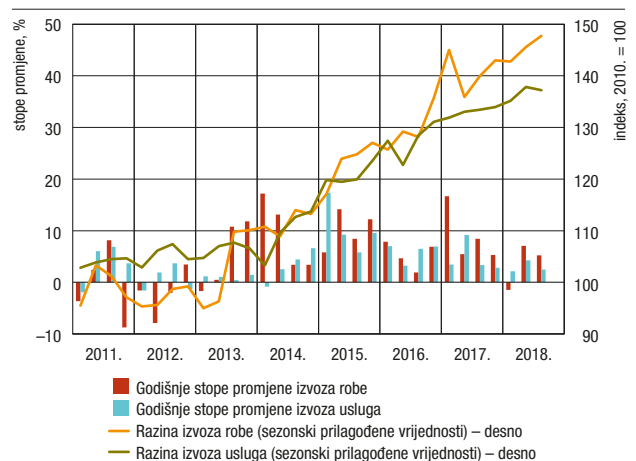
Slika 3.2. Promjena BDP-a
doprinosi po sastavnicama



Napomena: Podaci za 2018. godinu odnose se na treće tromjesečje 2018. U tom tromjesečju rast realnog BDP-a iskazan kao zbroj doprinosa pojedinih komponenata značajno odstupa od stope rasta realnog BDP-a.

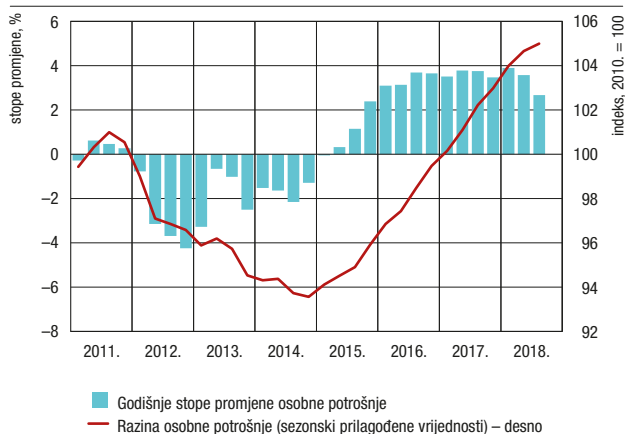
Izvor: DZS

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



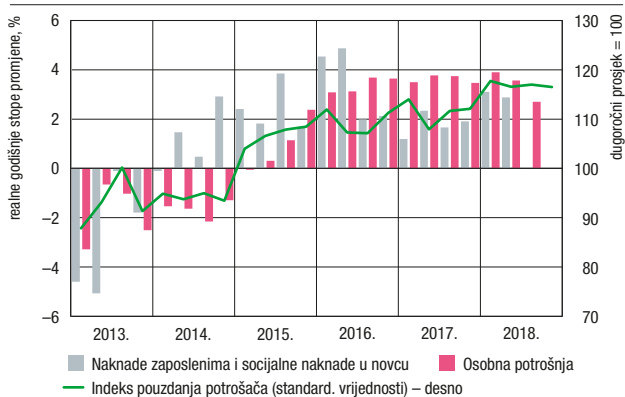
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

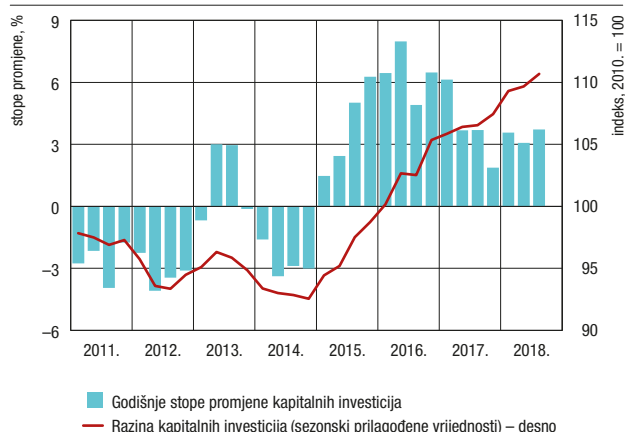
Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks



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 tročlani prosjek mjesečnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na studeni 2018.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti



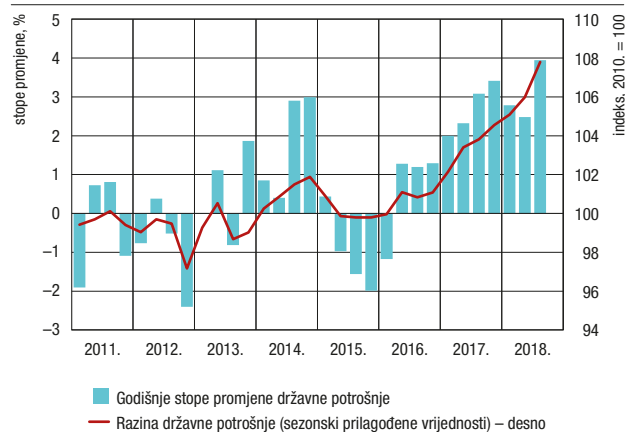
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

to je snažnije nego u prethodnom tromjesečju, u kojem je rast iznosio 0,3%. Intenziviranje kapitalnih ulaganja vjerojatno odražava jačanje investicijske aktivnosti opće države, na što upućuju podaci o radovima na ostalim građevinskim objektima. Mjesečni pokazatelji o građevinskim radovima na zgradama upućuju i na nastavak dinamike građevinske aktivnosti privatnog sektora. S druge strane, uvoz se kapitalnih dobara smanjio, što bi moglo značiti da slabe investicije u strojeve i opremu. Kapitalna su se ulaganja u trećem tromjesečju 2018. povećala za 3,7% u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine.

Tijekom trećeg tromjesečja 2018. nastavio se trend rasta državne potrošnje, koji je započeo početkom 2016. Pritom se rast vidljivo intenzivirao na tromjesečnoj razini (1,7%, nakon 0,9% ostvarenih u drugom tromjesečju), što je rezultiralo visokim godišnjim rastom, od 3,7%. Prema nominalnim podacima o državnim rashodima navedeno je ostvarenje posljedica povećanja većine sastavnica državne potrošnje.

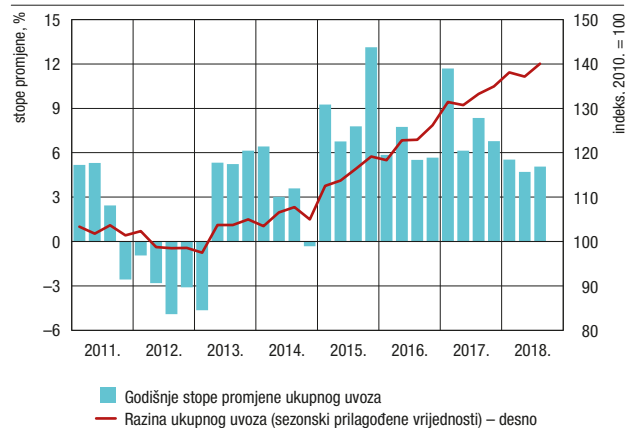
Uvoz robe i usluga porastao je u trećem tromjesečju 2018. čak za 2,1% u odnosu na prethodna tri mjeseca, kada je bio zabilježen pad. Takva su kretanja rezultat intenziviranja rasta uvoza robe nakon stagnacije u drugom tromjesečju, pri čemu

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



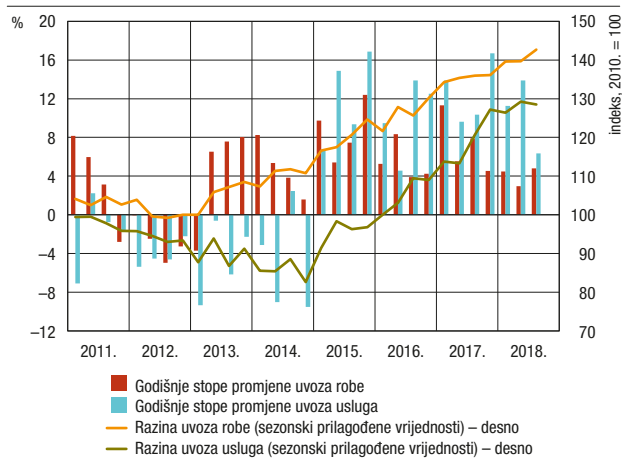
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju da se tijekom trećeg tromjesečja, uspoređujući se s ostvarenjem iz prethodna tri mjeseca, povećao uvoz energije, intermedijarnih proizvoda i trajnih dobara za široku potrošnju. Istodobno se uvoz usluga blago smanjio. Na godišnjoj se razini ukupan uvoz povećao za 5,1%.

Aggregatna ponuda

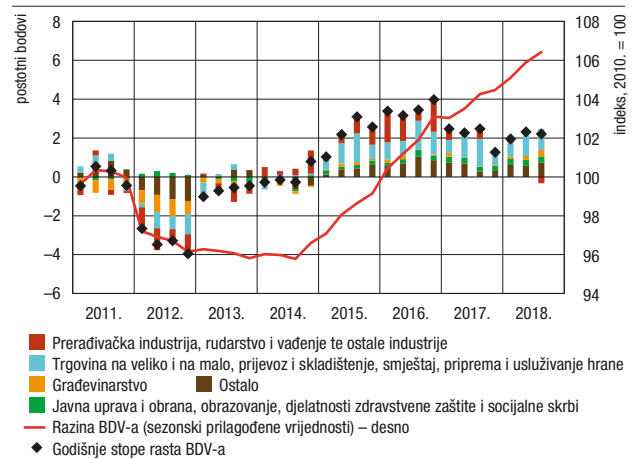
U trećem se tromjesečju 2018. bruto dodana vrijednost povećala za 0,5% u usporedbi s prethodnim tromjesečjem. Pritom je povećanje BDV-a vidljivo kod svih djelatnosti osim u industriji, a za prerađivačku je industriju zabilježen pad drugo tromjesečje zaredom. BDV je iskazao rast i na godišnjoj razini te se u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine povećao za 2,2%. Iako se rast u djelatnostima trgovine na malo, prijevoza i skladištenja te smještaja, pripreme i usluživanja hrane na godišnjoj razini usporio, ova je komponenta kudikamo najznačajnije pridonijela realnom rastu BDV-a od svih njegovih sastavnica.

Industrijska je proizvodnja u listopadu ove godine bila za 0,4% veća od ostvarenja u prethodna tri mjeseca. Promatra li se prema glavnim industrijskim grupacijama, može se primijetiti da je veći rast na tromjesečnoj razini izostao zbog snažnog pada proizvodnje kapitalnih dobara, dok se za sve ostale sastavnice GIG-a bilježi rast.

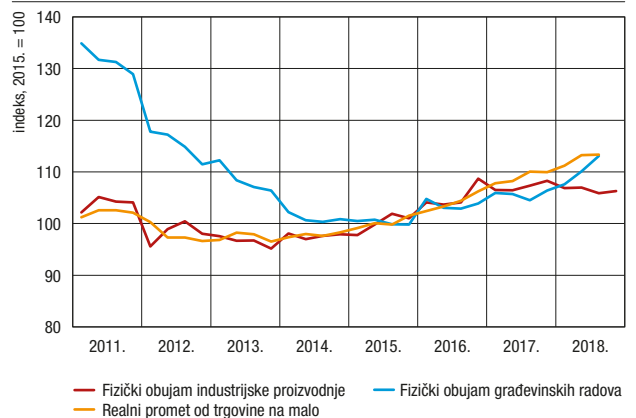
Anketa o pouzdanju potrošača pokazuje da se indeks pouzdanja potrošača u listopadu i studenome ove godine zadržao na razini iz prethodna tri mjeseca. Kada je riječ o poslovnom optimizmu, očekivanja poslovnih subjekata u građevinarstvu i industriji istodobno su bila bolja, dok su se očekivanja u uslugama zadržala na razini iz prethodna tri mjeseca. S druge strane, očekivanja u trgovini nastavila su se zamjetno pogoršavati na tromjesečnoj razini.

Projicirana kretanja

U 2018. očekuje se nastavak gospodarskog rasta, iako nešto sporijim intenzitetom nego u 2017. godini, te bi rast realnog BDP-a mogao iznositi 2,7%, nakon 2,9% u 2017. godini. Usporavanje povećavanja gospodarske aktivnosti odražava sporiji očekivani rast izvoza robe i usluga, koji će međutim i dalje značajno pridonositi ukupnome gospodarskom rastu. Vjerojatno je i usporavanje rasta osobne potrošnje zbog nešto lošijih ostvarenja u trećem tromjesečju ove godine, koja bi unatoč tome mogla dati značajan pozitivan doprinos ukupnom povećanju gospodarske aktivnosti. Očekuje se da će se rast državne potrošnje na razini

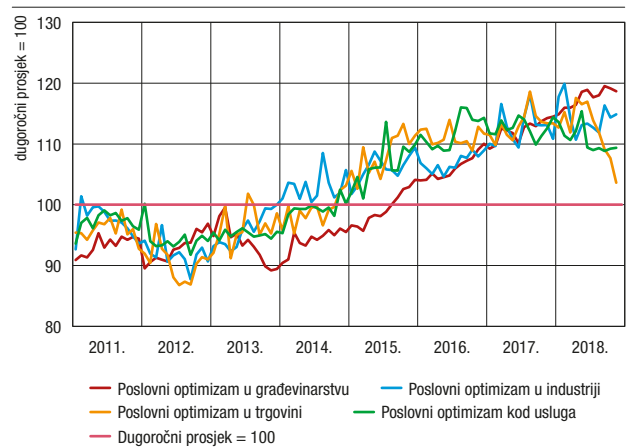
Slika 3.11. Promjena BDV-a
doprinosi godišnjoj promjeni po sastavnicama

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti

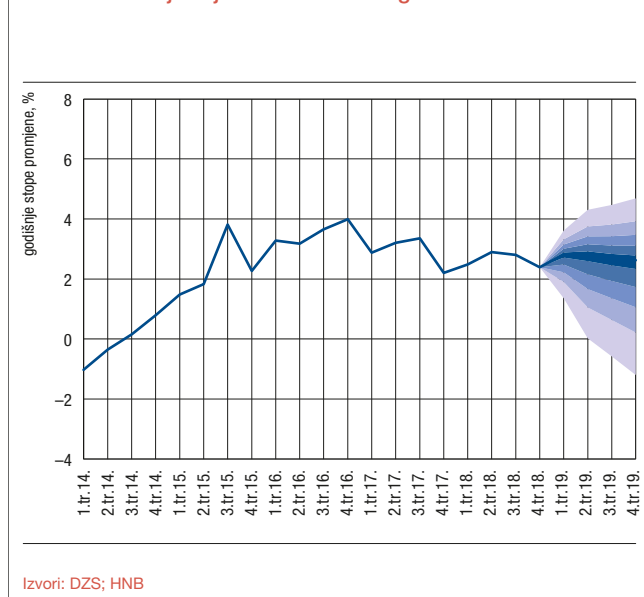
Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2018. za industriju odnose se na listopad.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti

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

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

2018. značajno intenzivirati, dok bi se bruto investicije u fiksni kapital mogle kretati sličnom dinamikom kao i u 2017.

Rast ukupnog izvoza u 2018. mogao bi se usporiti na 3,6% (u 2017. godini 6,4%) odražavajući usporavanje gospodarskog rasta glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske kao i postupno iščezavanje inicijalnih pozitivnih učinaka nakon ulaska u EU. Osim toga, čini se da su se stabilizacija i jačanje konkurentskih turističkih odredišta, kao i ograničenja u smještajnim kapacitetima na vrhuncu turističke sezone, odrazili i na kretanja izvoza usluga, čiji bi se rast mogao nastaviti usporavati. Među sastavnica domaće potražnje najveći pozitivan doprinos realnom rastu BDP-a i ove bi godine mogla dati osobna potrošnja, iako se očekuje da će stopa njezina rasta na razini 2018. biti niža u odnosu na godinu prije (3,2% prema 3,6% u 2017.). Očekivano daljnje povećanje posljedica je nastavka povoljnih kretanja na tržištu rada i posljedičnog rasta realnoga raspoloživog dohotka stanovništva. Isto tako, očekuje se nastavak kreditiranja stanovništva, što će imati dodatan pozitivan utjecaj na potrošnju kućanstava. Stopa rasta kapitalnih ulaganja u 2018. mogla bi slijediti ostvarenja iz prethodne godine (3,7%), dok bi se pozitivan doprinos državne potrošnje mogao povećati zbog intenziviranja njezina rasta na 3,3%, s 2,7% iz 2017. Niži očekivani rast ukupnog izvoza u odnosu na proteklu godinu mogao bi se odraziti na usporavanje rasta uvoza robe i usluga (5,1% prema 8,1% iz 2017.). U 2018. se tako očekuje neznatno veći negativan doprinos neto inozemne

potražnje realnome rastu (-0,7 postotnih bodova, prema -0,6 postotnih bodova u 2017. godini).

Gospodarska bi se aktivnost u 2019. mogla nastaviti kretati istom dinamikom kao i godinu prije, te bi se stopa rasta realnog BDP-a mogla zadržati na 2,7%. Pritom se očekuje intenziviranje investicijske aktivnosti, što poglavito odražava očekivanja o povećanim ulaganjima u javnom sektoru na temelju snažnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Blagi pozitivan učinak na investicije mogla bi imati i porezna rasterećenja za poslodavce koja stupaju na snagu početkom 2019. godine. Očekuje se i blago intenziviranje rasta osobne potrošnje zbog nastavka rasta zaposlenosti i plaća te predviđenih poreznih izmjena, prije svega u sustavu PDV-a, koje bi mogle povoljno djelovati na kretanje realnoga raspoloživog dohotka stanovništva. Stoga bi osobna potrošnja mogla dati najveći pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu od svih sastavnica BDP-a. S druge strane, rast državne potrošnje mogao bi se usporiti s obzirom na očekivanje sporijeg rasta broja zaposlenih u javnim i državnim službama. Rast izvoza robe i usluga mogao bi biti nešto niži u odnosu na prethodnu godinu, pri čemu se pretpostavlja daljnje usporavanje gospodarskog rasta glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske. Međutim, unatoč tome inozemna će potražnja ostati važnim pokretačem gospodarskog rasta. Iako se očekuje sporiji rast izvoza robe i usluga, intenziviranje rasta osobne potrošnje i investicijske aktivnosti moglo bi se odraziti na uvoz robe i usluga, čija bi stopa rasta mogla biti nešto viša u odnosu na godinu prije (5,3%). U skladu s time očekuje se da će se negativan doprinos neto inozemne potražnje rastu BDP-a u 2019. dodatno povećati (-0,9 postotnih bodova).

Ocjenjuje se da u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja prevladavaju negativni rizici, koji u prvom redu proizlaze iz vanjskog okružja. Potencijalno daljnje jačanje trgovinskog protekcionizma na globalnoj razini te usporavanje rasta hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, ali i pooštavanje financijskih uvjeta mogli bi imati značajne posljedice u zemljama s tržištima u nastajanju. Osim toga, rastući fiskalni rizici i pogoršanje gospodarskih izgleda Italije također bi mogli neposredno negativno utjecati na hrvatsko gospodarstvo. Negativni rizici iz domaćeg okružja povezani su s kretanjima na tržištu rada. Projekcija podrazumijeva nastavak povećanja stope participacije, čiji bi izostanak ograničio rast zaposlenosti i stvorio snažnije pritiske na rast plaća. Rizici povezani s financijskim problemima u koncernu Agrokor zamjetno su se smanjili nakon što je većina njegovih vjerovnika prihvatila nagodbu. S druge strane, porezne izmjene i općenito povoljna kretanja na tržištu rada mogli bi dodatno ojačati pouzdanje potrošača, pa bi rast osobne potrošnje mogao biti snažniji od očekivanoga. Pozitivan učinak moglo bi prouzročiti i snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

Tijekom trećeg tromjesečja nastavila su se povoljna kretanja na tržištu rada, iako nešto slabijim intenzitetom u usporedbi s prvom polovinom godine. Broj zaposlenih porastao je za 0,3% tijekom trećeg tromjesečja, pri čemu je najsnažniji doprinos rastu zaposlenosti zabilježen u građevinarstvu i ostalim uslužnim djelatnostima. U listopadu je broj zaposlenih porastao za 0,5% u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja. Pritom je rast zaposlenosti ostvaren u svim djelatnostima NKD-a osim financijskih djelatnosti i djelatnosti osiguranja, u kojima je zabilježeno blago smanjenje broja zaposlenih osoba. S druge strane,

najsnažniji doprinos rastu broja zaposlenih dao je javni sektor (Slika 4.1.).

Broj nezaposlenih osoba nastavio se snažno smanjivati tijekom trećeg tromjesečja 2018. godine. Pritom je smanjenje broja nezaposlenih bilo u podjednakoj mjeri rezultat novog zapošljavanja iz evidencije HZZ-a, kao i brisanja iz evidencije zbog ostalih razloga vezanih uz nepridržavanje zakonskih odredbi i odjave s evidencije i nejavljanja (Slika 4.2.). Na početku četvrtog tromjesečja došlo je do usporavanja pada broja nezaposlenih, ponajprije zbog smanjenja intenziteta brisanja iz evidencije zbog ostalih razloga, pa se broj nezaposlenih u listopadu spustio

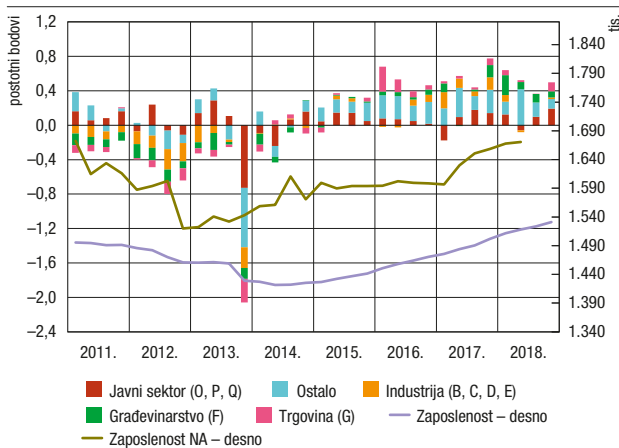
na oko 140 tisuća.

Administrativna stopa nezaposlenosti nastavila se smanjivati, te je tijekom trećeg tromjesečja iznosila 9,5%. Daljnje smanjivanje stope nezaposlenosti nastavilo se i na početku četvrtog tromjesečja, pri čemu se stopa nezaposlenosti u listopadu snizila na 9,2%.

Podaci iz Ankete o radnoj snazi dostupni su samo za prvih šest mjeseci 2018. godine, te potvrđuju povoljna kretanja na tržištu rada zabilježena u tom razdoblju. Tako se anketna stopa nezaposlenosti snizila s 9,3%, koliko je iznosila u prvom tromjesečju, na 8,0% u drugom tromjesečju 2018. (Slika 4.3.).

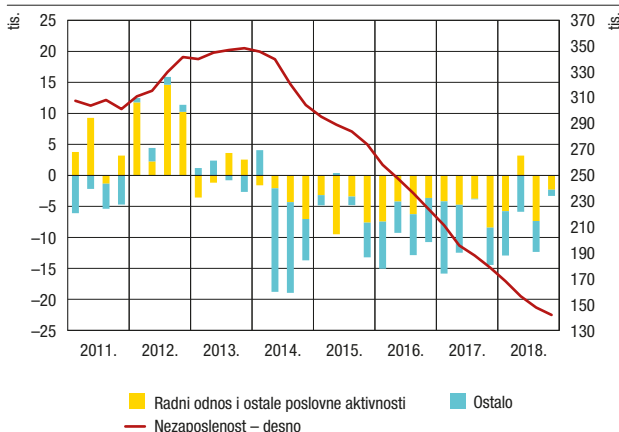
Prema anketnim je podacima stopa zaposlenosti stagnirala tijekom prvog i drugog tromjesečja 2018. (na 47%), dok se stopa participacije smanjila s 51,6% u prvom tromjesečju na 51,2% u drugom tromjesečju. Smanjenje stope participacije upućuje na to da je rast broja zaposlenih zabilježen u prvoj polovini 2018. bio niži od smanjenja broja nezaposlenih u istom razdoblju, pa je došlo do smanjenja radne snage (Slika 4.4.). U Okviru 1. detaljno se analizira kako su se promjene u ponudi radne snage odrazile na kretanje zaposlenosti u razdoblju od 2008. do 2017.

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



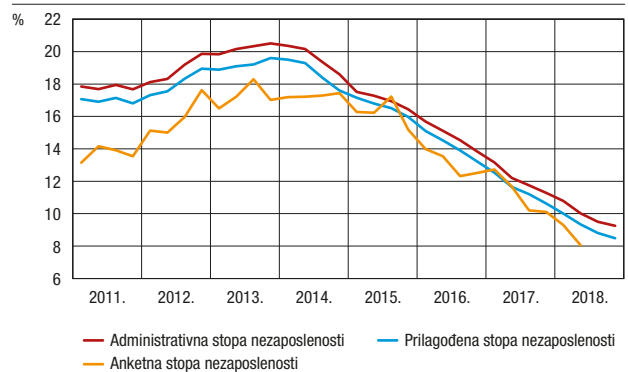
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvori: Eurostat; HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.2. Ukupna nezaposlenost i neto priljevi u nezaposlenost
sezonski prilagođeni podaci



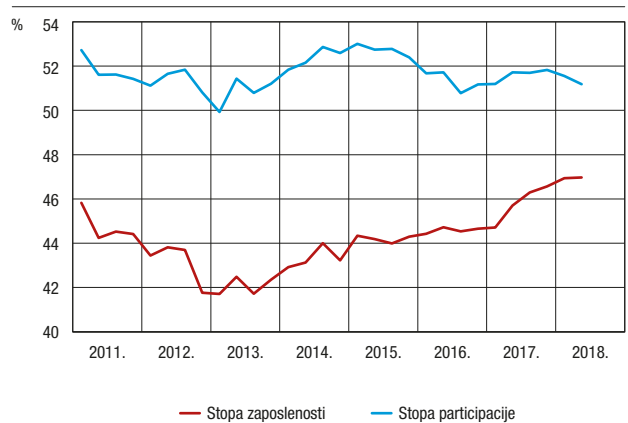
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvori: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.3. Stope nezaposlenosti
sezonski prilagođeni podaci



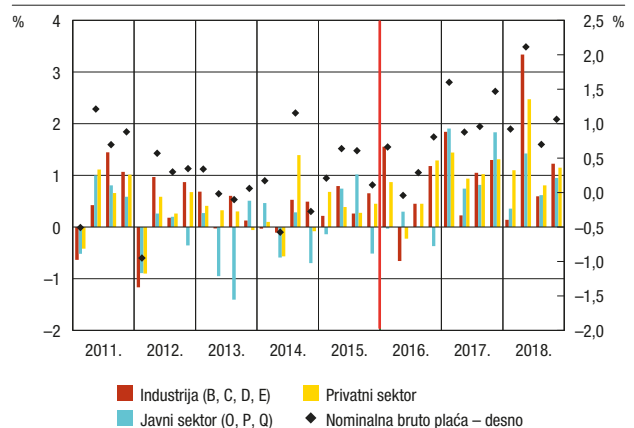
Napomena: Prilagođena stopa nezaposlenosti procjena je HNB-a i računa se kao udio broja administrativno nezaposlenih u aktivnom stanovništvu procijenjenom kao zbroj nezaposlenih osoba i osiguranika HZMO-a. Od siječnja 2015. za izračun administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.5. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a
sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Napomena: Od siječnja 2016. podaci iz obrasca JOPPD, a prije toga iz obrasca RAD-1. Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Plaće i jedinični trošak rada

Kada je riječ o plaćama, dostupni podaci pokazuju da se rast nominalnih bruto plaća u trećem tromjesečju 2018. zamjetno usporio (0,7%) u odnosu na kretanja zabilježena tijekom prva dva tromjesečja 2018., a podaci za listopad pokazuju da se na početku četvrtog tromjesečja rast plaća ponovno malo ubrzao i iznosi 1,1% (Slika 4.5.). Pritom je tijekom trećeg i na početku četvrtog tromjesečja podjednak rast plaća zabilježen u javnom i privatnom sektoru. Rast realnih bruto i neto plaća bio je tijekom listopada slabije izražen zbog istodobnog povećanja potrošačkih cijena.

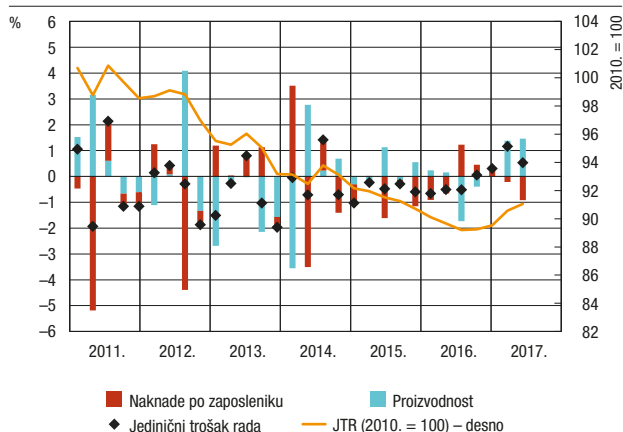
Podaci iz nacionalnih računa upućuju na rast naknada po zaposleniku tijekom prvog i drugog tromjesečja 2018.¹, dok se proizvodnost rada blago smanjila, jer je rast broja zaposlenih osoba bio nešto jači od rasta BDP-a. Takva kretanja dovela su do rasta jediničnog troška rada za 1,2% u prvom tromjesečju i 0,5% tijekom drugog tromjesečja 2018. (u odnosu na prethodno tromjesečje prema desezoniranim podacima).

Projecirana kretanja

S obzirom na kretanje zaposlenosti u prvih deset mjeseci tekuće godine, ocjenjuje se da bi na razini cijele 2018. zaposlenost mogla porasti za 2,4% na godišnjoj razini. Povoljna kretanja broja zaposlenih mogla bi se nastaviti i krajem 2018. godine prema posljednjim dostupnim podacima iz Ankete o pouzdanju poduzeća. Tako se u djelatnostima građevinarstva i industrije očekuje nastavak rasta broja zaposlenih osoba (Slika 4.7.). Anketna stopa nezaposlenosti mogla bi se sniziti na 8,4% u 2018., što je pad od 2,8 postotnih bodova u odnosu na 2017. Kada je riječ o trošku rada, tijekom 2018. godine očekuje se snažan rast prosječne nominalne bruto plaće (5,3%), prije svega zbog snažnog rasta plaća u privatnom sektoru prouzročenog manjkom radne snage.

Tijekom 2019. godine očekuje se nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada, iako nešto blažeg intenziteta. Rast zaposlenosti mogao bi se blago usporiti (1,8%), a stopa participacije blago porasti. Stopa nezaposlenosti mogla bi se u 2019. sniziti na 7,2%. Mogao bi se nastaviti i razmjerno snažan rast nominalne bruto plaće (4,9%), kao i rast neto plaća zbog poreznih izmjena u porezu na dohodak koje stupaju na snagu od siječnja 2019.

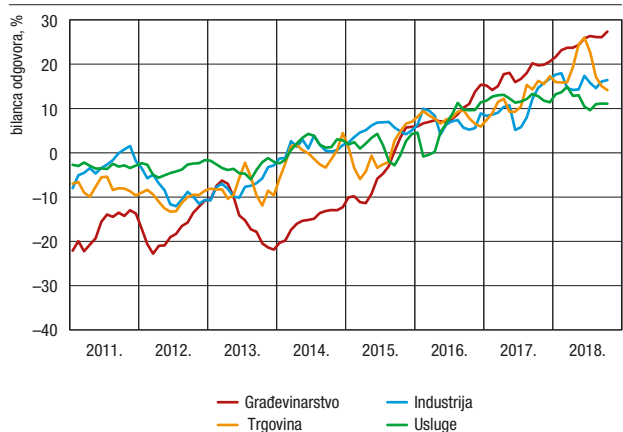
Slika 4.6. Naknade po zaposleniku, proizvodnost i jedinični trošak rada
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečne stope promjene i razine (2010. = 100)



Napomena: Rast proizvodnosti ima negativan predznak.

Izvori: DZS; HZMO; Eurostat (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.7. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)
sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih 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	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,4	1,8
Broj zaposlenih – nacionalni računi	-3,6	-2,6	2,7	1,2	0,3	2,2	3,0	1,8
Stopa nezaposlenosti (anketna)	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	7,2
Prosječna nominalna bruto plaća	1,0	0,8	0,2	1,3	1,9	3,9	5,3	4,9
Jedinični trošak rada	-1,0	-3,1	-2,6	-0,8	-3,3	-1,8	5,5	3,3
Proizvodnost	1,4	2,2	-2,7	1,1	3,2	0,7	-0,2	0,9

Napomena: Godišnje stope promjene prosječne bruto plaće do 2015. odnose se na podatke prikupljene mjesečnim istraživanjem RAD-1, a od 2016. obrascem JOPPD.

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

1 Tijekom prvog i drugog tromjesečja 2018. naknade po zaposleniku porasle su podjednako kao i bruto plaće, za razliku od prethodne godine, u kojoj su naknade po zaposleniku i prosječne plaće imale divergentna kretanja. Naime, u 2017. ostvareno je smanjenje naknada po zaposleniku, a rast prosječne bruto plaće isto-odobno se snažno ubrzao.

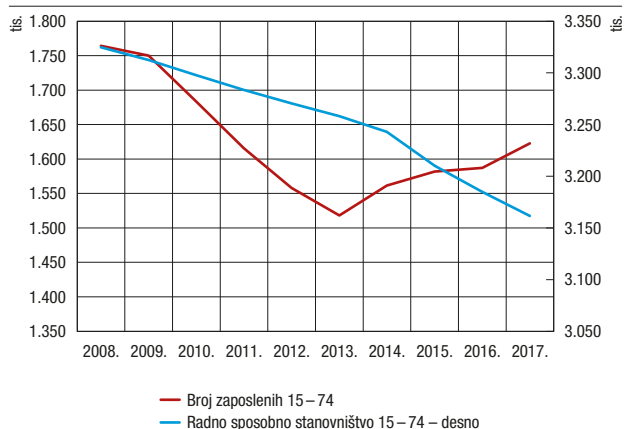
Okvir 1. Utjecaj promjene u ponudi i dobnoj kompoziciji radne snage na zaposlenost u Hrvatskoj

U ovom okviru analiziraju se glavni čimbenici promjena u ponudi radne snage i njihov učinak na kretanje ukupnog broja zaposlenih osoba u Hrvatskoj. Prema podacima iz Ankete o radnoj snazi, nakon snažnog smanjenja zaposlenosti tijekom krize, sredinom 2014. godine započinje oporavak na tržištu rada zbog intenziviranja gospodarske aktivnosti, ali broj zaposlenih u 2017. i dalje je u prosjeku bio manji u odnosu na pretkriznu godinu 2008. Detaljna dekompozicija promjene u broju zaposlenih pokazuje da je smanjenje broja stanovnika zbog demografskih promjena nepovoljno utjecalo na kretanje zaposlenosti i tijekom krize i u razdoblju gospodarskog oporavka. S druge strane, omjer broja zaposlenih i radne snage prvo se snažno smanjio (tijekom krize), a potom se u razdoblju gospodarskog oporavka povećao za većinu promatranih dobni skupina.

Globalna gospodarska kriza koja je započela 2009. godine negativno se odrazila na kretanja na hrvatskom tržištu rada. Prema podacima iz Ankete o radnoj snazi tijekom višegodišnje recesije zaposlenost se kumulativno smanjila gotovo za 250 tisuća. Sredinom 2014. godine započinje oporavak na tržištu rada s intenziviranjem gospodarske aktivnosti, ali broj je zaposlenih u 2017. i dalje u prosjeku bio manji za 140 tisuća u odnosu na pretkriznu, 2008. godinu. Takva kretanja djelomično su posljedica nepovoljnih demografskih promjena i smanjenja ponude radne snage (Slika 1.). Nadalje, podaci iz Ankete o radnoj snazi pokazuju da je u razdoblju gospodarskog oporavka zabilježeno daljnje blago smanjenje stope aktivnosti stanovništva od 0,4 postotna boda (Slika 2.), što je također nepovoljno djelovalo na kretanje ukupnog broja zaposlenih osoba.

Ovaj okvir stoga nastoji odgovoriti na pitanje kako su promjene u dostupnosti radne snage i njezinoj kompoziciji utjecale na kretanje ukupne zaposlenosti u Hrvatskoj. Pritom se kretanje broja zaposlenih osoba zasebno analizira za različite dobne skupine, te se za svaku dobnu skupinu promjena u broju zaposlenih osoba raščlanjuje na doprinos stope aktivnosti, doprinos promjene u broju stanovnika i doprinos omjera broja zaposlenih i ukupne radne snage u toj dobnoj skupini.²

Slika 1. Kretanje broja zaposlenih osoba i ponuda radne snage od 2008. do 2017.

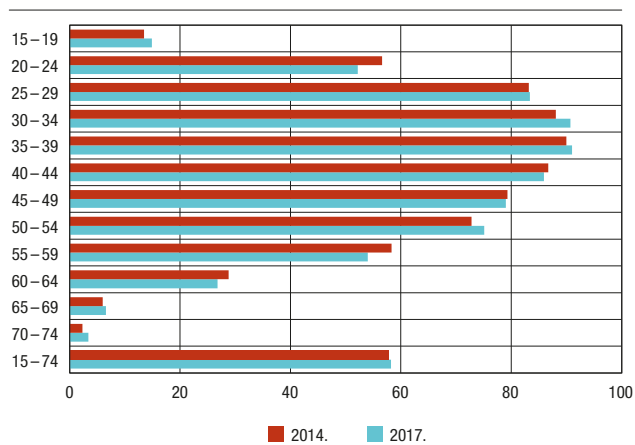


Izvori: Eurostat; Anketa o radnoj snazi

Slika 3. pokazuje da je tijekom gospodarske krize smanjenje broja zaposlenih osoba prije svega bilo rezultat smanjenja broja dostupnih radnih mjesta jer je u navedenom razdoblju zabilježen negativan doprinos omjera broja zaposlenih i radne snage ukupnom kretanju zaposlenih. Ipak, dekompozicija broja zaposlenih pokazuje da doprinos omjera broja zaposlenih i ukupne radne snage nije jedini nepovoljni čimbenik koji je utjecao na snažno smanjenje ukupne zaposlenosti. Naime, u istom je razdoblju u većini analiziranih dobni skupina prisutno i kontinuirano smanjivanje broja radno sposobnog stanovništva zbog demografskih promjena.

Sredinom 2014. godine dolazi do oporavka gospodarske aktivnosti i posljedičnoga ponovnog rasta broja zaposlenih osoba. Unatoč kontinuiranom rastu broja zaposlenih osoba u razdoblju

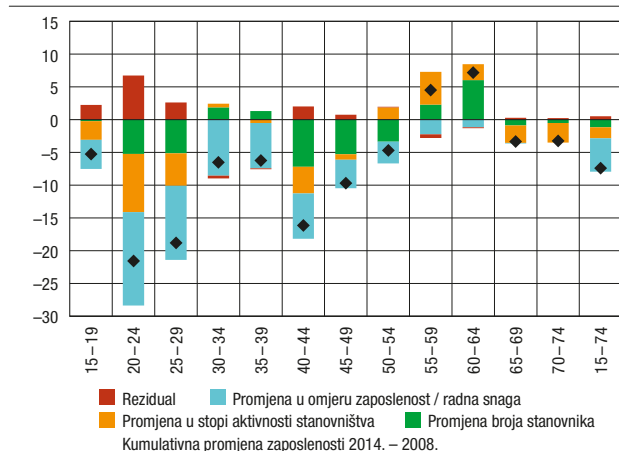
Slika 2. Stope aktivnosti za različite dobne skupine, 2014. i 2017.



Izvori: Eurostat; Anketa o radnoj snazi

Slika 3. Dekompozicija promjene broja zaposlenih prema dobi

za razdoblje od 2008. do 2014., kao udio u populaciji iz 2008.



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a prema ECB Economic Bulletin, Issue 1/2018, Article Labour supply and employment growth

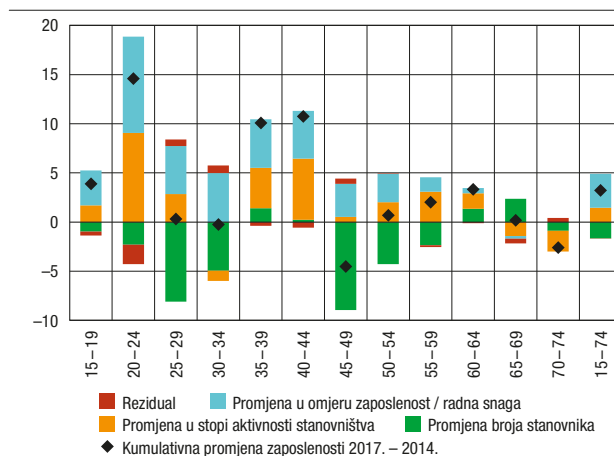
² Radna snaga jednaka je zbroju broja zaposlenih i broja nezaposlenih osoba. Stopa aktivnosti računa se kao udio radne snage u radno sposobnom stanovništvu, dok se promjene u zaposlenosti analiziraju na osnovi kretanja omjera broja zaposlenih u radnoj snazi. Uobičajene analize temelje se na stopi zaposlenosti, koja se računa kao udio broja zaposlenih u radno sposobnom stanovništvu, no u svrhu dekompozicije kretanja broja zaposlenih upotrebljavamo omjer broja zaposlenih i radne snage.

od 2014. do 2017. godine razina zaposlenosti na kraju 2017. i dalje je za 140 tisuća osoba niža nego prije početka krize, odnosno prije 2008. godine. Iz Slike 4. vidljivo je da je smanjenje broja stanovnika zbog demografskih promjena i pojačanog emigriranja³ nastavilo biti značajan ograničavajući čimbenik koji je utjecao na rast zaposlenosti u Hrvatskoj u razdoblju gospodarskog oporavka. S druge strane, omjer zaposlenih i radne snage povećao se u promatranom razdoblju, što je i očekivano s obzirom na to da se radi o razdoblju gospodarske ekspanzije, dok doprinos stopa participacije ne pokazuje jasan trend, ali je kumulativni učinak na ukupno kretanje broja zaposlenih osoba blago negativan (Slika 4.).

Detaljna dekompozicija broja zaposlenih osoba prema dobnim skupinama pokazuje da povećanje omjera zaposlenih i radno sposobnog stanovništva u razdoblju od 2014. do 2017. godine za mlađe dobne skupine (25 – 34 godine starosti) nije bilo dovoljno da bi nadoknadilo zamjetno smanjenje populacije u tim dobnim skupinama, a ista kretanja zabilježena su i u dobnim skupinama od 45 do 54. S druge strane, ukupno povećanje broja zaposlenih zabilježeno je za dobne skupine od 35 do 44, zbog povećanja udjela zaposlenih u radnoj snazi i blagog rasta radno sposobnog stanovništva u ovim dobnim skupinama⁴, kao i za starije dobne skupine (55 – 64). Rast zaposlenosti u starijim dobnim skupinama u prvom je redu odraz pojačane aktivacije na tržištu rada, zabilježene u ovoj dobnj skupini. Ipak, intenzitet aktivacije nije dovoljan da bi doveo do rasta stope aktivnosti za ukupnu populaciju.

Navedena kretanja upućuju na zaključak da su smanjenje populacije i nedovoljna ponuda rada kontinuirano glavni ograničavajući čimbenik rasta zaposlenosti u Hrvatskoj. S obzirom na to da bi se nepovoljne demografske promjene i starenje radno

Slika 4. Dekompozicija promjene broja zaposlenih prema dobi za razdoblje od 2014. do 2017., kao udio u populaciji iz 2014.



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a prema ECB Economic Bulletin, Issue 1/2018, Article Labour supply and employment growth.

sposobnog stanovništva mogli nastaviti i u budućnosti, daljnje povećanje stope aktivnosti starijeg stanovništva bit će ključno za buduća kretanja na tržištu rada u Hrvatskoj.⁵ Osim toga, kako bi se ograničio utjecaj spomenutih demografskih kretanja na gospodarsku aktivnost, bit će potrebno povećati i produktivnost gospodarstva. U suprotnom bi takva kretanja mogla imati dugoročne nepovoljne posljedice za potencijalni gospodarski rast u Hrvatskoj.

³ U srpnju 2013. Hrvatska je postala punopravnom članicom Europske unije, pa je dobila pristup zajedničkom tržištu EU-a. Prema službenim podacima DZS-a nakon pristupanja EU-a došlo je do zamjetne intenzifikacije emigracijskih tokova iz Hrvatske prema pojedinim zemljama članicama EU-a.

⁴ Ova se analiza oslanja na službene podatke DZS-a o radno sposobnom stanovništvu koji su dio Ankete o radnoj snazi. Anketa o radnoj snazi konstruirana je tako da se trenutna načina uzorka temelji na Popisu stanovništva kućanstava i stanova iz 2011. Nakon anketiranja na odabranim kućanstvima u uzorku rezultati se utežavaju prema procjeni distribucije stanovništva po dobnim skupinama, spolu i NKPS-u prema Popisu 2011., koji je ažuriran podacima o živorođenim i umrlim osobama te migracijama stanovništva u Republici Hrvatskoj. DZS preuzima podatke o migracijama stanovništva u Republici Hrvatskoj od Ministarstva unutarnjih poslova, a ti se podaci odnose na broj osoba koje su registrirale svoj odlazak iz zemlje pri MUP-u. Ako se uzme u obzir da takav način praćenja emigracije nije precizan i obično rezultira podcjenjivanjem ukupnog broja emigranata, kako je pokazano u Draženović i ostali (2018.), to upućuje na još zamjetnije smanjenje ponude radne snage u Hrvatskoj. Citirani rad rabi zrcalne podatke statističkih ureda zemalja članica EU-a i pokazuje da su ukupne emigracije iz Hrvatske u prosjeku 2,6 puta veće od onih koje je registrirao DZS, te da su koncentrirane u mladoj populaciji (ispod 40 godina starosti).

⁵ Na problem nedovoljne aktivnosti starijeg stanovništva upućuju i brojni radovi koji napominju da praksa ranog umirovljenja u Hrvatskoj značajno ograničava potencijal aktivacije starijih dobnih skupina. Nestić i Tomić (2017.) u radu *Jobless Population and Employment Flows in Recession* analiziraju podatke za sve zemlje EU-a i pokazuju da Hrvatska ima najveći udio umirovljenika među radno sposobnim stanovništvom u EU-u.

5. Inflacija

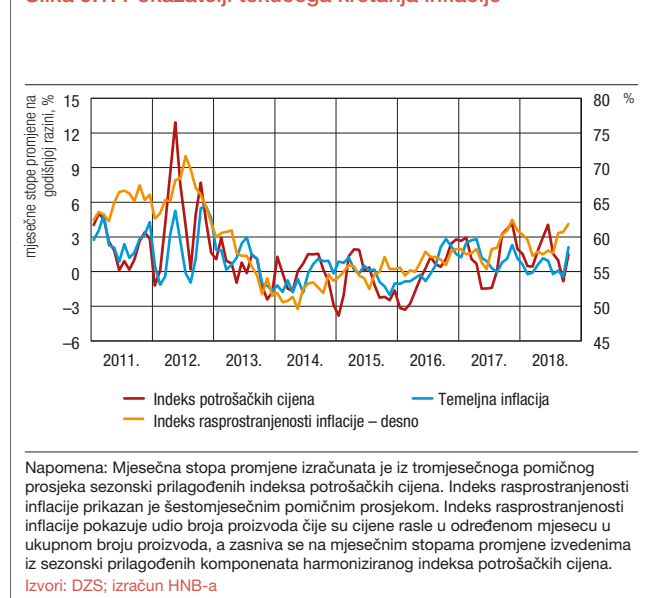
Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u prvih se deset mjeseci 2018. povećala na 1,6%, s 1,1% u istom razdoblju prethodne godine. Domaći inflatorni pritisci s potražne strane u 2018. su, kao i u 2017., vrlo blago izraženi, na što upućuje podjednak pozitivni jaz domaćeg proizvoda (Slika 5.4.), dok su znatno ojačali pritisci proizašli iz rasta jediničnih troškova rada. Godinu 2018. tako je obilježio nastavak snažnih uvoznih pritisaka proizašlih iz rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu u odnosu na prethodnu godinu. O mehanizmu prilagodbe domaćih cijena goriva promjenama cijena sirove nafte na svjetskom tržištu vidi Okvir 2. Asimetrija prijenosa cijena sirove nafte na cijene goriva u Hrvatskoj.

Nakon što se ukupna inflacija potrošačkih cijena u prvoj polovini godine ubrzala, uglavnom zbog povećanja godišnje stope rasta cijena energije, u nastavku godine došlo je do usporavanja inflacije s 2,4% u lipnju 2018. na 1,6% u listopadu 2018. (Tablica 5.1.). Tome je ponajviše pridonijelo smanjenje godišnje

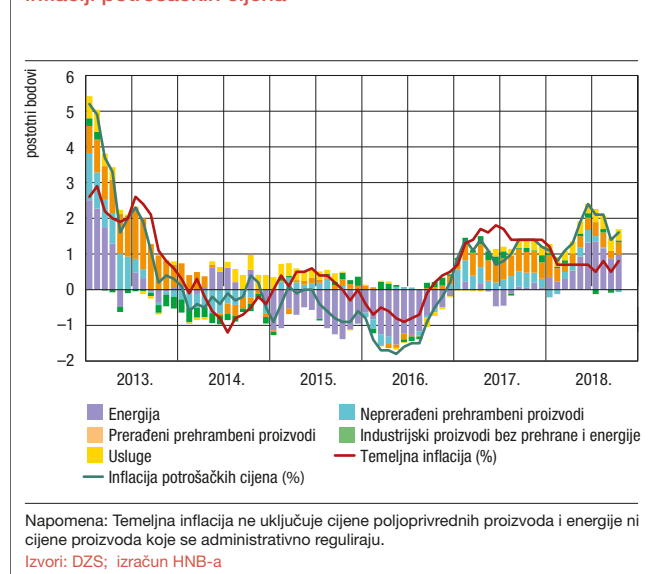
stope rasta cijena energije i neprerađenih prehrambenih proizvoda (Slika 5.2.). Smanjenje godišnjeg rasta cijena energije posebice je bilo izraženo u rujnu, kada je iščezao učinak povećanja cijena električne energije u istom mjesecu 2017. na godišnju stopu promjene tih cijena. Cijene naftnih derivata povećale su se u usporedbi s njihovom razinom sredinom godine, no godišnja se stopa rasta cijena naftnih derivata zbog negativnog učinka baznog razdoblja snizila s 14,0% u lipnju na 12,5% u listopadu. Energija je i nadalje komponenta koja daje najveći doprinos inflaciji (1,0 postotni bod), od čega se pretežni dio odnosi na naftne derivate. Kod neprerađenih prehrambenih proizvoda u posljednja četiri mjeseca znatno se usporio godišnji rast cijena povrća, voća i mesa te je doprinos ove komponente ukupnoj inflaciji u listopadu bio blago negativan.

Nasuprot tome, doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji blago se povećao u posljednja četiri mjeseca, što je nastavak trenda prisutnog od sredine 2017. godine. Spomenuta kretanja, među

Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



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



Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

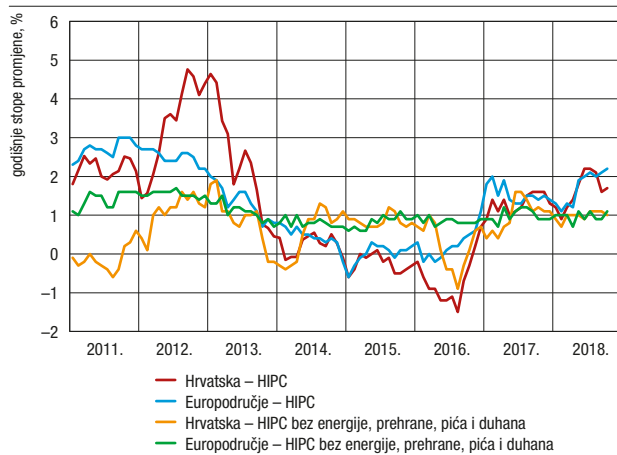
godišnje stope promjene

	12. 2017.	3. 2018.	6. 2018.	9. 2018.	10. 2018.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente					
Ukupni indeks	1,2	1,1	2,4	1,4	1,6
Energija	0,4	1,8	7,9	5,3	5,9
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	2,6	2,1	3,8	-0,1	-0,7
Prerađeni prehrambeni proizvodi	2,0	1,1	1,5	0,9	1,5
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	0,8	0,3	0,5	-0,3	0,2
Usluge	1,0	1,0	1,0	1,4	1,2
Ostali cjenovni pokazatelji					
Temeljna inflacija	1,4	0,7	0,7	0,5	0,8
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	2,1	1,2	3,4	3,4	3,6
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	1,0	0,5	-0,1	-0,2	-0,2
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	1,3	1,2	2,2	1,6	1,7
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	1,2	1,1	2,1	1,5	1,6

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

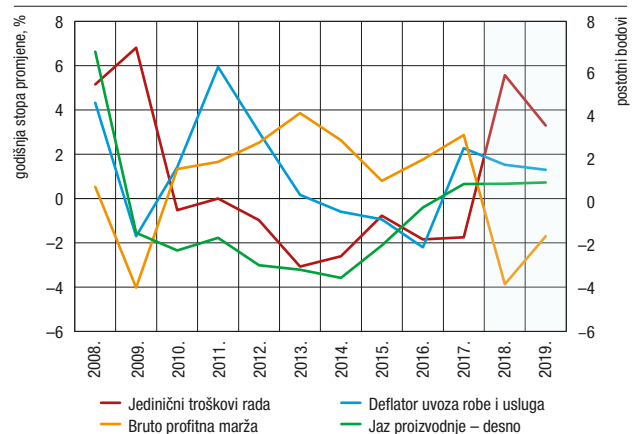
Izvor: DZS

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europskom području



Izvori: DZS; Eurostat

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

ostalim, odražavaju uvozne i domaće inflatorne pritiske, kao što je primjerice rast cijena naftnih derivata i plaća. Tako se u posljednja četiri mjeseca ubrzao godišnji rast cijena komunikacija, zračnog prijevoza, ugostiteljskih usluga i osiguranja. Godišnja stopa rasta cijena prerađenih prehrambenih proizvoda u listopadu je iznosila 1,5%, jednako kao i sredinom godine. Industrijski proizvodi bez hrane i energije jesu komponenta koja već dulje vrijeme daje mali doprinos inflaciji, a od početka ove godine, pa tako i u posljednja četiri mjeseca, taj se doprinos kretao u rasponu od -0,1 do 0,1 postotni bod.

Godišnja stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) u europskom području se, za razliku od kretanja u Hrvatskoj, ubrzala s 2,0% u lipnju na 2,2% u listopadu (Slika 5.3.). Tome su najviše pridonijele cijene energije, čiji se godišnji rast povećao s 8,0% u lipnju na 10,7% u listopadu, poglavito zbog ubrzanja godišnjeg rasta cijena plina i naftnih derivata. Usto se u europskom području, slično kao i u Hrvatskoj, u posljednja četiri mjeseca blago povećao doprinos cijena usluga godišnjoj inflaciji. Nasuprot tome, doprinos hrane inflaciji u europskom području se tijekom spomenutog razdoblja smanjio. Slično kao u Hrvatskoj, industrijski proizvodi bez hrane i energije jesu komponenta koja daje mali doprinos inflaciji, a u posljednja četiri mjeseca taj je doprinos iznosio samo 0,1 postotni bod. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, blago se povećala s 0,9% u lipnju na 1,1% u listopadu, ponajviše zbog spomenutog ubrzanja godišnjeg rasta cijena usluga.

U Hrvatskoj se godišnja stopa inflacije mjerena HIPC-om smanjila s 2,2% u lipnju na 1,7% u listopadu. Glavni razlog tome bilo je usporevanje godišnjeg rasta cijena energije, poglavito zbog spomenutog iščezavanja učinka povećanja cijena električne energije u rujnu 2017. Inflacija je tako u listopadu u Hrvatskoj bila za 0,5 postotnih bodova niža nego u europskom području. Promatrano po komponentama, vidljivo je da je znatno niži godišnji rast u listopadu ostvaren kod energije (6,9% naprema 10,7% u europskom području), s obzirom na to da su u europskom području, za razliku od Hrvatske, u uvjetima rasta cijena naftnih derivata znatno porasle i cijene prirodnog plina, električne energije i zagrijavanja stana. Temeljna inflacija, mjerena HIPC-om, a koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, u Hrvatskoj se blago ubrzala (s 0,9% u lipnju na 1,0% u listopadu), te je neznatno niža od one u europskom području.

Projicirana kretanja

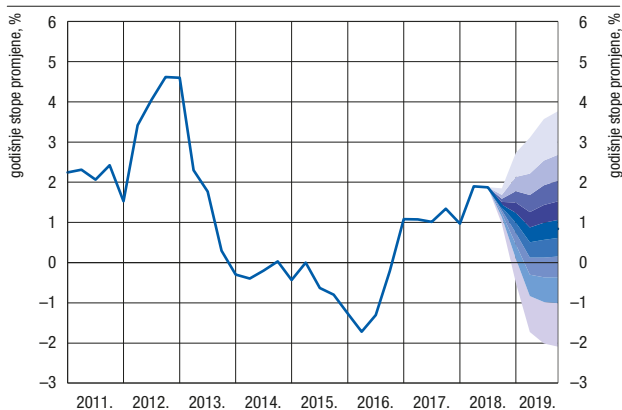
S obzirom na kretanja cijena u prvih deset mjeseci te očekivana kretanja u nastavku godine, ocjenjuje se da bi se prosječna godišnja inflacija u 2018. mogla ubrzati na 1,5%, s 1,1% u 2017. godini, i to ponajviše zbog znatnog povećanja prosječne godišnje stope rasta cijena energije, ponajviše naftnih derivata. Usto se očekuje blago povećanje doprinosa indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije, dok bi se doprinos cijena hrane ukupnoj inflaciji trebao smanjiti u usporedbi s 2017. U nastavku 2018. godine očekuje se usporavanje godišnje stope rasta cijena energije, uglavnom zbog pojeftinjenja naftnih derivata, koje je osobito izraženo u studenome, a zrcali pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. S druge strane, rast indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogao bi se ubrzati potkraj godine, zbog najavljenog povećanja trošarina na cigarete.

Ocijenjeno je da bi u 2019. moglo doći do usporavanja prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena na 0,9% (Slika 5.5.), što je, prije svega, rezultat privremenih činitelja – administrativnih odluka o sniženju stope poreza na dodanu vrijednost na određene proizvode početkom godine te očekivanog pada cijene sirove nafte na svjetskom tržištu, na koji upućuju kretanja na terminskom tržištu.

S druge strane, ekonomski fundamenti upućuju na određene inflatorne pritiske. Što se tiče vanjskog okruženja inflatorni pritisci posljedica su, među ostalim, prognoziranog jačanja temeljne inflacije u europskom području te prijašnjega znatnog rasta cijena naftnih derivata i nekih drugih sirovina na svjetskom tržištu (primjerice metala), koji se s određenim vremenskim pomakom prelijevaju na finalne proizvode. Također, prisutni su i određeni domaće inflatorni pritisci koji se prije svega odnose na rast domaće potražnje te troškovne pritiske proizašle iz rasta jediničnih troškova rada, odnosno bržeg rasta plaća od rasta proizvodnosti rada.⁶ Spomenuti činitelji mogli bi djelovati na ubrzanje godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije. Ocijenjeno je da bi administrativne odluke mogle djelovati neutralno na kretanje prosječne godišnje stope rasta spomenutog indeksa u 2019. Naime, u projekciju IPC-a bez hrane i energije uključen je izravni učinak smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost s 25% na 5% na lijekove koji se mogu kupiti bez recepta, međutim pritom je spomenuti učinak gotovo u cijelosti poništio doprinos poskupljenja cigareta u prosincu 2018. prosječnoj inflaciji mjerenoj

6 Ipak, očekuje se da bi rast JTR-a mogao biti slabijeg intenziteta nego u 2018.

Slika 5.5. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

IPC-om bez hrane i energije u 2019.

Prognozirano je da će se, unatoč očekivanom blagom rastu cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu, prosječna godišnja stopa rasta cijena hrane u 2019. znatno usporiti zbog smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost s 25% na 13% na određene prehrambene proizvode.⁷ Pritom je pretpostavljeno da bi se spomenuta porezna izmjena mogla preliti na cijene samo djelomično. Naime, domaće iskustvo, a i iskustva drugih zemalja⁸ upućuju na to da prijenos promjene stope poreza na dodanu vrijednost na potrošačke cijene nije u pravilu potpun. Nekoliko

je glavnih razloga koji objašnjavaju djelomično prelijevanje poreznih izmjena na potrošačke cijene prehrambenih proizvoda. Tako je, među ostalim, relativno snažan rast osobne potrošnje činitelj koji bi mogao utjecati na smanjeni prijenos spuštavanja stope PDV-a na potrošačke cijene. Usto, početkom godine voće i povrće sezonski poskupljuju te je u takvim uvjetima otežana provjera jesu li trgovci uistinu smanjili cijene. Osim toga, rezultati istraživanja upućuju na to da je prijenos poreznih izmjena na cijene manji u slučaju sniženja poreza (u usporedbi s povećanjem poreza).⁹

Nadalje, projicirano usporavanje godišnjeg rasta cijena energije (prije svega naftnih derivata) u 2019. posljedica je očekivanog smanjenja prosječne cijene barela sirove nafte tipa Brent za oko 6% (izraženo u kunama), nakon 26%-tnog povećanja tih cijena u 2018.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Rizici koji bi mogli pridonijeti tome da stopa inflacije bude viša od prognozirane odnose se, prije svega, na mogući snažniji rast cijena nafte, zbog jačanja geopolitičkih napetosti i mogućih poremećaja u isporuci sirove nafte. Isto tako, neočekivane vremenske nepogode mogle bi utjecati na snažniji rast cijena poljoprivrednih proizvoda. U 2019. moglo bi doći i do rasta određenih administrativno reguliranih cijena (primjerice prirodnog plina). Usto, prelijevanje smanjenja stope PDV-a na određene proizvode moglo bi biti manje izraženo od onog koje se očekuje u tekućoj projekciji.

S druge strane, rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju od projicirane jesu moguće niže cijene sirove nafte i ostalih sirovina (u slučaju mogućeg izraženijeg usporavanja globalnoga gospodarskog rasta i/ili većeg porasta proizvodnje nafte od očekivanog) te jači intenzitet prelijevanja smanjenja stope PDV-a na određene proizvode na maloprodajne cijene.

Okvir 2. Asimetrija prijenosa cijena sirove nafte na cijene goriva u Hrvatskoj

Cijene goriva imaju važan utjecaj na kretanje ukupne inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj zbog važnosti goriva u potrošnji kućanstava i izravnog utjecaja svjetskih cijena sirove nafte. U okviru se ekonometrijskom metodom nastoji utvrditi postoji li razlika, odnosno asimetrija u brzini prilagodbe domaćih cijena goriva na promjene svjetskih cijena sirove nafte. Provedena analiza upućuje na to da postoje neke naznake asimetričnosti u prilagodbi cijena benzinskih goriva, odnosno da se cijene benzina brže prilagođavaju navise nego naniže kada su ispod odnosno iznad svoje dugoročno ravnotežne veze. Nasuprot tome, čini se da cijene dizelskih goriva karakterizira simetrična prilagodba na promjene cijena sirove nafte.

Cijene goriva važna su i kolebljiva komponenta indeksa cijena energije i stoga imaju znatan utjecaj na kretanje ukupne inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj (Slika 1.).¹⁰ Hrvatska velik dio svojih potreba za naftom namiruje uvozom¹¹, pa su domaće cijene

goriva pod znatnim utjecajem svjetskih cijena sirove nafte (Slika 2.). Na promjenu domaćih cijena goriva utječe i tečaj kune prema američkom dolaru (s obzirom na to da se sirova nafta najčešće kupuje u američkim dolarima), marže nastale zbog prerade, prometa i distribucije krajnjim potrošačima te porezi i trošarine. Porezi i trošarine čine najveći dio maloprodajne cijene motornih goriva u Hrvatskoj¹², pa promjena njihove razine može utjecati i na prijenos promjene cijena nafte na domaće cijene goriva.

Na svjetskom su tržištu nafte u posljednjih pet godina bile prisutne snažne promjene smjera i intenziteta kretanja cijena nafte. U takvim se uvjetima često postavlja pitanje prilagođavaju li proizvođači na domaćem tržištu cijene goriva u istoj mjeri kada svjetske cijene nafte rastu i onda kada padaju, tj. postoji li asimetrija u prilagodbi cijena goriva.

Tržište naftnih derivata u Hrvatskoj je u potpunosti liberalizirano u veljači 2014., kada je stupio na snagu novi Zakon

7 Svježe meso, riba, voće, povrće i jaja. Udio spomenutih proizvoda u košarici za izračun ukupnog indeksa potrošačkih cijena je znatan te iznosi oko 11%, a u košarici za izračun indeksa cijena hrane oko 42%.

8 Pogledati npr. *Impact of the VAT rate increase in January 2012 on inflation*, Quarterly Report on Inflation, Okvir 3-2, Magyar Nemzeti Bank, ožujak 2012.; *Impact of the rise in VAT rates on inflation*, Macroeconomic Developments and Projections, Okvir 6.1, Banka Slovenije, listopad 2013.

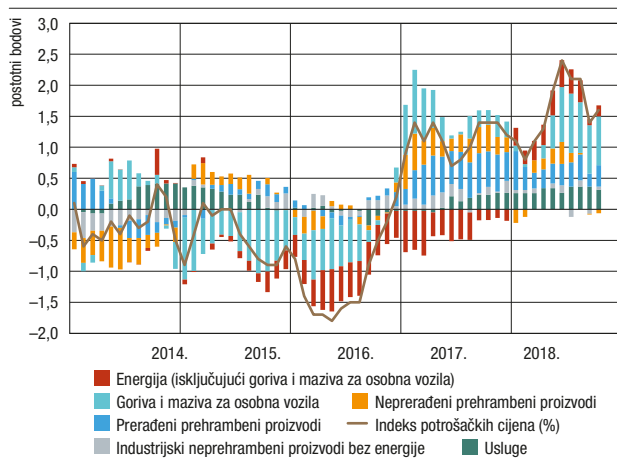
9 Pogledati, među ostalim, Benkovskis, K. i L. Fadejeva (2014.), *The effect of VAT rate on inflation in Latvia: evidence from CPI microdata*, Applied Economics, Vol. 46, No. 21, 2520-2533. Rezultati spomenutog istraživanja upućuju na to da je u slučaju Letonije ocijenjeni prijenos povećanja stope PDV-a početkom 2009. iznosio 84%, a ocijenjeni prijenos smanjenja stope PDV-a sredinom 2012. samo 36%.

10 Udio (ponder) goriva i maziva za osobna vozila u indeksu potrošačkih cijena energije u posljednjih pet godina prosječno iznosio 37,6%, dok je u ukupnom indeksu potrošačkih cijena iznosio 6,6%.

11 Udio uvoza sirove nafte u ukupnoj potrošnji sirove nafte u Hrvatskoj u razdoblju od 2011. do 2016. godine iznosio je prosječno oko 78%. Valja pritom spomenuti da Hrvatska uvozi i određenu količinu naftnih derivata, ponajviše dizelskih goriva. Detaljnije vidi u godišnjem pregledu "Energija u Hrvatskoj 2016".

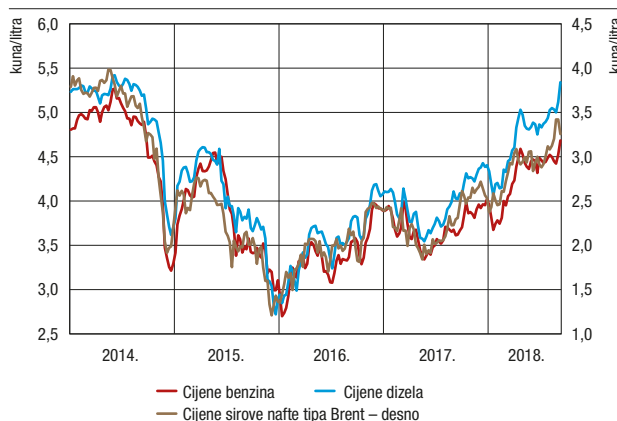
12 Prema podacima Europske komisije, u strukturi maloprodajne cijene benzina (dizela) porezi i trošarine sudjelovali su u 2018. prosječno s oko 58% (49%), a marže koje nastaju u procesu prerade i distribucije s oko 14% (21%).

Slika 1. Godišnja stopa inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 2. Kretanje cijena sirove nafte tipa Brent i cijena motornih goriva u Hrvatskoj



Napomena: Cijene sirove nafte tipa Brent izražene su u kunama po litri, izvedene primjenom tečaja kune prema američkom dolaru odnosno omjerom 158,987 litara po barelu. Cijene goriva u Hrvatskoj izražene su bez PDV-a i trošarina.

Izvori: Bloomberg; EK; izračun HNB-a

o tržištu nafte i naftnih derivata¹³. U Hrvatskoj se od tada cijene motornih goriva u pravilu mijenjaju jednom tjedno. Pritom se čini da se glavina prilagodbe cijena goriva na domaćem tržištu na promjenu svjetskih cijena nafte ostvaruje s vremenskim pomakom od jednog do dva tjedna (Tablica 1.). Tome, među ostalim, može pridonijeti i odluka prodavača da dio promjene cijena sirove nafte, ako je ona snažna, preliju na domaće cijene goriva pri sljedećem obračunu. Primjećuje se ujedno da prodavači ne anticipiraju promjenu cijena, na što upućuje neznatna korelacija između tjedne promjene cijena nafte i domaćih cijena goriva tjedan prije.

Postojanje asimetrične prilagodbe kod cijena goriva u Hrvatskoj testirano je jednostavnom metodom ispravljanja pogrešaka (engl. *error correction model*, ECM) u dva koraka slijedeći pristup koji su razvili Engle i Granger (1987.)¹⁴, uvažavajući pritom i asimetričnost u prilagodbi. Spomenuta metoda omogućuje

Tablica 1. Korelacija tjednih promjena cijena goriva u Hrvatskoj i svjetskih cijena sirove nafte

	(-1)	(0)	(1)	(2)	(3)	(4)
Benzin	0,02	0,01	0,39	0,60	0,04	0,01
Dizel	0,07	0,04	0,38	0,67	0,06	-0,04

Napomena: (-1) i (1) označuju korelaciju između tjedne promjene svjetskih cijena sirove nafte tipa Brent i cijena benzina i dizela u Hrvatskoj tjedan prije odnosno nakon jednog tjedna. Cijene goriva u Hrvatskoj iskazane su bez PDV-a i trošarina. Promatrano razdoblje je od veljače 2014. do listopada 2018.

Izvori: Bloomberg; EK; izračun HNB-a

pronalaženje dugoročnih ravnotežnih veza između varijabli, brzinu prilagodbe dugoročnoj ravnoteži i procjenu ostalih relevantnih kratkoročnih parametara. Dugoročna ravnoteža u ovome se okviru odnosi na procjenu utjecaja svjetskih cijena sirove nafte na domaće cijene goriva. Parametri prilagodbe ravnoteži jesu parametri kojima se mjeri broj razdoblja (tjedana) potrebnih za ponovnu uspostavu dugoročne ravnoteže. U ovome se okviru pritom ocjenjuje asimetričnost u brzini prilagodbe dugoročnoj ravnoteži u slučaju pozitivnih i negativnih odstupanja od nje. Podaci korišteni u analizi jesu tjedne cijene benzina i dizela bez poreza i trošarina, preuzete iz baze podataka Europske komisije.¹⁵ Cijene nafte su cijene sirove nafte tipa Brent, u američkim dolarima po barelu, preuzete iz baze podataka Agencije za energetske informacije SAD-a. Kako bi bile usporedive s cijenama goriva, izražene su u kunama po litri primjenom tečaja kune prema američkom dolaru odnosno omjerom 158,987 litara po barelu.

Rezultati procjene dugoročne ravnotežne veze i kointegracijskog testa prikazani su u Tablici 2., a među ostalim pokazuju da koeficijent elastičnosti cijena goriva na promjenu cijena sirove nafte u dugome roku (γ_1) iznosi 0,6. To znači da 10%-tna promjena (rast ili pad) cijena nafte rezultira 6%-tnom promjenom (rastom ili padom) cijena i benzina i dizela. Pritom Engel-Grangerov test kointegracije potvrđuje da postoji dugoročna ravnotežna veza između cijena goriva i cijena sirove nafte.

Rezultati simetričnog ECM-a prikazani su na lijevoj strani Tablice 3. Izbor varijabli i vremenskih pomaka zasniva se na pristupu od općeg prema specifičnom (engl. *general to specific*), pri čemu su inicijalno bile uključene promjene cijena goriva s jednim vremenskim pomakom i promjene cijena nafte s tri vremenska pomaka. Prema predloženoj specifikaciji, promjene cijena benzina i dizela u tekućem razdoblju (tjednu) određene su promjenom cijena sirove nafte u prethodnom tjednu $\Delta(c)_{t-1}^*$ i dva tjedna prije $\Delta(c)_{t-2}^*$. Brzina prilagodbe dugoročnoj ravnoteži kod cijena benzina iznosi $\alpha = -0,13$, a kod cijena dizela $\alpha = -0,19$. To znači da se 13% (19%) odstupanja cijena benzina (dizela) od svoje dugoročne ravnoteže ispravlja u prvom tjednu. Pritom je za uspostavu ravnoteže cijenama benzina prosječno potrebno osam tjedana, a cijenama dizela pet tjedana.

Asimetričan ECM, korišten u ovome okviru, pretpostavlja da je jedini izvor asimetrije u izrazu u_{t-1} . Pogreške se pritom dijele na pozitivne i negativne odnosno razlikuju se pozitivna u_t^+ i negativna u_t^- odstupanja cijena goriva od ravnoteže. Dakle, prve naznake o mogućem postojanju asimetrije postoje ako procijenjeni parametri brzine prilagodbe dugoročnoj ravnoteži za pozitivna i negativna odstupanja nisu jednaki.

Rezultati testiranja asimetrije, prikazani na desnoj strani u Tablici 3., pokazuju da su koeficijenti brzine prilagodbe dugoročnoj ravnoteži, $\alpha_1 = -0,20$ i $\alpha_2 = -0,07$, statistički signifikantni uz uobičajene razine signifikantnosti te da se cijene benzina brže

13 Zakon o tržištu nafte i naftnih derivata (NN, br. 19/2014.). Vlada RH zadržala je mogućnost da u slučaju velikih poremećaja na tržištu ili ugroženosti državnih interesa, u cilju zaštite potrošača, regulacije tržišta ili drugih opravdanih razloga, uredbom propiše najvišu razinu maloprodajnih cijena za pojedine naftne derivate, za neprekinuto razdoblje od najduže 90 dana. Ta mogućnost još nije korištena.

14 Engle, R. i C. Granger (1987.), Cointegration and error-correction: representation, estimation and testing, *Econometrica*, 55, str. 251 – 276.

15 Podaci su dostupni od srpnja 2013. godine, no u ovome su okviru korišteni podaci nakon liberalizacije tržišta naftnih derivata.

Tablica 2. Procjena dugoročne ravnoteže i test kointegracije

FMOLS metoda estimacije				
Dugoročna ravnoteža				
	Benzin		Dizel	
γ_0	0,859***	(45.181)	0,882***	(65.849)
γ_1	0,564***	(27.570)	0,608***	(42.230)
– Prilagođeni R ²	0.872		0.919	
– Dugoročna varijanca	0.007		0.003	
– Broj opažanja	235		235	
Engle-Grangerov test kointegracije				
	Benzin		Dizel	
H ₀ : serije nisu kointegrirane				
– Engle-Grangerova t-statistika	-6,010***	[0.000]	-7,553***	[0.000]
– Engle-Grangerova z-statistika	-62,706***	[0.000]	-93,287***	[0.000]

Napomena: Vrijednosti su t-statistike u zagradama. P-vrijednosti su u uglatim zagradama. ***, **, * označuju statističku razinu signifikantnosti od 1%, 5% odnosno 10%. Parametar γ_0 označuju fiksnu maržu. Kritične vrijednosti za test kointegracije dobivene su od MacKinnon (1996.)¹⁶.
Izvor: Izračun HNB-a

prilagođavaju naviše kada su ispod svoje dugoročne ravnoteže. Pritom je cijenama benzina za uspostavu ravnoteže u slučaju negativnih odstupanja prosječno potrebno pet tjedana, a u slučaju pozitivnih odstupanja 14 tjedana. To upućuje na moguće naznake asimetričnosti u prilagodbi cijena benzina. Pritom Waldov F-test o statističkoj jednakosti parametara pokazuje da se hipoteza o postojanju simetričnosti ne može odbaciti uz 5%-tnu razinu signifikantnosti, ali može uz 10%-tnu razinu signifikantnosti. Kad je riječ o cijenama dizelskih goriva, koeficijenti brzine prilagodbe dugoročnoj ravnoteži, $\alpha_1 = -0,19$ i $\alpha_2 = -0,19$, pokazuju

da se cijene dizela prilagođavaju istom dinamikom naviše i niže kada su ispod odnosno iznad svoje dugoročne ravnoteže. To znači da je cijenama dizela za uspostavu ravnoteže potrebno prosječno pet tjedana u slučaju i negativnih i pozitivnih odstupanja od ravnoteže. Waldov F-test pritom pokazuje da se hipoteza o postojanju simetričnosti ne može odbaciti uz 1%-tnu razinu signifikantnosti. Provedena analiza stoga upućuje na zaključak da postoje neke naznake asimetričnosti u prilagodbi cijena benzina, dok se čini kako cijene dizela karakterizira simetrična prilagodba na promjene cijena sirove nafte. To bi se, među ostalim, moglo

Tablica 3. Simetričan i asimetričan model ispravljanja pogrešaka (ECM)

		Simetričan ECM				Asimetričan ECM			
		Benzin		Dizel		Benzin		Dizel	
Konstanta	η_0	0,000	(0,089)	0,000	(0,219)	-0,003	(-1,305)	0,000	(0,204)
$\Delta(c^i)_{t-1}$	$\beta_{1,1}$	0,143***	(4,626)	0,103***	(3,302)	0,137***	(4,424)	0,102***	(3,272)
$\Delta(c^i)_{t-2}$	$\beta_{1,2}$	0,279***	(10,228)	0,290***	(11,206)	0,275***	(10,082)	0,289***	(11,139)
u_{t-1}	α	-0,125***	(-3,938)	-0,189***	(-4,815)				
u_{t-1}^-	α_1					-0,204***	(-3,744)	-0,186***	(-3,523)
u_{t-1}^+	α_2					-0,073*	(-1,711)	-0,193***	(-3,291)
Prilagođeni R ²		0.540		0.626		0.391		0.625	
SSR		0.086		0.067		0.113		0.067	
DW		1.827		2.187		1.905		2.187	
F-statistika		91.418		130.052		38.080		97.116	
Wald F-statistika	H ₀ : $\alpha_1 = \alpha_2$					3,155*		[0,077]	
						0,007		[0,934]	

Napomena: u_{t-1} je faktor ispravljanja pogreške (engl. *error correction term*). Vrijednosti t-statistike su u zagradama. P-vrijednosti su u uglatim zagradama. ***, **, * označuju statističku razinu signifikantnosti od 1%, 5% odnosno 10%. Slični rezultati dobiveni su s cijenama goriva koje uključuju PDV i trošarine.

Izvor: Izračun HNB-a

16 MacKinnon, J. G. (1996.), Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests, Journal of Applied Econometrics, 11, str. 601 – 618.

objasniti i time što su kupci dizelskih goriva često industrijski potrošači koji kupuju na veliko i mogu imati bolje poznanstvo s prodavačima s kojima mogu pregovarati o posebnim cijenama. Moguće je i da neki potrošači skladište dizelsko gorivo za buduću

potrošnju, pa se lakše prilagođavaju promjenama cijena. Takve okolnosti mogu obeshrabriti prodavače da se ponašaju asimetrično u prilagodbi cijena dizelskih goriva.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u trećem se tromjesečju 2018. zamjetno povećao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Tome je najviše pridonio snažan rast neto izvoza usluga zbog još jedne dobre turističke sezone, a u manjoj mjeri i poboljšanje zbroja salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. S druge strane, nepovoljno je na ostvarenja na tekućem i kapitalnom računu prije svega djelovalo povećanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, a zabilježeno je i pogoršanje salda na računu primarnog dohotka. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, u trećem je tromjesečju 2018. višak na tekućem i kapitalnom računu iznosio 4,3% BDP-a.

Vanjska trgovina i konkurentnost

Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom u prvih je devet mjeseci 2018. obilježilo primjetno usporavanje rasta izvoza. Iako se nakon smanjenja u prva tri mjeseca (djelomice i zbog nepovoljnog učinka baznog razdoblja) rast robnog izvoza u nastavku godine dijelom oporavio, kumulativna ostvarenja za prva tri tromjesečja pokazuju da je rast izvoza znatno niži nego u istome razdoblju prethodne godine (5,1% naprema 12,8%, prema podacima platne bilance). Istodobno se usporio i rast robnoga uvoza, no slabljenje dinamike uvoza (6,2% naprema 12,7%) bilo je manje izraženo nego u slučaju izvoza. U skladu s tim, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom povećao se za 7,7%, što je sporije nego u prvih devet mjeseci 2017. godine (12,5%).

Promatraju li se kretanja po pojedinim proizvodima¹⁷, u trećem je tromjesečju 2018. ostvareno pogoršanje vanjskotrgovinskog manjka u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zbog povećanja neto uvoza energenata, posebno nafte i naftnih derivata, zatim medicinskih i farmaceutskih proizvoda, električnih strojeva, aparata i uređaja te cestovnih vozila. Za razliku od toga, nepovoljna je kretanja uvelike ublažilo povećanje neto izvoza ostalih prijevoznih sredstava i smanjenje neto uvoza znanstvenih i kontrolnih instrumenata.

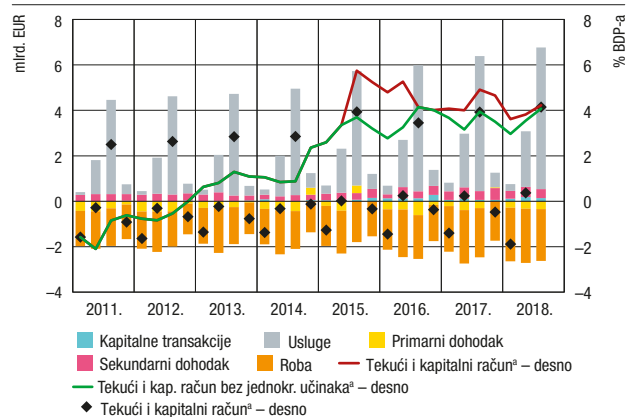
Ukupan je robni izvoz u trećem tromjesečju 2018. porastao za 6,5% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu je rast izvoza suženog agregata koji isključuje energente bio malo niži i iznosio 5,3%. Rastu izvoza ostale robe najviše je pridonio jači izvoz brodova, cestovnih vozila, kao i pojedinih kategorija kapitalnih proizvoda, posebno aparata za telekomunikaciju te specijalnih strojeva za pojedine industrijske grane. S druge strane, zabilježen je snažan pad izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda.

Kada je riječ o robnom uvozu, u trećem je tromjesečju ostvarena godišnja stopa rasta od 5,6%, čemu je ponajprije pridonio rast uvoza energenata, posebno nafte i naftnih derivata. Istodobno je uvoz ostale robe porastao za 2,4%, ponajviše zahvaljujući rastu uvoza cestovnih vozila, ostalih prijevoznih sredstava te kapitalnih proizvoda, među kojima se izdvaja veći uvoz električnih

strojeva, aparata i uređaja te aparata za telekomunikacije, dok je istodobno zabilježen snažan pad uvoza pogonskih strojeva i uređaja.

Za razliku od nepovoljnih kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom, u trećem je tromjesečju ostvareno znatno poboljšanje salda u međunarodnoj razmjeni usluga (za 5,0%) u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Tome je ponovo najviše pridonio turizam, iako je rast prihoda od turističke potrošnje inozemnih gostiju bio primjetno manji nego u istom razdoblju 2017. godine (4,8% u odnosu na 9,1%). Pritom je ostvareni rast

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

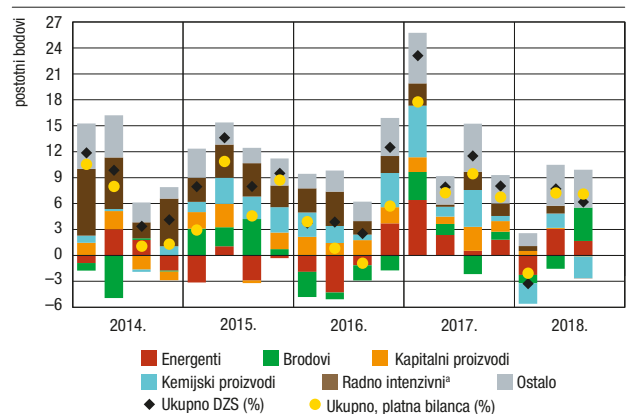


^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

Napomena: Jednokratni učinci uključuju konverziju kredita vezanih uz švicarski frank u 2015. te rezervacije banaka za kredite odobrene koncernu Agrokor u 2017. i 2018.

Izvor: HNB

Slika 6.2. Robni izvoz godišnje stope promjene i doprinosi



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

Izvori: DZS; HNB

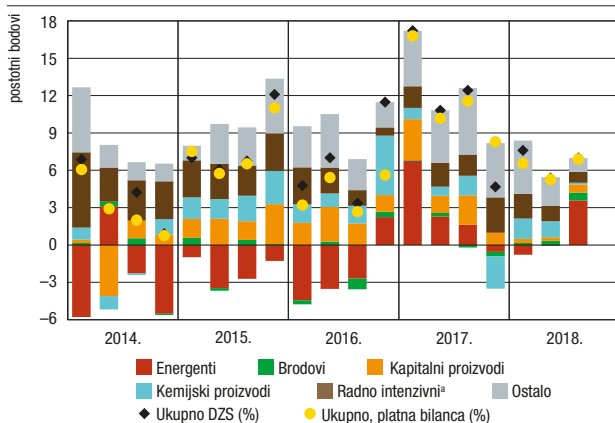
17 Ovi se podaci odnose na podatke o robnoj razmjeni s inozemstvom koje objavljuje DZS. Njihov obuhvat nije usklađen s obuhvatom robne razmjene u platnoj bilanci (vidi o tome Okvir 3. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima, MKP broj 2, srpanj 2017.).

prihoda od turizma nadmašio rast broja dolazaka (3,1%) i noćenja (1,6%) stranih posjetitelja u komercijalnim smještajnim kapacitetima. Rastu fizičkih pokazatelja posebno su pridonijeli gosti iz Njemačke, Ujedinjene Kraljevine i Mađarske.

Usporavanje rasta prihoda od turizma može se objasniti s nekoliko činitelja. Prije svega valja izdvojiti jačanje konkurencije na Mediteranu, što se, među ostalim, odnosi na Tursku te zemlje sjeverne Afrike (Egipat i Tunis), gdje se politička situacija donekle smirila. Također, dio europskih turista vjerojatno se tijekom Svjetskoga nogometnog prvenstva održanog u lipnju i srpnju odlučio na ostanak u svojoj zemlji ili na putovanje u Rusiju, što je umanjilo turistički promet u tradicionalnim ljetnim odredištima. Nadalje, nakon što su u Hrvatskoj prihodi od turizma nekoliko godina zaredom rasli brže nego kod konkurencije, postignuta je visoka baza, pa je zadržavanje slične dinamike rasta dugoročno teško održivo. Slabije rezultate u glavnoj turističkoj sezoni zabilježile su i neke druge mediteranske zemlje, pri čemu se posebno ističu Španjolska, Portugal i Italija.

Slabiji rast izvoza u 2018. bio je praćen i blagim pogoršanjem cjenovne i troškovne konkurentnosti hrvatskog izvoza. Realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke i proizvođačke cijene te

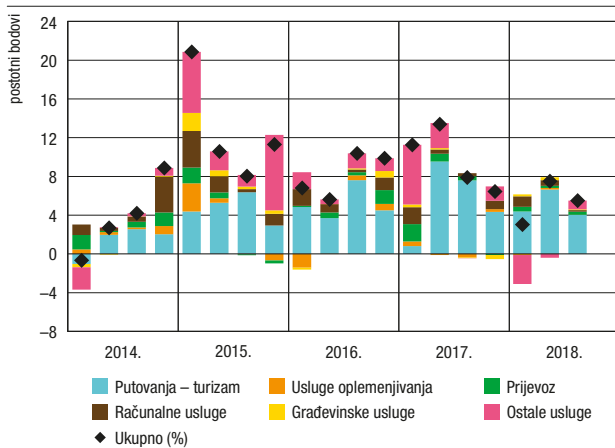
Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



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

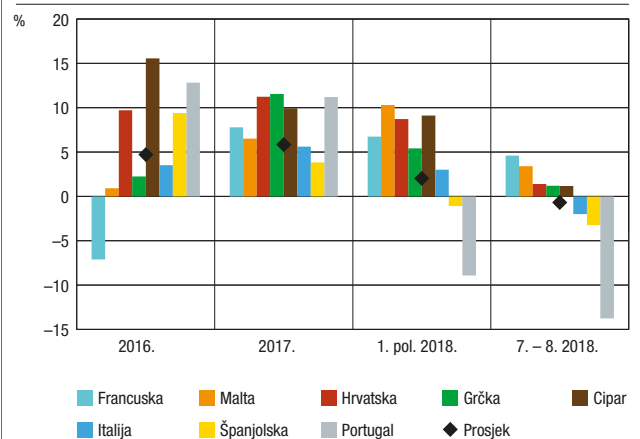
Izvori: DZS; HNB

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

Slika 6.5. Godišnja stopa promjene broja noćenja stranih gostiju



Izvor: Eurostat

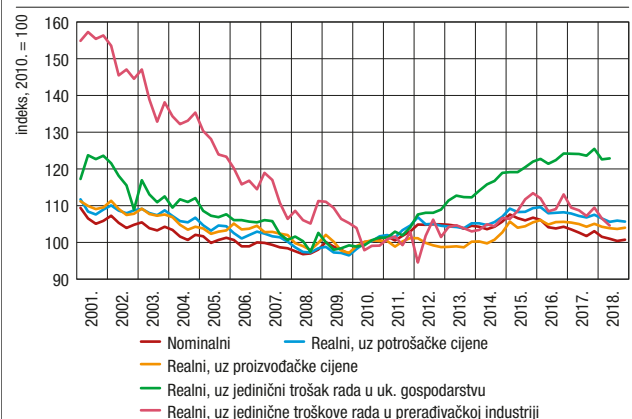
troškove rada blago su aprecirali u prvoj polovini 2018. godine, a u nastavku godine pokazatelji, koji su dostupni do listopada, ostali su uglavnom nepromijenjeni.

Dohoci i transakcije s EU-om

Manjak na računu primarnog dohotka pogoršao se u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom je snažno povećanje neto rashoda na osnovi vlasničkih ulaganja u velikoj mjeri ublaženo izraženim povećanjem prihoda od naknada zaposlenima te blagim smanjenjem neto rashoda na osnovi dužničkih ulaganja. Ostvareni rast neto rashoda od vlasničkih ulaganja odražava bolju profitabilnost domaćih poslovnih subjekata u vlasništvu nerezidenata, ponajprije banaka, ali i poduzeća u informacijskoj i komunikacijskoj djelatnosti te poslovanju nekretninama. Istodobno je dobit stranih poduzeća u vlasništvu rezidenata blago porasla. Ostvareno smanjenje kamatnih troškova na inozemni dug uglavnom se odnosi na ostale domaće sektore i kreditne institucije.

Ukupni neto prihodi iz transakcija s proračunom EU-a u trećem su tromjesečju 2018. porasli u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom su prema krajnjim korisnicima zabilježene veće isplate kapitalnih sredstava kao i sredstava tekuće

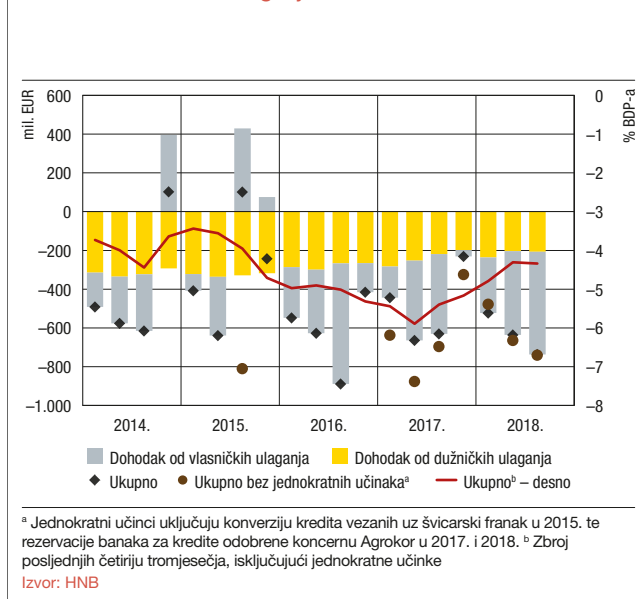
Slika 6.6. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za četvrto tromjesečje 2018. kod realnih tečajeva uz potrošačke i proizvođačke cijene odnose se na listopad, a kod nominalnog tečaja na listopad i studeni.

Izvor: HNB

Slika 6.7. Dohoci od ulaganja



namjene. Promatra li se zbroj posljednja četiri tromjesečja, pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a, odnosno višak iskorištenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a, povećao se s 1,2% BDP-a na kraju 2017. na 1,5% BDP-a, koliko je iznosio na kraju trećeg tromjesečja 2018. Sredstva iz proračuna EU-a postaju sve znatniji izvor financiranja domaćih sektora, pri čemu su glavni korisnici europskih strukturnih i investicijskih fondova država i kućanstva, dok se na nefinancijska poduzeća odnosi manji dio (vidi Okvir 3. Karakteristike poduzeća korisnika Europskih strukturnih i investicijskih fondova). Ostali dohoci, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a, također su zabilježili izražen rast zbog snažnog povećanja prihoda od naknada zaposlenima u inozemstvu te osobnih transfera.

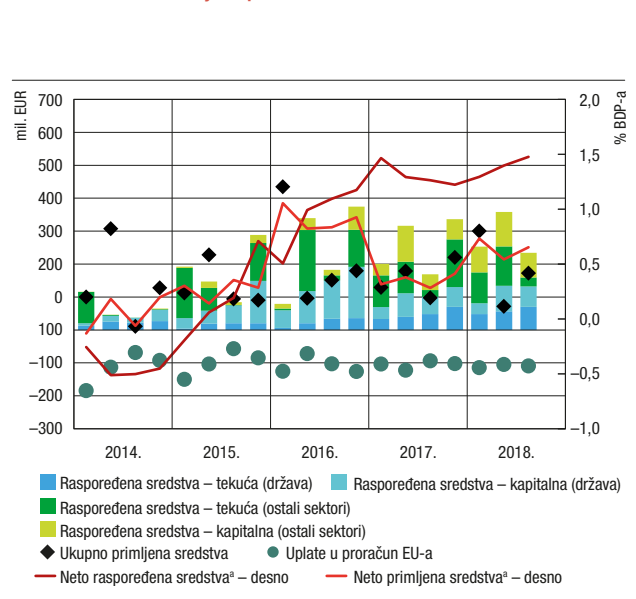
Projicirana kretanja

Manjak na tekućem i kapitalnom računu u posljednjem bi tromjesečju 2018. mogao biti otprilike na razini iz istog razdoblja prethodne godine. Pritom se očekuje da će veći manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom uglavnom nadomjestiti povoljnija kretanja na ostalim računima, poglavito zahvaljujući intenzivnijem korištenju sredstava iz fondova EU-a. Stoga bi na razini cijele 2018. višak na tekućem i kapitalnom računu mogao iznositi 4,1% BDP-a, u odnosu na 4,7% BDP-a u 2017. godini. Isključi li se, međutim, nepovoljan utjecaj krize u koncernu Agrokor na prošlogodišnju dobit poslovnih banaka (ocijenjen na 1,1% BDP-a), kretanja u 2018. povoljnija su nego prethodne godine.

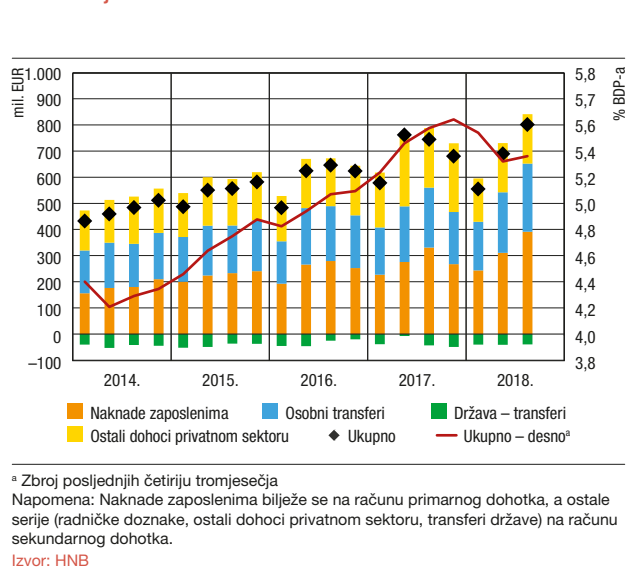
U robnoj razmjeni s inozemstvom u cijeloj se 2018. očekuje daljnje produblivanje manjka, što se odnosi na razmjenu energenata (pogotovo nafte i naftnih derivata zbog viših cijena sirove nafte na svjetskom tržištu u odnosu na prethodnu godinu), kao i, u još većoj mjeri, razmjenu ostale robe. Pritom bi, na tragu kretanja u prvih devet mjeseci, godišnje stope rasta izvoza i uvoza trebale biti zamjetno niže nego prethodne godine. Pogoršanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom jedini je činitelj koji nepovoljno djeluje na ocjenu viška na tekućem i kapitalnom računu u 2018. godini. Istodobno nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni uvelike ublažava daljnji rast neto izvoza usluga, poglavito na osnovi turističke potrošnje nerezidenata. Ipak, godišnji rast prihoda od turizma na razini cijele 2018. trebao bi biti sporiji nego prethodne tri godine.

Ocijenjeni godišnji prirast manjka na osnovi dohoda od

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a



Slika 6.9. Ostali dohoci, isključujući dohotke od ulaganja i transakcije s EU-om



ulaganja u 2018. isključivo je posljedica baznog učinka povezanog s učincima rezervacija za kredite koncernu Agrokor na prošlogodišnju dobit banaka. Isključe li se ti učinci, saldo bi trebao biti povoljniji nego u 2017., zbog manje dobiti banaka po drugim osnovama te manjih kamatnih troškova po inozemnim dužničkim obvezama. Pozitivno na višak na tekućem i kapitalnom računu u 2018. djeluje i ocijenjeni rast prihoda na osnovi ostalih dohoda, prije svega neto transakcija s proračunom EU-a i prihoda od naknada zaposlenima u inozemstvu.

U 2019. očekuje se smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu, koji bi mogao iznositi 3,4% BDP-a, ponajviše zbog nastavka rasta manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Osim toga, očekuje se pogoršanje salda dohoda od ulaganja, iako u znatno manjoj mjeri. Nepovoljna kretanja djelomice bi mogao ublažiti nastavak rasta neto izvoza usluga i jačanja korištenja

sredstava iz fondova EU-a.

Dinamika robne razmjene s inozemstvom mogla bi se u 2019. dodatno usporiti. Očekivano slabljenje rasta izvoza prije svega je povezano s kretanjima u međunarodnom okruženju, odnosno usporavanjem rasta inozemne potražnje glavnih vanjsko-trgovinskih partnera, kao i obujma globalne trgovine. Također, pozitivni učinci ulaska u EU, koji su u prvim godinama članstva snažno pridonosili visokim stopama rasta hrvatskog izvoza, postupno se ublažavaju. Istodobno bi, unatoč usporavanju u odnosu na prethodnu godinu, uvoz mogao porasti brže od izvoza, s obzirom na to da ga podržavaju daljnji rast osobne potrošnje i investicija, uvozna ovisnost domaćega gospodarstva (uključujući u uslužnom sektoru) kao i snažniji rast plasmana.

Za razliku od pogoršanja manjka u robnoj razmjeni, višak u međunarodnoj razmjeni uslugama mogao bi se u 2019. nastaviti povećavati, što se poglavito odnosi na prihode od putovanja, premda bi oni mogli rasti sporije nego prethodne godine. Takva se ocjena zasniva na očekivanom usporavanju rasta glavnih emitivnih tržišta, daljnjem intenziviranju konkurencije na globalnom turističkom tržištu, kao i ograničenjima u smislu nastavka rasta smještajnih kapaciteta. S druge strane, očekivanom rastu prihoda pridonose investicije u poboljšanje kvalitete smještajnih

kapaciteta i pratećih djelatnosti te percepcija Hrvatske kao relativno sigurnoga turističkog odredišta.

U 2019. očekuje se povećanje manjka na osnovi dohodaka od ulaganja, zbog rasta profitabilnosti domaćih poduzeća u vlasništvu nerezidenata. Istodobno bi se neto priljev ostalih dohodaka mogao povećati. To se ponajviše odnosi na daljnje intenziviranje korištenja sredstava iz fondova EU-a, pri čemu bi pozitivan neto učinak transakcija s proračunom EU-a mogao porasti na 2,0% BDP-a. Iako u manjoj mjeri, očekuje se i nastavak rasta prihoda na osnovi naknada zaposlenima u inozemstvu te osobnih transfera.

Što se tiče rizika za ostvarenje projiciranoga salda tekućega i kapitalnog računa, prevladavaju negativni rizici. Pritom valja izdvojiti mogući nepovoljan utjecaj intenziviranja trgovinskog protekcionizma na globalni rast i izraženije usporavanje rasta inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Negativan rizik potječe i od mogućega izraženijeg rasta kamatnih stopa i kolebljivosti na svjetskome financijskom tržištu, dok bi dodatno intenziviranje konkurencije na globalnom turističkom tržištu moglo još više ograničiti rast domaćih prihoda od turizma. S druge strane, prisutni su i određeni pozitivni rizici, uglavnom u vezi sa snažnijim povlačenjem sredstava iz fondova EU-a.

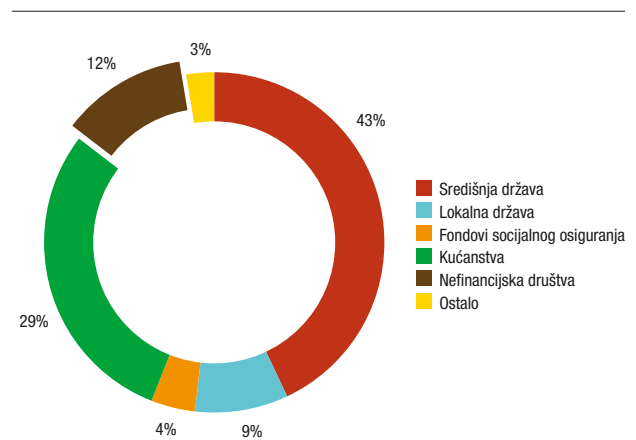
Okvir 3. Karakteristike poduzeća korisnika Europskih strukturnih i investicijskih fondova

U posljednjih nekoliko godina Europski strukturni i investicijski (ESI) fondovi postaju sve važniji izvor financiranja domaćih poduzeća. Analiza dosadašnjih tijekova na ovoj osnovi pokazuje da se dinamika isplata snažnije intenzivirala tek dvije godine nakon primanja Hrvatske u punopravno članstvo Europske unije te da su ta sredstva izrazito koncentrirana na mali broj poduzeća. Naime, iako mala i srednje velika poduzeća dominiraju u ukupnom broju korisnika, na njih se odnosi zamjetno manje ukupno isplaćenih sredstava sektoru poduzeća. Glavnina poduzeća korisnika ESI fondova dolazi iz prerađivačke industrije, no uglavnom je riječ o niskotehnološkim te srednje niskotehnološkim djelatnostima prerađivačke industrije. Navedeno upućuje na znatan potencijal daljnjeg poboljšanja ne samo obujma nego i strukture isplata iz ESI fondova sektoru poduzeća, kako bi se u što većoj mjeri ostvarili povoljni učinci za domaće gospodarstvo.

Od primanja u punopravno članstvo Europske unije Hrvatskoj su na raspolaganju znatna bespovratna sredstva iz Europskih strukturnih i investicijskih fondova. Kako ta sredstva mogu znatno pridonijeti ukupnom gospodarskom razvoju Hrvatske, njihovo je korištenje od velike važnosti za stručnu i širu javnost. Velik dio sredstava ESI fondova namijenjen je sektoru poduzeća, koji je u Hrvatskoj visokozadužen¹⁸, a brojna mala i srednje velika poduzeća imaju otežan pristup financiranju¹⁹. Financiranje putem ESI fondova stoga može ublažiti postojeće strukturne slabosti i povećati investicijske i razvojne potencijale privatnog sektora. Stoga je cilj ovoga okvira prikazati osnovne karakteristike dosadašnjih poduzeća²⁰ korisnika sredstava ESI fondova.²¹

U razdoblju od srpnja 2013. do kraja 2017. ukupno je iz ESI fondova²² krajnjim korisnicima isplaćeno 12,1 mlrd. kuna, pri čemu je najviše sredstava (oko 56%) isplaćeno sektoru države,

Slika 1. Struktura ukupnih isplata sredstava iz ESI fondova prema sektoru krajnjega korisnika u razdoblju od srpnja 2013. do kraja 2017.



Napomena: Ukupne su isplate umanjene za povrate sredstava.

Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a

poglavito tijelima središnje države te u znatno manjoj mjeri jedinicama lokalnih vlasti i fondovima socijalne sigurnosti (Slika 1.). Osim države, važan je korisnik sredstava sektor kućanstava, a najčešće je riječ o sredstvima za investicije u poljoprivredi kojima se koriste obiteljska poljoprivredna gospodarstva. Samo oko 1,5 mlrd. kuna ili 12% ukupnih isplata odnosi se na nefinancijska društva, odnosno ukupno 1012 poduzeća kojima su u promatranom razdoblju isplaćena sredstva ESI fondova. Pritom je

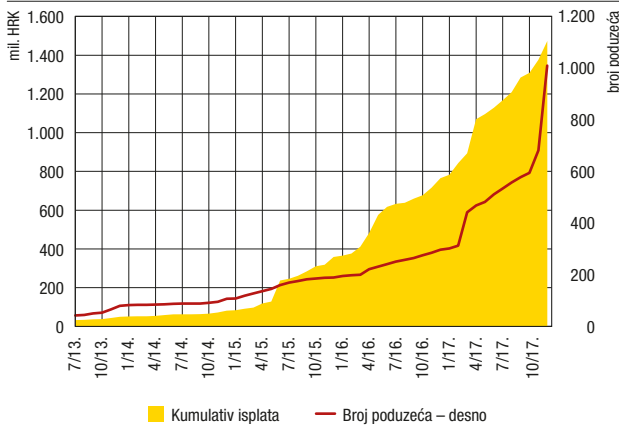
18 Vidi Martinis, A. i Ljubaj, I. (2017.): Prekomjerni dug poduzeća u Hrvatskoj: mikroprocjena i makroimplikacije, Istraživanja I-52, HNB

19 Vidi Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 3, 2017., Okvir 3. Pristup malih i srednjih poduzeća financiranju – saznanja iz Ankete

20 Obuhvaćena su nefinancijska društva u skladu s ESA 2010 sektorskom klasifikacijom institucionalnih jedinica, i privatna i javna, osim javnih poduzeća koja su uključena u sektor opće države.

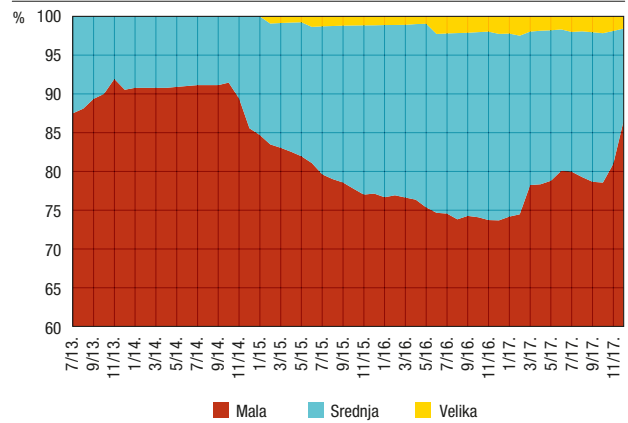
21 Pritom se koristilo podacima MF-a o isplatama iz ESI fondova i podacima Fine iz baze godišnjih financijskih izvještaja poduzetnika.

22 Osim ESI fondova postoji niz drugih fondova koji se financiraju iz proračuna EU-a. Uz 12,1 mlrd. kuna iz ESI fondova u istom je razdoblju krajnjim korisnicima iz RH pristiglo još 10,1 mlrd. kuna, od čega se 6,0 mlrd. kuna odnosi na potpore u poljoprivredi, a ostalo je uglavnom namijenjeno sektoru opće države.

Slika 2. Vremenska dinamika isplata sredstava ESI fondova sektoru poduzeća

Napomena: Prikazani su kumulativni mjesečnih podataka.

Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a

Slika 3. Struktura broja poduzeća korisnika s obzirom na veličinu

Napomena: Prikazani su kumulativni mjesečnih podataka.

Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a i Fine

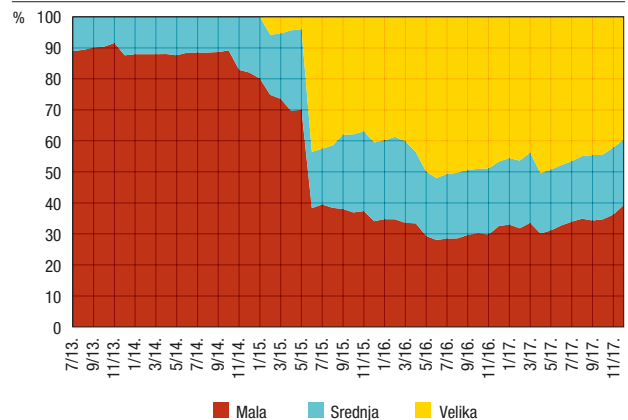
javnim nefinancijskim poduzećima isplaćeno 0,6 mlrd. kuna, dok se na privatno kontrolirana poduzeća odnosi samo 0,9 mlrd. kuna. Ipak, spomenuti se broj poduzeća odnosi isključivo na izravne korisnike sredstava ESI fondova kojima oni financiraju vlastite razvojne projekte. Osim toga, poduzeća mogu profitirati i od isplata ostalim sektorima, primjerice javljajući se na javne natječaje kao izvođači radova ili dobavljači robe i usluga za projekte financirane sredstvima ESI fondova kojima su izravni nositelji tijela javnih vlasti ili neki drugi korisnici.

Vremenska dinamika isplata sredstava ESI fondova sektoru poduzeća bila je prilično neujednačena tijekom promatranog razdoblja (Slika 2.). Naime, u prve dvije godine članstva, odnosno do srpnja 2015., isplaćen je relativno skroman iznos od 237 mil. kuna za oko 160 različitih poduzeća korisnika. U ostatku razdoblja zabilježeno je snažno jačanje dinamike isplata, posebno u 2017., kada je isplaćeno 700 mil. kuna (gotovo polovina ukupnih dosadašnjih isplata), pri čemu je zabilježeno više od 700 novih korisnika iz sektora poduzeća (od ukupno 1012 korisnika u cjelokupnom promatranom razdoblju).

Detaljna razrada strukture poduzeća korisnika ESI fondova s obzirom na veličinu²³ pokazuje da u ukupnom broju korisnika dominiraju mala poduzeća (86,6%). Udio srednje velikih poduzeća iznosi znatno manje, 11,9%, dok velika poduzeća čine samo 1,6% ukupnog broja korisnika. Netom nakon ulaska u EU, sredstvima iz ESI fondova uglavnom su se koristila mala poduzeća, dok su se srednje velika i velika poduzeća više uključila tek od 2015. godine (Slika 3.).

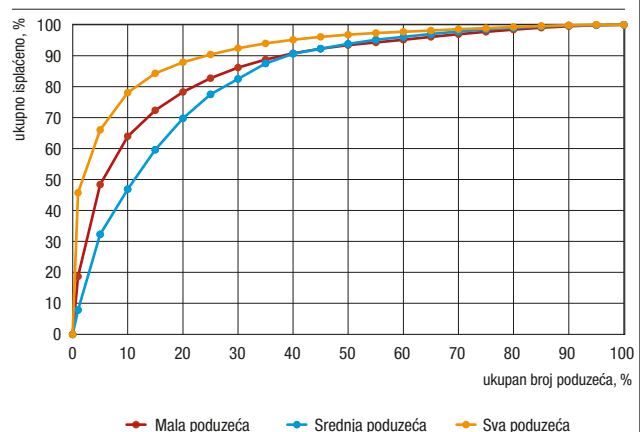
Međutim, udio pojedinih poduzeća u ukupnom broju korisnika ne prati jednak udio u ukupnim isplatama. Tako se na mala i srednje velika poduzeća odnosi oko 60% ukupno isplaćenih sredstava ili oko 0,9 mlrd. kuna, iako oni čine više od 98% ukupnog broja poduzeća korisnika (Slika 4.). S druge strane, velika poduzeća imaju neznatan udio u ukupnom broju korisnika sredstava ESI fondova, pri čemu im je isplaćeno oko 40% sredstava odnosno oko 0,6 mlrd. kuna.

Opisana struktura broja poduzeća korisnika ESI fondova i vrijednosti isplata djelomično je rezultat činjenice da se sredstvima iz ESI fondova financiraju projekti koji se po svojim obilježjima, posebno financijskoj težini, zamjetno razlikuju. Primjerice,

Slika 4. Struktura isplata s obzirom na veličinu poduzeća

Napomena: Prikazani su kumulativni mjesečnih podataka.

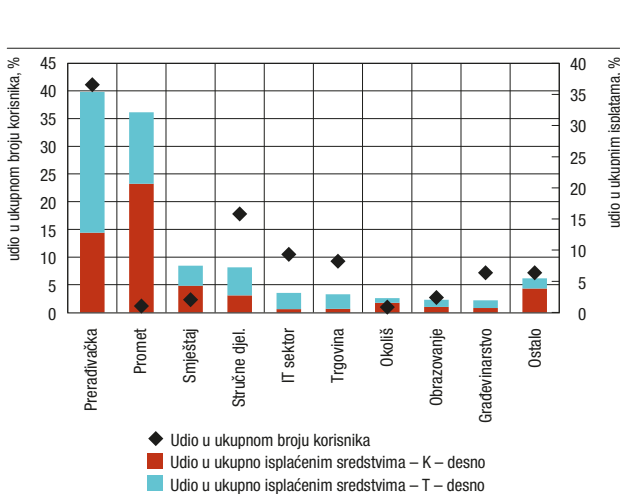
Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a i i Fine

Slika 5. Koncentracija ukupnih isplata sredstava ESI fondova sektoru poduzeća u razdoblju od srpnja 2013. do kraja 2017.

Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a

23 Kriteriji za razvrstavanje poduzeća prema veličini preuzeti su iz Zakona o računovodstvu (NN, br. 120/2016.), a to su iznos ukupne aktive, iznos prihoda i prosječan broj zaposlenih tijekom poslovne godine.

Slika 6. Struktura broja poduzeća korisnika ESI fondova i vrijednosti isplata po djelatnostima



Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a i Fine

istodobno se financiraju projekti s ciljem razvoja maloga i srednjeg poduzetništva (za nabavu određenih proizvodnih aparata, strojeva i uređaja) te više stotina milijuna kuna vrijedni veliki infrastrukturni projekti. Posljedično dolazi do visoke koncentracije isplaćenih sredstava na mali broj korisnika, na što posebno utječu velika poduzeća (Slika 5.). Naime, u promatranom je razdoblju oko stotinu poduzeća primilo čak 1,2 mlrd. kuna, čime se na 10% korisnika odnosi gotovo 80% ukupno isplaćenog iznosa. Osim toga, visoka se koncentracija može primijetiti i promatraju li se samo mala poduzeća korisnici, čemu posebno pridonosi neravnomjerna distribucija isplata sredstava kapitalne namjene.

Među korisnicima ESI fondova najveći je broj poduzeća iz prerađivačke industrije (oko 40%), posebno metalske industrije te drvne i prehrambene industrije, zatim znanstvenih i stručnih djelatnosti (oko 18%), pri čemu se ističe arhitektonska djelatnost, inženjerstvo te poslovno savjetovanje (Slika 6.). Osim toga, primjetan je broj poduzeća korisnika iz djelatnosti trgovine (oko 10%), poglavito trgovine na veliko, zatim iz informacijske i komunikacijske djelatnosti (oko 10%), uz izražen udio broja poduzeća koja se bave računalnim programiranjem, a još se može istaknuti djelatnost građevinarstva (s oko 7% ukupnog broja korisnika), gdje dominiraju poduzeća iz specijaliziranih građevinskih djelatnosti i građenja zgrada. Visoka koncentracija isplaćenih sredstava rezultirala je time da, uz izuzetak prerađivačke industrije, udio u ukupnom broju poduzeća ne prati udio u ukupnim isplatama po pojedinim djelatnostima. To se posebno ogleda u djelatnosti prometa, gdje se na nekolicinu poduzeća korisnika odnosi znatan dio ukupno isplaćenih sredstava ESI fondova. Isključi li se sektor prometa, u kojemu se realiziraju specifični veliki infrastrukturni projekti, isplate prerađivačkoj industriji jednake su zbroju isplata u svim ostalim djelatnostima (Slika 6.).

Osim toga, zanimljivo je vidjeti u kojoj mjeri poduzeća sredstva iz ESI fondova rabe za financiranje tekuće potrošnje ili za kapitalne namjene (Slika 6.). Analiza podataka pokazuje kako je kod sektora prometa i djelatnosti smještaja očekivano malo veći udio isplata kapitalnih sredstava, s obzirom na to da se u spomenutim djelatnostima obično realiziraju određene kapitalne investicije, dok su u slučaju trgovine te djelatnosti informacija i komunikacija češće isplate tekućih sredstava. Prerađivačka se

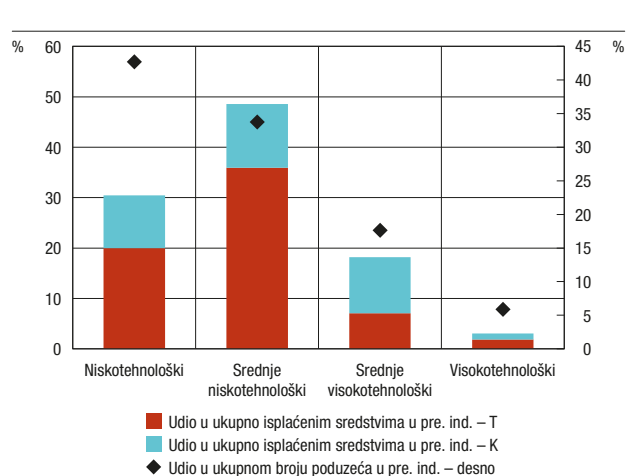
industrija pritom ističe kao važan korisnik i tekućih i kapitalnih sredstava.

S obzirom na udio prerađivačkog sektora u povlačenju sredstava iz ESI fondova, analizirana je i njihova struktura ovisno o stupnju njihove tehnološke²⁴ opremljenosti kao svojevrsnom pokazatelju dodane vrijednosti. Prema ovoj razradi više od tri četvrtine broja poduzeća iz prerađivačkog sektora koja su se koristila sredstvima iz ESI fondova pripada niskotehnološkom sektoru (posebno drvna industrija i proizvodnja namještaja te prehrambena industrija) i srednje niskotehnološkom sektoru (poglavito metalska industrija te proizvodnja proizvoda od plastike), pri čemu su oni primili gotovo četiri petine (392 mil. HRK) ukupnih sredstava isplaćenih prerađivačkom sektoru (Slika 7.). Poduzeća iz srednje visokotehnološkog sektora (posebno proizvodnja strojeva i uređaja te električne opreme) činila su manje od petine ukupnog broja poduzeća iz prerađivačkog sektora te im je ukupno isplaćeno oko 90 mil. kuna. Samo 15 mil. kuna isplaćeno je visokotehnološkom sektoru (uglavnom proizvodnja električne i optičke opreme). Pritom kod isplata poduzećima iz niskotehnološkog i srednje niskotehnološkog sektora dominiraju tekuća sredstva, dok je kod srednje visokotehnološkog sektora malo veći udio sredstava kapitalne namjene. Ovo je očekivan nalaz s obzirom na to da poduzeća s višom razinom tehnološke intenzivnosti u poslovanju uglavnom imaju i veću kapitalnu intenzivnost.

Promatra li se struktura isplata po pojedinim područjima Hrvatske, sredstva su uglavnom isplaćena onim djelatnostima koje su u promatranom dijelu zemlje tradicionalno razvijene. Primjerice, u Dalmaciji je najviše sredstava isplaćeno sektoru prometa, zbog jednoga velikoga infrastrukturnog projekta. No isključi li se spomenuti sektor, očekivano prevladavaju isplate u djelatnosti smještaja. Kada je riječ o ostalim dijelovima Hrvatske, uglavnom prevladavaju isplate poduzećima u prerađivačkoj industriji, što se posebno ističe u u županijama središnje i sjeverne Hrvatske. Osim prerađivačkog sektora, još se uočavaju znatnije isplate znanstvenim i stručnim djelatnostima u Gradu Zagrebu i Slavoniji te isplate IT sektoru u Gradu Zagrebu.

Iako iznos isplaćenih bespovratnih sredstava ESI fondova sektoru poduzeća u Hrvatskoj u posljednjih nekoliko godina raste, detaljnija analiza upućuje na određena nepovoljna obilježja. Prije svega, isplaćeni je iznos još uvijek relativno skroman, posebno ako se uzmu u obzir samo isplate malim i srednje velikim poduzećima. Nadalje, isplaćena su sredstva izrazito

Slika 7. Struktura poduzeća korisnika ESI fondova i vrijednosti isplata u prerađivačkoj industriji s obzirom na razinu tehnološke opremljenosti



Napomena: K – kapitalna namjena, T – tekuća namjena

Izvor: obrada HNB-a prema podacima MF-a i Fine

²⁴ Prema pojmovniku Eurostata sektorski pristup posebna je klasifikacija djelatnosti prerađivačke industrije prema stupnju njihove tehnološke intenzivnosti (ulaganje u istraživanje i razvoj / dodana vrijednost) s pomoću Nacionalne klasifikacije djelatnosti (NKD) na drugoj ili trećoj razini oznake.

koncentrirana na mali broj poduzeća, čemu snažno pridonosi nekoliko velikih poduzeća. Također, osim sektora prometa, najviše je sredstava isplaćeno niskotehnološkim te srednje niskotehnološkim poduzećima prerađivačke industrije. Navedeno

upućuje na znatan potencijal daljnjeg poboljšavanja ne samo obujma nego i strukture isplata iz ESI fondova sektoru poduzeća, kako bi se u što većoj mjeri ostvarili povoljni učinci za domaće gospodarstvo.

7. Financiranje privatnog sektora

Višegodišnji trend poboljšavanja uvjeta financiranja domaćih sektora uglavnom se nastavio tijekom druge polovine 2018. godine. Pritom su se troškovi kratkoročnog zaduživanja države zadržali na dosad najnižim zabilježenim razinama. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise nepromijenjena je od veljače 2018. te je u studenome i dalje iznosila 0,09%, dok se kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise u listopadu zadržala na 0,00%, odnosno na razini koja je prvi put ostvarena u svibnju 2018. Promatraju li se dugoročni troškovi zaduživanja, država je početkom srpnja 2018. na domaćem tržištu kapitala izdala drugu tranšu kunske petogodišnje obveznice od 5,5 mlrd. kuna s prinosom od 1,22% te novu jedanaestogodišnju obveznicu od 5,0 mlrd. kuna s prinosom od 2,58%, što su dosad najpovoljniji uvjeti financiranja tog sektora. Na povoljnije uvjete financiranja upućuju i krivulja prinosa za obveznice u kunama bez valutne klauzule (Slika 7.1.a) te posebice krivulja prinosa za obveznice u kunama s valutnom klauzulom u eurima, koja se zamjetnije spustila u odnosu na kraj 2017. (Slika 7.1.b)

Prosječni trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu tijekom druge polovine 2018. zadržao se na razini prosjeka prve polovine godine i iznosio je 2,4% (Slika 7.3.), dok je tijekom studenoga u odnosu na kraj prethodne godine bio viši za 0,3 postotna boda. Premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) krajem studenoga bila je gotovo nepromijenjena u odnosu na kraj 2017. te je iznosila 95 baznih bodova. Što se tiče percepcije agencija za dodjelu kreditnog rejtinga o rizičnosti Hrvatske, nakon što su dvije agencije tijekom prvog tromjesečja 2018. podigle rejting Hrvatske s 'BB' na 'BB+' odnosno na jednu razinu ispod investicijskog rejtinga, agencija Fitch u srpnju je promijenila izgled iz stabilnih u pozitivne, dok je Standard & Poor's isto učinio u

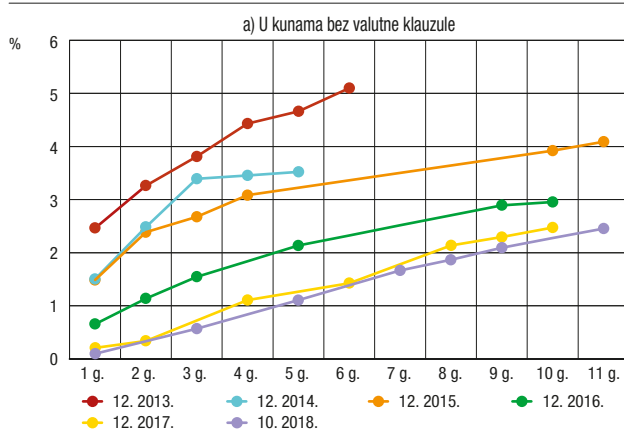
rujnu. Rejting i izgledi agencije Moody's nepromijenjeni su od ožujka 2017. na Ba2, odnosno dvije razine ispod investicijskog rejtinga uz stabilne izgleda.

Troškovi financiranja poduzeća nastavili su se smanjivati. U odnosu na prosjek prvih šest mjeseci 2018., prosječna kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite bez valutne klauzule bila je u razdoblju od srpnja do listopada manja za 0,4 postotna boda zadržavši se pritom ispod 4% (Slika 7.2.). Istodobno se prosječna kamatna stopa na dugoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom smanjila za 0,2 postotna boda (Slika 7.3.) te je tijekom rujna i listopada prvi put iznosila manje od 3%. Povoljna kretanja troškova financiranja poduzeća u razdoblju od srpnja do listopada očituju se i smanjenjem kamatnih stopa prema iznosu kredita (Slika 7.4.). Pritom su kamatne stope na kredite iznad 7,5 mil. kuna zamjetno niže i kolebljivije, s obzirom na to da se radi o manjem broju većih poduzeća s više kolaterala i većim mogućnostima alternativnog financiranja.

Kamatne stope na kredite stanovništvu također su se u prosjeku uglavnom nastavile smanjivati. Pritom je u razdoblju od srpnja do listopada posebno bio izražen pad prosječne kamatne stope na dugoročne kredite s valutnom klauzulom, isključujući stambene kredite, koja se u odnosu na prvu polovinu godine smanjila za 0,4 postotna boda, unatoč rastu tijekom listopada. Blaže smanjenje prosječnih kamatnih stopa ostvareno je i kod kratkoročnoga kuskog financiranja, dok su prosječni troškovi financiranja kod dugoročnih stambenih kredita s valutnom klauzulom stagnirali u odnosu na prvu polovinu godine zbog blagog rasta tijekom rujna i listopada (slike 7.2. i 7.3.).

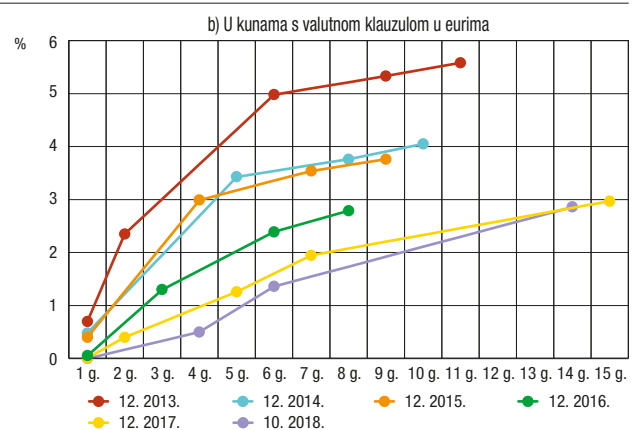
Nastavku višegodišnjeg trenda povoljnijih uvjeta financiranja poduzeća i stanovništva i nadalje pridonose iznimno visoka likvidnost domaćega i međunarodnoga financijskog tržišta, kao i nastavak pada troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog

Slika 7.1. Prinosi do dospelja 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.

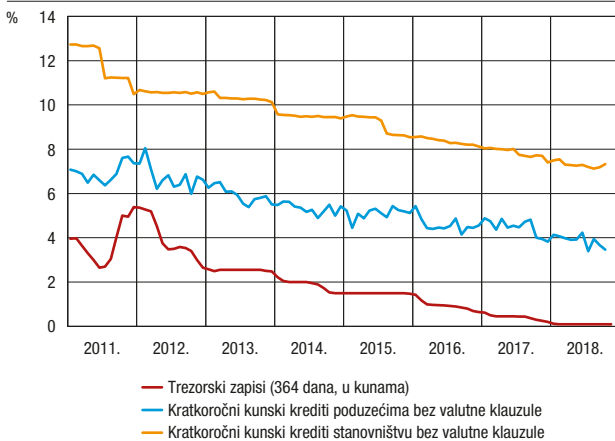
Izvor: HNB



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



Izvori: MF; HNB

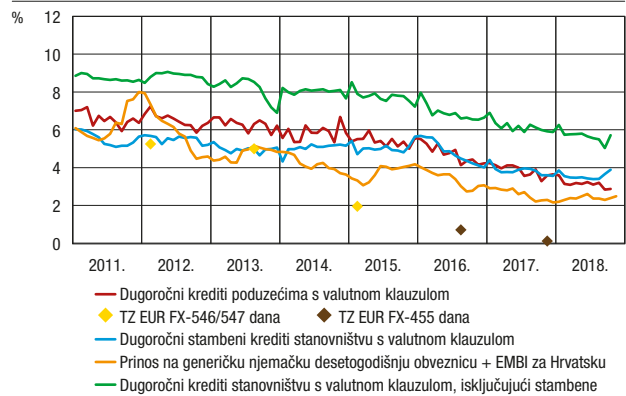
sustava. Pritom je EURIBOR i dalje u negativnom području (Slika 2.3.), dok nacionalna referentna stopa (NRS)²⁵ nastavlja bilježiti kontinuirani trend pada (Slika 7.5.).

Što se tiče strukture kamatnih stopa, krajem listopada kod stanovništva su najzastupljeniji bili krediti s kamatnom stopom fiksnom do dospelja (37,8% na Slici 7.6.a), zatim krediti vezani uz NRS i EURIBOR. Pritom se 13,3% kredita stanovništvu odnosi na kredite odobrene uz kamatnu stopu koja je fiksna u razdoblju kraćem od dospelja, od čega se dvije trećine odnose na fiksiranje dulje od 3 godine. Kod kredita poduzećima također najveći dio kredita ima kamatnu stopu koja je fiksna do dospelja (34,7% na Slici 7.6.b), dok je EURIBOR drugi najzastupljeniji u skladu s valutnom strukturom u kojoj prednjači euro. U odnosu na kraj listopada 2017., najviše su se povećali udjeli kamatne stope fiksne do dospelja, i to za 4,3 postotna boda kod kredita stanovništvu te za 4,9 postotnih bodova kod kredita poduzećima.

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka standardi odobravanja kredita poduzećima ublaženi su u drugom i trećem tromjesečju 2018., no zamjetno slabijim intenzitetom u odnosu na prvo tromjesečje (Slika 7.7.). Izuzme li se blago pooštavanje u drugom i trećem tromjesečju 2017., kretanja u 2018. nastavak su gotovo trogodišnjeg trenda ublažavanja standarda kreditiranja poduzeća. Tijekom prvih devet mjeseci 2018. na ublažavanje standarda u prosjeku su najviše djelovali povoljni uvjeti likvidnosti te mogućnosti financiranja banaka na tržištu, dok se u trećem tromjesečju ističe pozitivan utjecaj očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima. Rezultati drugoga kruga Ankete o financiranju poduzeća također upućuju na poboljšanje financijskih uvjeta, iako su prepreke u pristupu financiranju za neke skupine poduzeća i nadalje izražene (vidi Okvir 4. Obilježja malih i srednjih poduzeća u pristupu financiranju – saznanja iz Ankete). Osim pada u posljednjem tromjesečju 2017., potražnja poduzeća za kreditima nastavila je u trećem tromjesečju višegodišnji trend rasta, iako slabijim intenzitetom nego u prvoj polovini godine. Najvažniji činitelji jačanja potražnje za kreditima tijekom prva tri tromjesečja 2018. i nadalje su potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala te investicija, a u

²⁵ Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju, NN, br. 143/2013.).

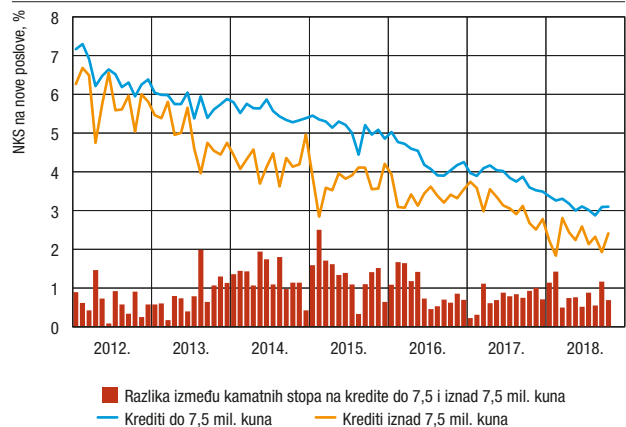
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



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

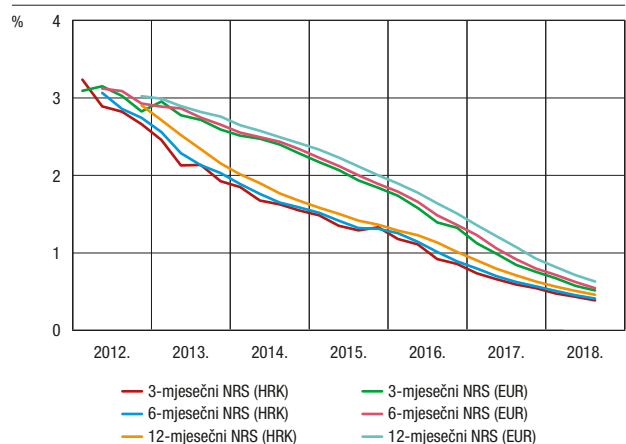
Izvori: MF; Bloomberg; HNB

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



Izvor: HNB

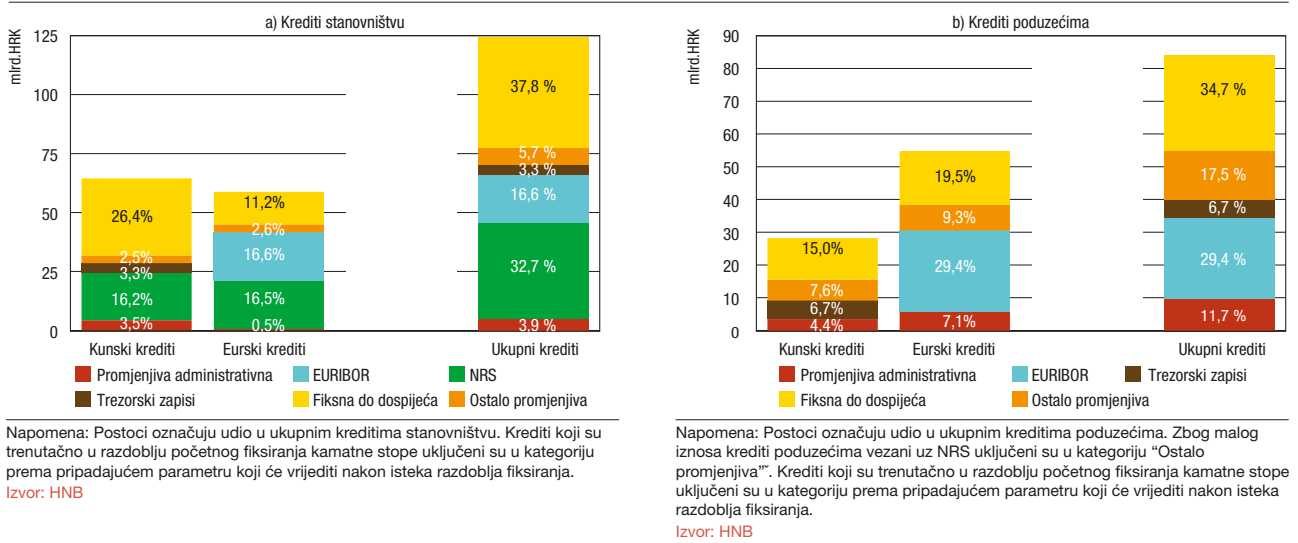
Slika 7.5. Nacionalne referentne stope (NRS)



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

Izvor: HUB

Slika 7.6. Struktura kamatnih stopa, listopad 2018.



malo manjoj mjeri i restrukturiranje duga.

Kad je riječ o standardima odobravanja kredita stanovništvu, u trećem je tromjesečju zabilježeno ublažavanje (Slika 7.8.), uglavnom zbog konkurencije među bankama i smanjenog utjecaja zakonskih izmjena. Naime, zamjetno pooštavanje standarda odobravanja kredita stanovništvu tijekom prve polovine godine poglavito je bilo posljedica primjene novoga Ovršnog zakona i Odluke 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. K tome, rast potražnje za stambenim te potrošačkim i ostalim kreditima nastavlja se i sada traje pune četiri godine, izuzme li se smanjenje potražnje za stambenim kreditima početkom 2017. Pritom poticaj potražnji za obje vrste kredita i nadalje daje snažno pouzdanje potrošača. Na potražnju za stambenim kreditima dodatno su utjecale povoljne okolnosti na tržištu nekretnina, dok je potrošnja trajnih potrošnih dobara potaknula rast potražnje za ostalim vrstama kredita stanovništvu.

Ukupni dug nefinancijskih poduzeća²⁶ smanjio se u trećem tromjesečju 2018. uglavnom zbog inozemnog razduživanja privatnih poduzeća. Ipak, promatrano na godišnjoj razini, rast se nastavio pa je povećanje ukupnog duga poduzeća na kraju rujna 2018. iznosilo 1,6% (na osnovi transakcija), što je više nego u prethodnim godinama (Slika 7.9.). Pokretač godišnjeg rasta jest zaduživanje privatnih poduzeća, posebice u zemlji, dok su javna poduzeća zamjetno smanjila inozemni dug uz blagi rast domaćeg.

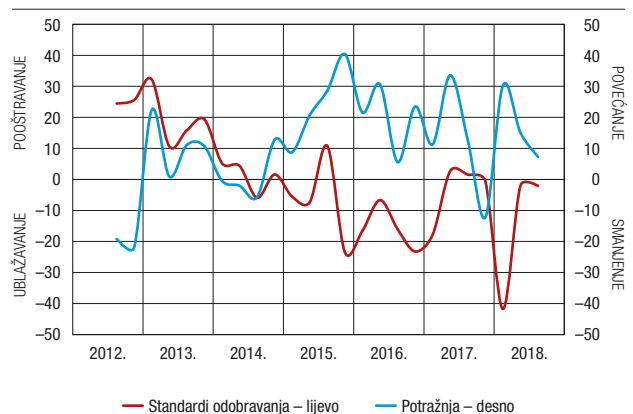
Domaći plasmani kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima porasli su u prvih deset mjeseci 2018. za 3,0 mlrd. kuna ili 3,3% (na osnovi transakcija, Slika 7.10.). Slično kao i u 2017., taj je rast u cijelosti ostvaren u prvoj polovini godine, dok su se u razdoblju od srpnja do listopada plasmani smanjili. Međutim, rast plasmana poduzećima na godišnjoj se razini ubrzao na najvišu razinu od 2012. i na kraju listopada iznosio je 3,7% (na osnovi transakcija). S druge strane, godišnja stopa promjene plasmana poduzećima izračunata na temelju nominalnih stanja i dalje je negativna te je na kraju listopada iznosila -1,0%, što je uglavnom posljedica prodaja nenaplativih plasmana, ali i jačanja kune prema euru.

Tijekom prvih deset mjeseci 2018. rast plasmana poduzećima bio je rasprostranjen po različitim djelatnostima, pri čemu

najveći doprinos rastu dolazi od prerađivačke industrije, djelatnosti pružanja smještaja i hrane te ostalih djelatnosti među kojima se ističu stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti te opskrba električnom energijom, plinom parom i klimatizacija (Slika 7.11.). S druge strane, u građevinarstvu je nastavljen višegodišnji trend razduživanja, dok je u poljoprivredi također zabilježeno blago smanjenje duga nakon rasta u prethodne tri godine. Promatraju li se krediti poduzeća prema namjeni, godišnji rast kredita za investicije intenzivirao se od sredine godine te je krajem listopada iznosio 9,5% (Slika 7.12.), dok su se krediti za obrtna sredstva blago smanjili u odnosu na listopad 2017. godine.

Nakon ubrzanja rasta plasmana stanovništvu koje je trajalo od posljednjeg tromjesečja 2016., godišnji se rast od kolovoza 2018. stabilizirao na razini od oko 6% (na osnovi transakcija, Slika 7.13.). Povećanju kreditiranja stanovništva i nadalje pridonose smanjivanje troškova financiranja, rast zaposlenosti te jačanje pouzdanja potrošača. Promatra li se struktura kredita, rast je tijekom prvih deset mjeseci 2018. zabilježen za sve glavne vrste kredita (Slika 7.14.), a glavni pokretač rasta ostali su gotovinski nenamjenski krediti koji čine četiri petine povećanja u tom razdoblju.

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima

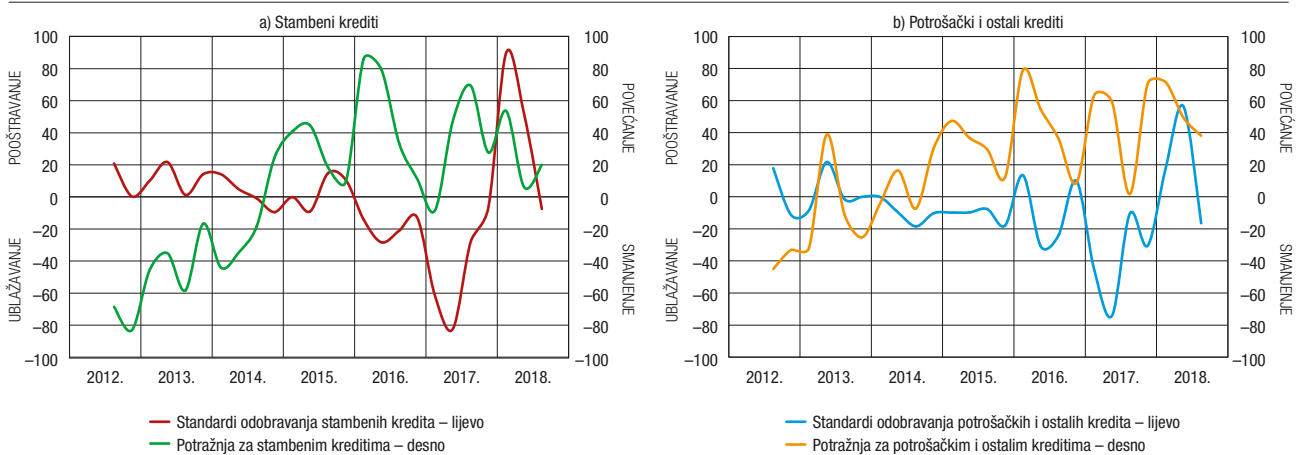


Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima.

Izvor: HNB

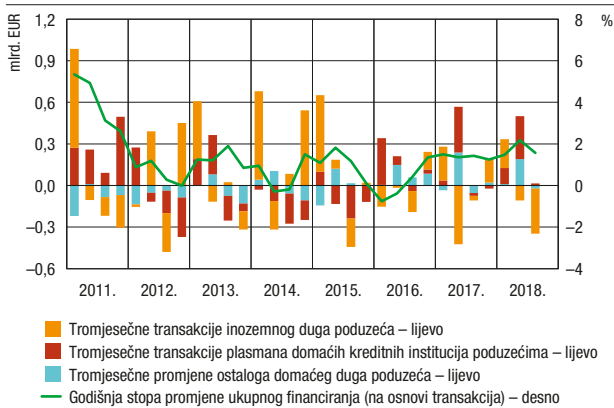
26 U nefinancijska poduzeća nisu uključena javna poduzeća koja su uključena u sektor opće države.

Slika 7.8. Standardi odobranja i potražnja za kreditima stanovništvu



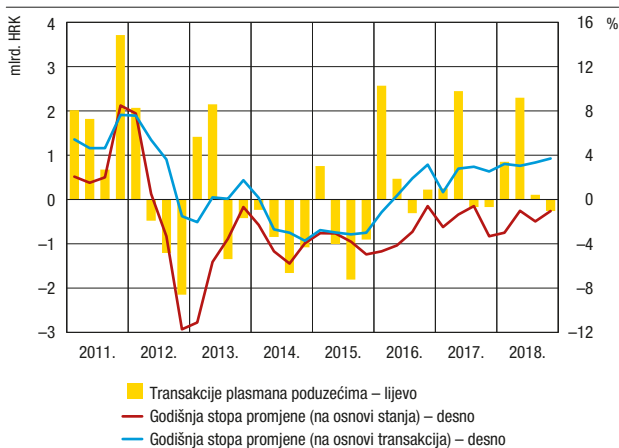
Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.
Izvor: HNB

Slika 7.9. Financiranje poduzeća



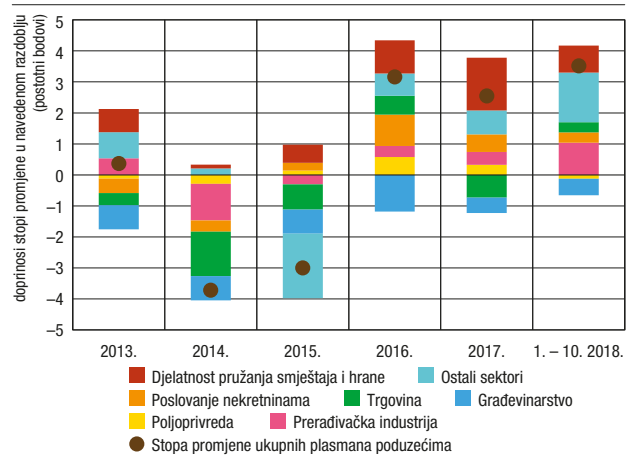
Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za leasing i HBOR-a. Inozemni dug isključuje učinak pretvaranja inozemnog duga u kapital. Sve su promjene izračunate na osnovi transakcija (osim za ostali domaći dug).
Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.10. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



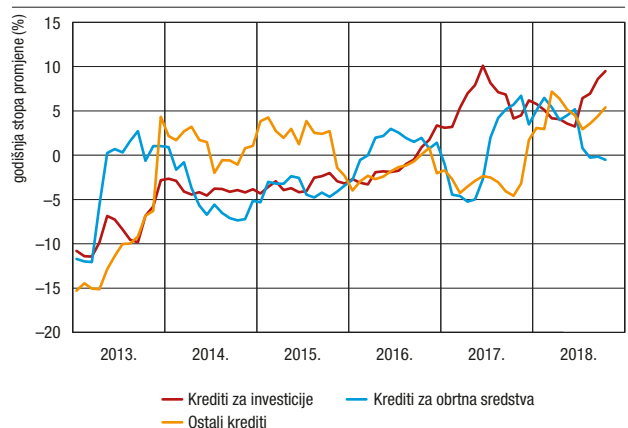
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvor: HNB

Slika 7.11. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



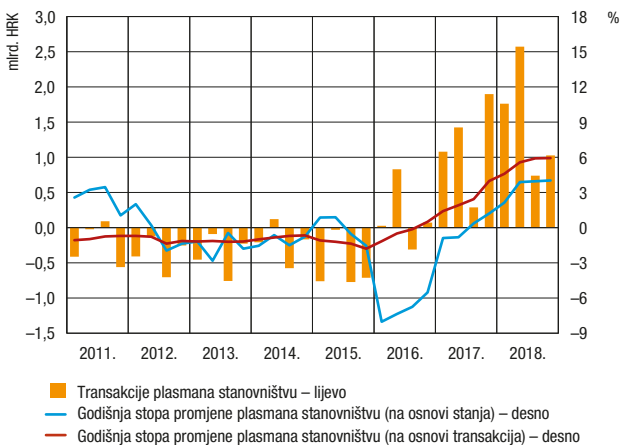
Izvor: HNB

Slika 7.12. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



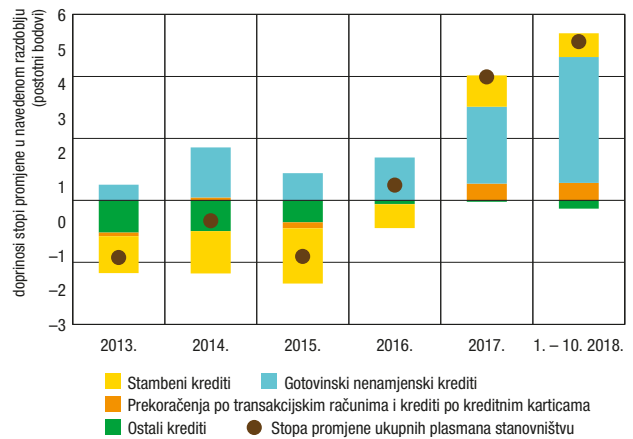
Izvor: HNB

Slika 7.13. Plasmani stanovništvu



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvor: HNB

Slika 7.14. Rast plasmana stanovništvu po vrsti kredita na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Projecirana kretanja

Ukupni bi plasmani (isključujući državu) u 2018. mogli porasti za 4,7% (na osnovi transakcija), nakon povećanja od 2,9% u 2017. godini. Ubrzanje rasta posljedica je snažnijeg rasta plasmana i poduzećima i stanovništvu, što je u skladu s nastavkom oporavka gospodarske aktivnosti te rastom investicija, zaposlenosti i osobne potrošnje. 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. U 2019. očekuje se blago jačanje rasta plasmana privatnom sektoru.

Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta uravnoteženi su. I dalje postoje neizvjesnosti glede prelijevanja negativnih učinaka restrukturiranja koncerna Agrokor na ostatak gospodarstva. Također, povećanje cijene zaduživanja zbog rasta kamatnih stopa najvećih središnjih banaka i dalje je rizik u srednjem roku. S druge strane, nastavak čišćenja bilanca banaka stvara povoljne osnove za snažniji kreditni rast u srednjoročnom razdoblju.

Okvir 4. Obilježja malih i srednjih poduzeća u pristupu financiranju – saznanja iz Ankete

Poboljšanje financijskih uvjeta, o kojem izvještavaju nefinancijska poduzeća u drugoj po redu provedenoj Anketi o financiranju poduzeća, u skladu je s poboljšanim makroekonomskim indikatorima kao i smanjenom zaduženosti poduzeća. No, ta povoljna opća ocjena objedinjuje raznolika kretanja kada je riječ o pojedinim segmentima unutar sektora nefinancijskih poduzeća. Oko 40% malih i srednjih poduzeća ne koristi se bankovnim kreditom u svom poslovanju, od čega više od polovine tih poduzeća nije moglo dobiti kredit. Visok udio malih i osobito mladih poduzeća u tom skupu potvrđuje da su prepreke u pristupu financiranju i dalje problem.

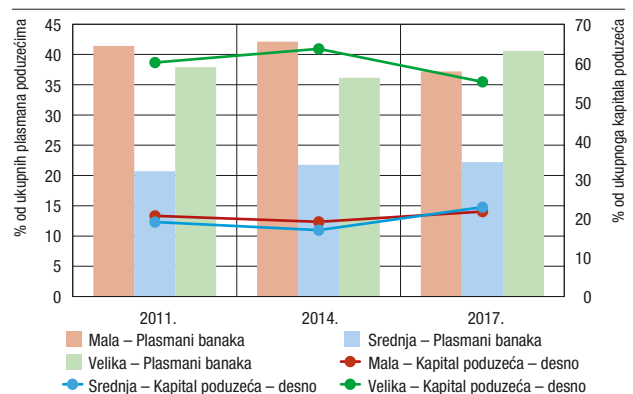
Mala i srednja poduzeća u Hrvatskoj, prema rezultatima prve Ankete o financiranju poduzeća provedene 2015., jednoglasno su isticala nepovoljno institucionalno i poslovno okruženje kao najizraženiju otežavajuću okolnost za poslovanje, a dvije trećine poduzeća istaknule su da im pristup financiranju, djelomično ili znatno, otežava poslovanje.

Dvije godine kasnije, u drugoj po redu provedenoj anketi, pritisci na tržištu rada svrstani su na treće mjesto prepreka u poslovanju, odmah iza, i nadalje vodećih, poslovnih i institucionalnih prepreka. Iako su poduzeća tijekom drugog po redu anketiranja isticala bolji pristup i raznovrsnije izvore financiranja, za neke skupine poduzeća, kao što su primjerice mala i srednja te *start-up* poduzeća, pristup financiranju i dalje je prepoznat kao problem, no u odnosu na odgovore iz prvog vala ankete nije došlo do njegova pogoršanja.

Financijska obilježja malih i srednjih poduzeća

Mala i srednja poduzeća čine više od 99% ukupnog broja poduzeća, a stvaraju više od polovine bruto dodane vrijednosti i zapošljavaju oko 70% ukupnog broja zaposlenih u nefinancijskim poduzećima.

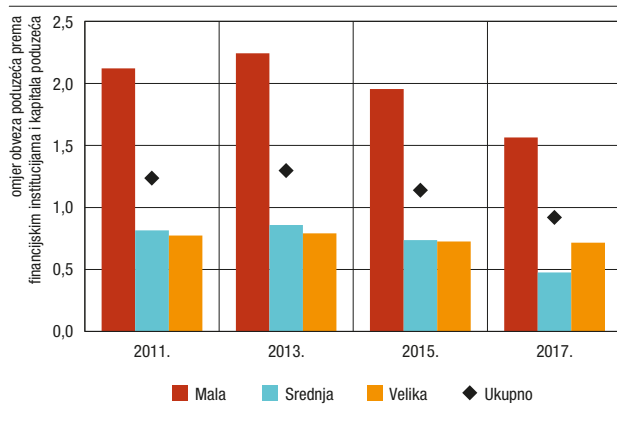
Slika 1. Plasmani banaka poduzećima i kapital poduzeća po veličini poduzeća



Napomena: Na dan 31. prosinca 2017. ukupni plasmani poduzećima iznose 90 mlrd. kuna, i to 33 mlrd. kod malih, 20 mlrd. kod srednjih i 37 mlrd. kod velikih poduzeća, a ukupni kapital sektora poduzeća (kapital i rezerve, engl. *equity*) iznosi 450 mlrd. kuna, 100 mlrd. kuna kod malih, 100 mlrd. kuna kod srednjih i 250 mlrd. kuna kod velikih poduzeća.

Izvori: Fina; HNB

Slika 2. Razduživanje poduzeća prikazano omjerom financijskih obveza i kapitala po veličini poduzeća



Napomena: Omjer dugoročnih i kratkoročnih financijskih obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama i izdani vrijednosni papiri te kapitala i rezervi (engl. *debt/equity*).

Izvori: Fina; izračun HNB-a

Plasmani banaka poduzećima čine nešto manje od polovine ukupnih plasmana banaka privatnom sektoru, pri čemu je 60% plasmana poduzećima usmjereno upravo prema malim i srednjim poduzećima, a preostalih 40% prema velikim. Nasuprot tome, kapital poduzeća koncentriran je kod velikih poduzeća (Slika 1.).

Izvori financiranja malih i srednjih poduzeća postali su bitno raznolikiji u protekle dvije godine s većim učešćem korištenja fondova EU-a, a to razdoblje istovremeno je obilježeno i značajnim razduživanjem poduzeća prema financijskim institucijama (Slika 2.). Poboľšan pristup financiranju prepoznaje se i u odgovorima poduzeća u anketi.

Pristup financiranju – odgovori iz ankete

Odluka o korištenju vlastitih ili tuđih sredstava ovisi o mnogim činiteljima. Promatra li se hipotetsko gospodarstvo sa savršenim tržištem, vlastiti (kapital) i tuđi (dugovi) izvori financiranja savršeni su supstituti te su "investicije poduzeća neovisne od financijskih uvjeta u kojima poduzeće posluje" (Fazzari i dr., 1988.)²⁷. U praksi, međutim, ne postoji takvo hipotetsko gospodarstvo, a činitelji kao što su transakcijski troškovi, porezne olakšice, administrativne zapreke, asimetrične informacije i sl. kao posljedicu imaju nesavršenu zamjenjivost vlastitih izvora tuđim izvorima pa trošak zaduživanja može biti različit od oportunitetnog troška korištenja vlastitih sredstava. Stoga financijska ograničenja utječu na realne varijable kao što su investicije, obrtni kapital i rast poduzeća, posebno za poduzeća s nedovoljnim vlastitim sredstvima.

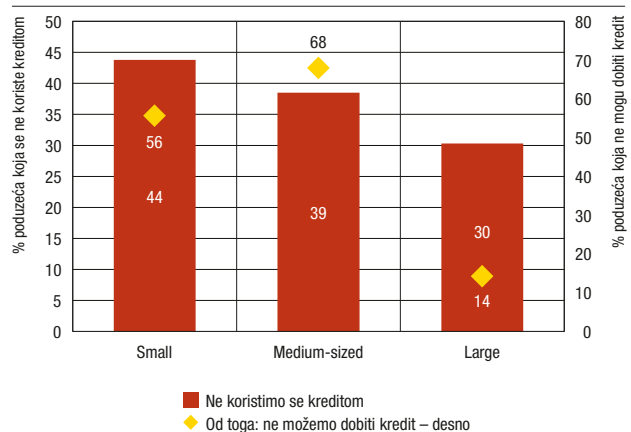
Poduzeća koja se susreću s financijskim ograničenjima mogu biti objektivno definirana preko bilančnih stavki, primjerice kao poduzeća čije predviđene investicije premašuju dostupno financiranje. Drugi je smjer samoprocjena poduzeća preko anketnih pitanja (Ferrando i Mulier, 2015.²⁸; Gomez, 2018.²⁹), pri čemu poduzeća odgovaraju o važnosti bankovnog financiranja za svoje poslovanje, o preprekama prouzročenima otežanim pristupom financiranju ili pak o razlozima zbog kojih nisu mogla dobiti ili nisu htjela uzeti bankovni kredit.

27 Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. i Petersen, B. C. (1988.), *Financing Constraints and Corporate Investment*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. (1), 141 – 195

28 Ferrando, A. i Mulier, K. (2015.), *Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?*, Economic and Social Review, Vol. 46(1), 87 – 117

29 Gómez, M. G.-P. (2018.), *Credit constraints, firm investment and growth: evidence from survey data*, No. 2126, European Central Bank, Working Paper Series

Slika 3. Udio poduzeća koja se ne koriste kreditom i od toga udio poduzeća koja ga ne mogu dobiti



Napomena: Izračunato procedurom koja uzima u obzir anketne pondere

Izvor: Anкета o pristupu malih i srednjih poduzeća financiranju 2017. (Ipsos i HNB)

U Anketi o pristupu malih i srednjih poduzeća financiranju³⁰ poduzeća su upitana o važnosti kredita kao izvora financiranja za svoje poslovanje, uz ponuđene mogućnosti odgovora: "koristili smo se kreditom" (trenutačno ili prije) te "nikada se nismo koristili kreditom niti je taj izvor važan za naše poslovanje". Za oko 40% malih i srednjih poduzeća kredit "nije važan", dok se, očekivano, samo 30% velikih poduzeća izjasnilo da im kredit "nije važan".

Činjenica da se poduzeće ne koristi bankovnim financiranjem ne znači da se to poduzeće susreće s financijskim ograničenjima. Naprotiv, takva financijska struktura možda je rezultat namjernoga poslovnog izbora. Stoga su poduzeća dalje upitana zašto se nisu koristila bankovnim kreditom, uz ponuđene mogućnosti odgovora: "nismo mogli" i "nismo htjeli". Ako se promatraju poduzeća koja se ne koriste kreditom, preko polovine malih i dvije trećine srednjih poduzeća nije moglo dobiti kredit. U skupini velikih poduzeća samo 14% nije moglo dobiti kredit, od ionako manje grupe od 30% velikih poduzeća koja se ne koriste kreditom (Slika 3.).

Poduzeća su navodila da kredit nisu mogla dobiti zbog sljedećih razloga (koja se međusobno ne isključuju): odbijenog zahtjeva za kredit, predugačkog i/ili presloženog postupka odobravanja, previsoke kamate i/ili naknade, neprihvatljivih zahtjeva za kolateralom te nedovoljne kreditne sposobnosti. Razlozi za takav otežan pristup financiranju mogu biti sustavni ili pak specifični za određeno poduzeće.

Provedena je analiza poduzeća kojima kredit "nije važan u poslovanju" preko modela binarnog izbora. Varijable koje objašnjavaju ponašanje ovih poduzeća jesu financijski pokazatelji poduzeća (likvidnost, solventnost, profitabilnost i materijalnost³¹, što je zamjenska varijabla³² za kolateral) te njihova demografska obilježja (veličina, djelatnost i regija)³³.

30 Detaljnije vidi okvire Pristup malih i srednjih poduzeća financiranju – saznanja iz Ankete, Makroekonomska kretanja i prognoze br. 3, 2017. i Bilten br. 220, 2015.

31 Likvidnost = novac u blagajni / kratkoročne obveze (engl. *cash ratio*); solventnost = novčani tok / ukupne obveze izračunate kao pasiva minus kapital (engl. *solvency*); profitabilnost = (poslovni prihodi – poslovni rashodi) / prihodi od prodaje (engl. *profit-to-sales*); materijalnost = udio materijalne imovine u ukupnoj imovini (engl. *tangibility*)

32 Zamjenska varijabla (engl. *proxy variable*)

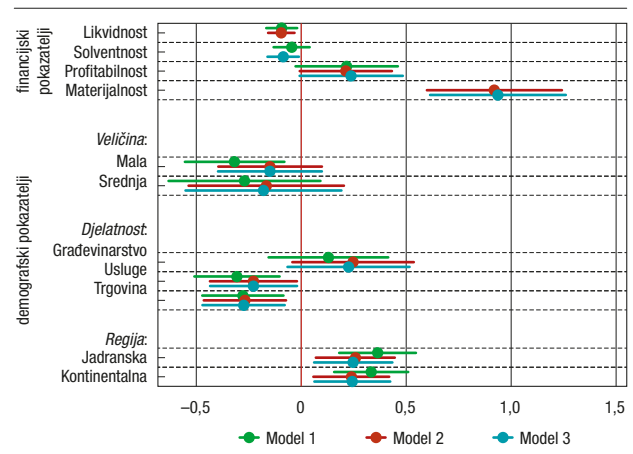
33 Velikost: ukupni prihod ≥ 100.00 kn i (broj zaposlenih od 5 do 49 za mala, 50 do 249 za srednja, ≥ 250 za velika te veličina prema Zakonu o računovodstvu = 1, 2, 3); djelatnost po NKD-u: industrija (B, C, D), građevinarstvo (F), trgovina (G), usluge (H, I, J, L, M, P, Q, R, S); regija po NUTS2: Jadranska, Kontinentalna bez Zagreba i Zagreb

Među odrednicama poduzeća kojima “kredit nije važan u poslovanju”, u svim kombinacijama pokazatelja, neprekidno i dosljedno ističe se udio materijalne imovine u ukupnoj imovini te demografska obilježja. Nadalje, statistička signifikantnost koeficijentata uz likvidnost odnosno solventnost upućuje da banke usmjeravaju plasmane prema poduzećima za koja procijene da je mogućnost otplate izvjesnija. Poduzeća sa stabilnim i predvidljivim novčanim tokom imaju pristup kreditima, neovisno o udjelu materijalne imovine u ukupnoj imovini.

Anketni odgovori dodatno upućuju da su mlada poduzeća najjače pogođena financijskim ograničenjima. Naime, mlada poduzeća najčešće su i mala te s malim udjelom materijalne imovine i u pravilu s nevelikim novčanim tokom. Iako dob poduzeća nije eksplicitno uključena u model, takva saznanja u skladu su s literaturom (Haltiwanger, 2011.³⁴; Banerjee, 2014.³⁵).

Zaključno, anketni odgovori potvrđuju načelno poboljšani pristup financiranju. Ipak, mala i posebno mlada poduzeća susreću se sa strožim uvjetima financiranja u odnosu na ostala poduzeća, i to u okruženju u kojem nematerijalna imovina³⁶ ima sve veću važnost za poslovne ishode poduzeća. Naime, problem start-up poduzeća, koji proizlazi iz nedostatka njihova kolaterala, dio je šireg pitanja o razvoju financijskog tržišta. To je tržište plitko, a djelomično i nepostojeće, i to upravo u onim dijelovima koji bi trebali biti usmjereni prema financiranju ovih poduzeća.

Slika 4. Koeficijenti uz odrednice poduzeća koja se ne koriste bankovnim kreditom u poslovanju³⁷



Napomena: Izračunato modelom binarnog izbora koji se koristi anketnim ponderima. Zavisna varijabla: “kredit nam nije važan u poslovanju” = 1, a “koristimo se kreditom” = 0. Referentno poduzeće za izračun binarne varijable (engl. base): veliko, djelatnost je industrija i regija je Zagreb. Točka označuje središnju vrijednost koeficijenta (engl. point estimate), a horizontalne crte raspon pouzdanja (engl. confidence interval). Ako nula (crvena vertikalna na slici) ne presijeca interval pouzdanja, koeficijent je statistički signifikantan.

Model 1 = $\beta_0 + \beta_1 \text{likv} + \beta_2 \text{solv} + \beta_3 \text{profit} + \text{dummy}_{\text{veličina, djelatnost, regija}}$

Model 2 = $\beta_0 + \beta_1 \text{likv} + \beta_3 \text{profit} + \beta_4 \text{mat} + \text{dummy}_{\text{veličina, djelatnost, regija}}$

Model 3 = $\beta_0 + \beta_2 \text{solv} + \beta_3 \text{profit} + \beta_4 \text{mat} + \text{dummy}_{\text{veličina, djelatnost, regija}}$

Izvori: Anкета o pristupu malih i srednjih poduzeća financiranju 2017. (Ipsos i HNB); Fina, izračun HNB-a

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

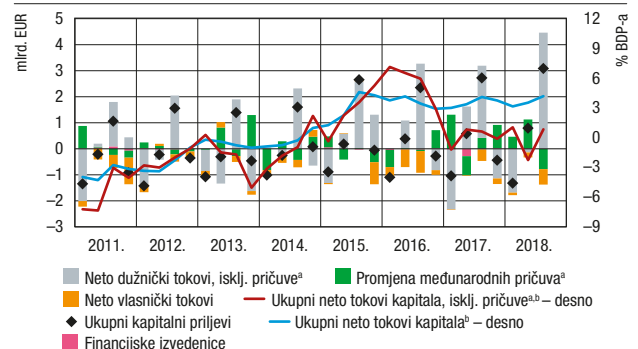
Na financijskom računu platne bilance u trećem tromjesečju 2018. zabilježen je snažan neto odljev kapitala. Isključujući promjenu bruto međunarodnih pričuva³⁸, neto obveze domaćih sektora prema inozemstvu smanjile su se za 3,9 mlrd. EUR, kao rezultat smanjenja neto dužničkih obveza, dok su neto vlasničke obveze povećane. Smanjenje neto dužničkih obveza najviše se odnosi na banke, koje su iskoristile priljev deviza od turizma tijekom ljetnih mjeseci kako bi smanjile svoje obveze prema inozemstvu. U istom se razdoblju inozemna pozicija središnje banke pogoršala zbog povlačenja depozita države kod HNB-a radi otplate dospjele obveznice.

Neto priljev vlasničkih ulaganja u trećem tromjesečju 2018. iznosio je 0,6 mlrd. EUR, što značajno nadmašuje ostvarenja iz prethodnih nekoliko tromjesečja. Ipak, nova izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku bila su izrazito skromna, a uglavnom su se odnosila na ulaganja u nekretnine i djelatnost trgovine. S druge strane, zadržana dobit domaćih subjekata u vlasništvu nerezidenata ostvarena je u zamjetno većem iznosu nego u istom razdoblju prethodne godine, i to pogotovo u djelatnosti financijskog posredovanja. Naime, prošlogodišnji poslovni rezultati kreditnih institucija bili su pod snažnim nepovoljnim utjecajem rezervacija za plasmane koncernu Agrokor. Osim toga, nešto veća zadržana dobit ostvarena je i u djelatnostima informacija i komunikacija te poslovanja nekretninama, dok je u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu smanjena.

Značajno smanjenje neto dužničkih obveza u trećem

tromjesečju 2018. (za 4,5 mlrd. EUR, isključujući pričuve i obveze HNB-a) rezultat je podjednagog povećanja inozemne imovine domaćih sektora i smanjenja njihovih inozemnih obveza. Pritom

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



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

^b Zbroj prethodnih četiriju 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. Pozitivna vrijednost označuje neto odljev kapitala u inozemstvo.

Izvor: HNB

34 Haltiwanger, J. (2011.), *Firm Dynamics and Productivity Growth*, EIB Papers, Vol. 16(1), 116 – 136

35 Banerjee, R. (2014.), *SMEs, financial constraints and growth*, BIS Working Paper, No. 475

36 Nematerijalna imovina = istraživanje i razvoj, koncesije, licencije, goodwill, patenti i dr. (engl. intangibles)

37 Jann, B. (2014.), *Plotting regression coefficients and other estimates in Stata*, Stata Journal Vol. 14(4), 708 – 737; StataCorp (2017), Stata Statistical Software, Release 15

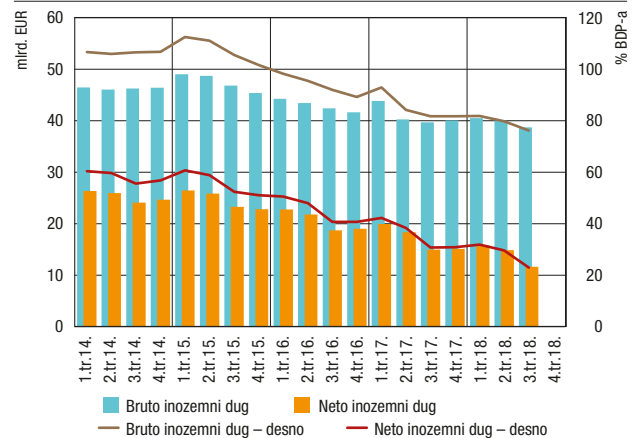
38 Ulaganje dijela međunarodnih pričuva u repo ugovore rezultira istovjetnim povećanjem bruto međunarodnih pričuva i povećanjem inozemnog duga HNB-a.

se najviše poboljšala neto inozemna pozicija banaka, a u određenoj mjeri i središnje države, koja je u srpnju otplatila inozemnu obveznicu. Ostali domaći sektori ponešto su povećali obveze prema inozemnim bankama, u čemu najviše nebankarske financijske institucije i javna nefinancijska poduzeća. S druge strane, privatna nefinancijska poduzeća dodatno su se razdužila, pogotovo prema vlasnički povezanim vjerovnicima.

Smanjenje dužničkih obveza domaćih sektora tijekom trećeg tromjesečja rezultiralo je poboljšanjem relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, koje je dodatno potpomognuto rastom nominalnog BDP-a. Tako je na kraju rujna 2018. bruto inozemni dug iznosio 38,7 mlrd. EUR ili 76,2% BDP-a, što je za 5,5 postotnih bodova manje nego na kraju prošle godine. Budući da se istodobno povećala inozemna dužnička imovina, poboljšanje relativnog pokazatelja neto inozemne zaduženosti tijekom prva tri tromjesečja bilo je još izraženije. Stoga je na kraju rujna 2018. neto inozemni dug iznosio 11,9 mlrd. EUR, odnosno 23,0% BDP-a, što je za 7,9 postotnih bodova manje nego na kraju 2017.

Poboljšalo se i stanje međunarodnih ulaganja RH: s -61,9% BDP-a, koliko je iznosilo na kraju 2017., na -53,3% BDP-a na kraju trećeg tromjesečja 2018. Takva su kretanja rezultat

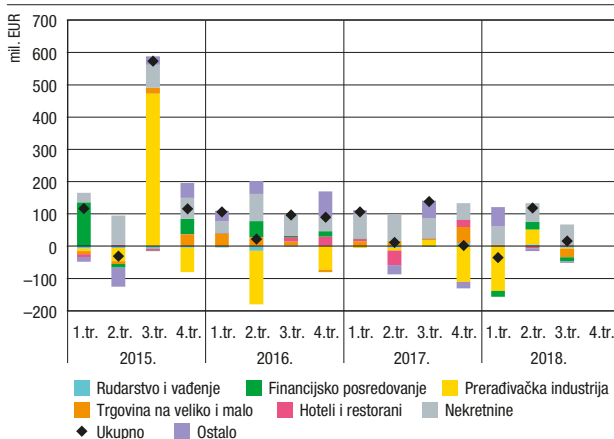
Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



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

Izvor: HNB

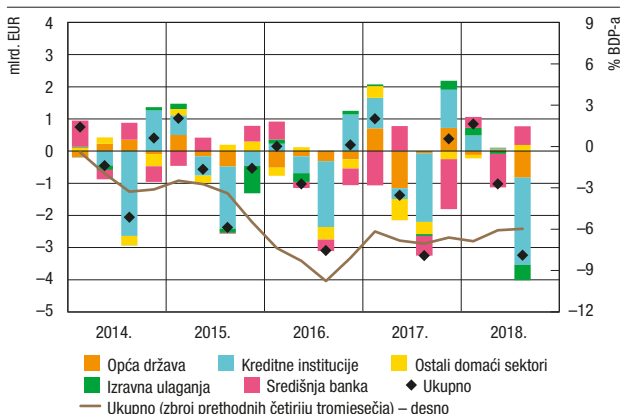
Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



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

nastavka razduživanja domaćih sektora, dok se stanje neto obveza na osnovi vlasničkih ulaganja nije značajnije promijenilo.

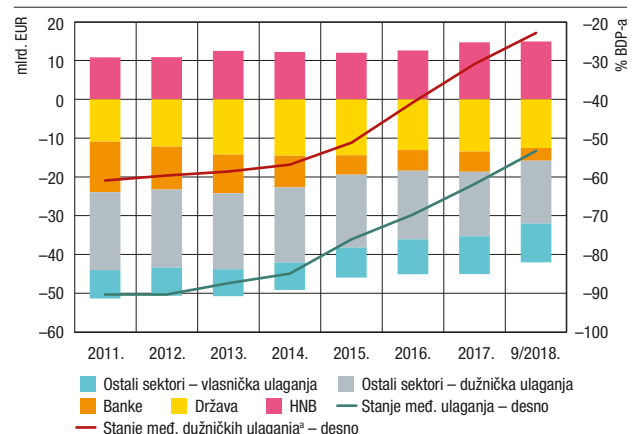
Projicirana kretanja

U skladu s ostvarenjima u prva tri tromjesečja na razini cijele 2018. također je vjerojatan zamjetan neto odljev kapitala, i to uglavnom na osnovi smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora. Pritom se očekuje sezonski neto priljev kapitala u posljednjem tromjesečju 2018. godine.

Kada je riječ o vlasničkim ulaganjima, u cijeloj 2018. rast neto vlasničkih obveza mogao bi biti izraženiji nego prethodne godine. Tome uvelike pridonose veća zadržana dobit kreditnih institucija i slabija ulaganja u inozemstvo u odnosu na 2017. Istodobno se očekuju manja vlasnička ulaganja u Hrvatsku, što je na tragu ostvarenja u dosadašnjem dijelu godine.

Ocijenjeni pad neto dužničkih obveza domaćih sektora u 2018. ponajviše se odnosi na kreditne institucije te, u manjoj mjeri, na državu. U skladu s time relativni pokazatelji inozemne zaduženosti mogli bi se dodatno poboljšati. Bruto inozemni dug mogao bi se sniziti na oko 75% BDP-a, a neto inozemni dug, zahvaljujući i daljnjem rastu bruto međunarodnih pričuva, na iznos

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



* Stanje međunarodnih dužničkih ulaganja (neto) jednako je negativnoj vrijednosti neto inozemnog duga.

Izvor: HNB

manji od četvrtine BDP-a.

Nastavak neto odljeva kapitala očekuje se i u 2019., iako slabijim intenzitetom nego prethodne godine. Glavni činitelj neto odljeva kapitala trebao bi biti nastavak razduživanja domaćih sektora, prije svega kreditnih institucija. To bi se trebalo odraziti i na daljnje poboljšavanje relativnih pokazatelja vanjskih neravnoteža. Bruto inozemni dug na kraju 2019. tako bi mogao činiti oko 70% BDP-a. Poboljšanje se očekuje i kod pokazatelja neto inozemne zaduženosti, čemu dodatno pridonosi prognozirani rast bruto međunarodnih pričuva. Isto tako, neto priljev vlasničkih ulaganja u 2019. mogao bi premašiti ostvarenja iz prethodne godine, zahvaljujući rastu novih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku

i rastu profitabilnosti domaćih poduzeća u stranom vlasništvu.

Negativni rizici vezani uz projekciju tokova kapitala uglavnom proizlaze iz mogućeg intenziviranja procesa normalizacije monetarnih uvjeta u okruženju te posljedičnog pogoršanja globalnih uvjeta financiranja. Rizik za tokove kapitala sve više postaju i globalne geopolitičke i trgovinske napetosti, koje mogu značajno povećati premije za rizik i smanjiti dostupnost kapitala te ograničiti mogućnosti refinanciranja inozemnih obveza. Uz općenito pogoršanje globalne investicijske klime u uvjetima povećane neizvjesnosti slab napredak u provođenju strukturnih reformi u Hrvatskoj mogao bi dodatno ograničiti izravna vlasnička ulaganja iz inozemstva, koja su ionako izrazito potisnuta.

9. Monetarna politika

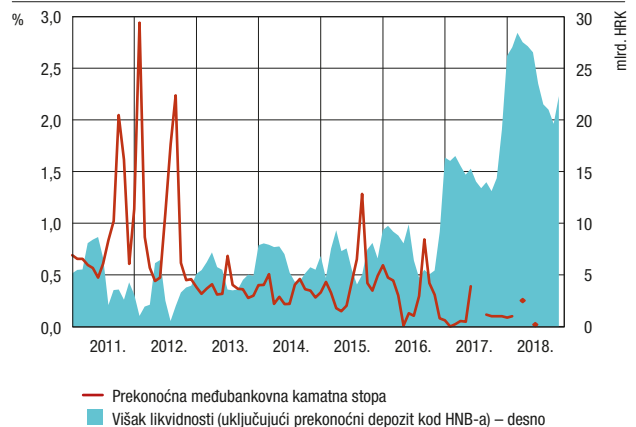
Tijekom druge polovine 2018. godine HNB je nastavio voditi ekspanzivnu monetarnu politiku. Zbog aprecijacijskih pritiska na tečaj kune prema euru središnja je banka intervenirala u siječnju i svibnju te ponovno početkom prosinca otkupivši od poslovnih banaka ukupno 1,2 mlrd. EUR. Od početka 2018. do početka prosinca HNB je otkupio i 27,9 mil. EUR od Ministarstva financija. Tako je svim deviznim transakcijama HNB kreirao 9,3 mlrd. kuna (Slika 9.1.).

Kad je riječ o kuskim operacijama, HNB je nastavio održavati redovite tjedne obratne repo aukcije uz fiksnu repo stopu od 0,3%. Međutim, zbog slabog interesa banaka u uvjetima izrazito velikog viška kunske likvidnosti u monetarnom sustavu, HNB od početka ove godine nije plasirao sredstva preko ovog instrumenta monetarne politike.

Prosječni višak kunske likvidnosti u prvih jedanaest mjeseci 2018. dosegnuo je 24,6 mlrd. kuna ili 9,4 mlrd. kuna više od prosječnog viška u 2017. godini (Slika 9.2.), što je ponajprije bilo rezultat kreiranja primarnog novca kupnjama deviza od poslovnih banaka. U takvim je uvjetima prosječna ponderirana kamatna stopa na prekonocnom međubankovnom tržištu u razdoblju od siječnja do studenoga iznosila 0,11%, što je gotovo jednako kao u 2017. Pritom je u travnju zabilježen porast međubankovne kamatne stope na 0,25%, što je bilo odraz samo jedne provedene transakcije u tom mjesecu, dok se u srpnju kamatna

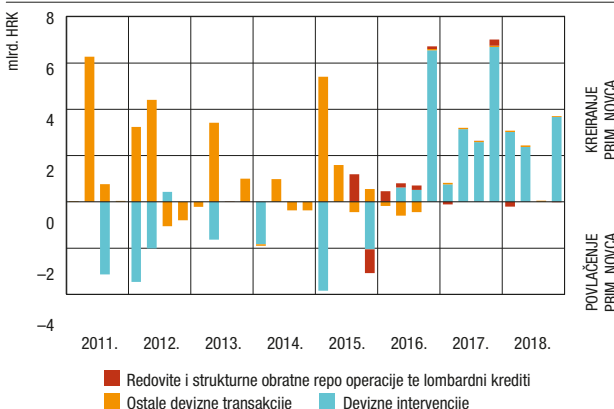
stopa spustila na 0,00%, nakon čega tijekom ostatka godine ponovno, kao i u većem dijelu 2018., nije bilo prometa.

Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekonocna međubankovna kamatna stopa



Izvor: HNB

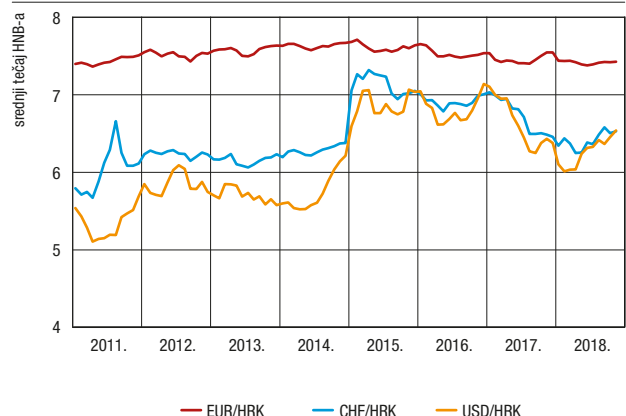
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



Napomena: U ostale devizne transakcije ubrajaju se kupoprodaje deviza s MF-om, EK-om i ugovori o razmjeni (engl. swap) s poslovnim bankama. Pozitivne vrijednosti odražavaju kupnju deviza. Podaci se odnose na četvrto tromjesečje 2018. zaključno s početkom prosinca.

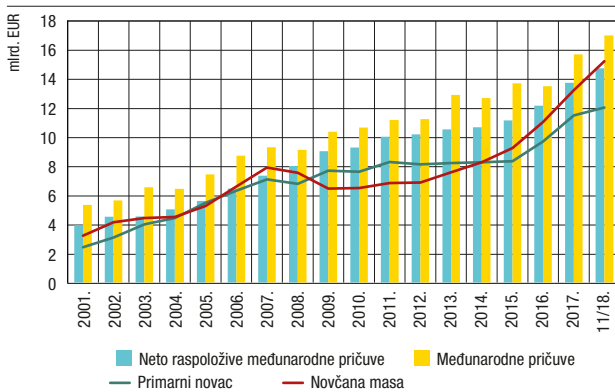
Izvor: HNB

Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

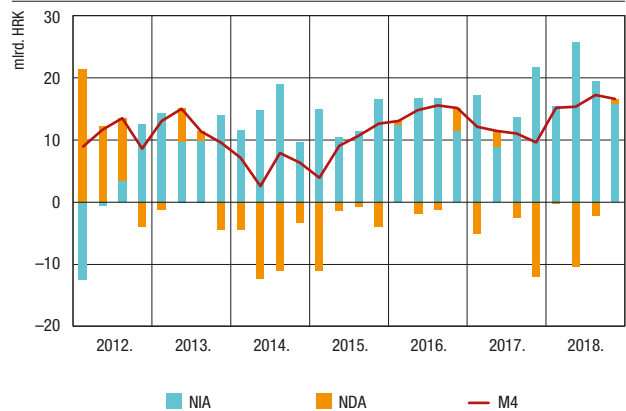
Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



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 listopada 2018.

Izvor: HNB

Slika 9.5. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4 apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci se odnose na četvrto tromjesečje 2018. zaključno s listopadom.

Izvor: HNB

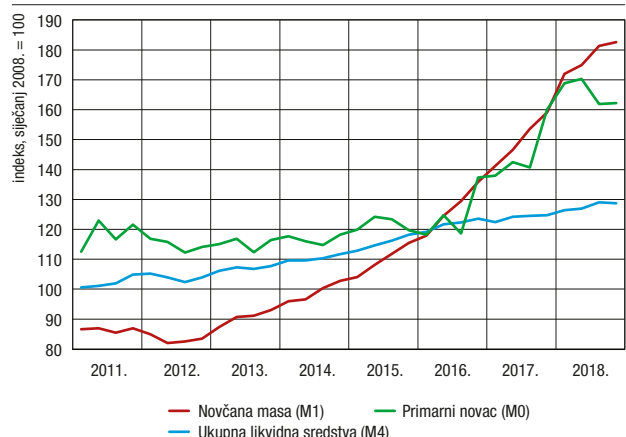
Tečaj kune prema euru na kraju studenoga 2018. iznosio je 7,42 EUR/HRK, što je za 1,7% niže nego na kraju istog mjeseca prethodne godine, dok je prosječni tečaj u prvih jedanaest mjeseci 2018. bio za 0,5% niži u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (Slika 9.3.). Aprecijacijski pritisci na tečaj povezani su s povoljnim kretanjima u bilanci plaćanja zbog rasta izvoza i jačanja priljeva sredstava od fondova EU-a te smanjenjem euroizacije i nastavkom oporavka gospodarske aktivnosti, čime se smanjuju fiskalni rizici i ostale makroekonomske neravnoteže. S druge strane, tečaj kune prema američkom dolaru i švicarskom franku na kraju studenoga bio je viši nego na kraju istog mjeseca prethodne godine, što odražava slabljenje eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

Bruto međunarodne pričuve RH na kraju studenoga 2018. iznosile su 17,0 mlrd. EUR (Slika 9.4.) i bile su za 1,3 mlrd. EUR (8,3%) veće nego na kraju 2017. godine. Neto raspoložive pričuve u tom su se razdoblju također povećale za 1,0 mlrd. EUR te su na kraju studenoga doseglye 14,7 mlrd. EUR. Na povećanje bruto i neto pričuva najviše je djelovao otkup deviza od poslovnih banaka, a manjim dijelom i recentno jačanje američkog dolara u odnosu na euro budući da se dio međunarodnih pričuva drži u američkim dolarima. Bruto međunarodne pričuve i dalje premašuju novčanu masu (M1) i primarni novac (M0).

U prvih deset mjeseci 2018. nastavio se zamjetan godišnji rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) na temelju snažnog rasta neto inozemne aktive monetarnog sustava i smanjenja neto domaće aktive ponajviše zbog razduživanja države kod domaćih kreditnih institucija (Slika 9.5.).

Tijekom prvih deset mjeseci 2018. nastavio se rast realnih monetarnih agregata. Godišnja stopa realnog rasta ukupnih likvidnih sredstava (M4) tako je na kraju listopada iznosila 3,2%, dok su realna novčana masa (M1) i primarni novac (M0) zabilježili godišnje povećanje od 17,5% odnosno 18,7% (Slika 9.6.).

Slika 9.6. Realni monetarni agregati indeks kretanja desezoniranih vrijednosti deflaciranih indeksom potrošačkih cijena



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

Rastu M1 najviše je pridonijelo povećanje kunskih sredstava na transakcijskim računima u uvjetima niskih kamatnih stopa na štedne i oročene depozite, dok rast M0 ponajprije odražava velike viškove kunske likvidnosti kreirane deviznim transakcijama HNB-a.

Monetarna politika zadržat će ekspanzivan karakter uz nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. Središnja će banka tako i dalje podupirati visoku likvidnost monetarnog sustava te pritom stvarati uvjete za nastavak oporavka gospodarskog rasta u uvjetima zadržavanja niske inflacije.

10. Javne financije

Prema tromjesečnim podacima o izvršenju proračuna konsolidirane opće države (metodologija ESA 2010), u prvoj polovini 2018. ostvaren je proračunski višak od 1,1 mlrd. kuna (0,3% BDP-a³⁹), što je zamjetno bolji rezultat u usporedbi s istim razdobljem lani, kada je bio ostvaren manjak od 2,4 mlrd. kuna (0,7% BDP-a). Pritom pozitivan saldo opće države u prvoj polovini 2018. godine odražava povoljna kretanja u drugom tromjesečju, a u prvom je tromjesečju ostvaren sličan manjak proračuna kao u istom razdoblju prethodne godine. Podaci MF-a upućuju na to da su povoljna kretanja u javnim financijama nastavljena i u trećem tromjesečju 2018.

Vlada RH je početkom studenog donijela izmjene i dopune državnog proračuna i financijskih planova proračunskih korisnika kojima nije izmijenjen planirani manjak proračuna opće države za 2018. prema metodologiji ESA 2010 te bi on trebao iznositi 0,5% BDP-a. U sklopu rebalansa očekuju se povoljnija ostvarenja prihoda koji utječu na saldo proračuna, što je, međutim, poništeno predviđenim izdacima na osnovi izdanih jamstava brodogradilištima.

Promatrajući detaljnije prihodnu stranu proračuna (ESA 2010), prvo su polugodište 2018. obilježila uglavnom povoljna kretanja, pri čemu su u odnosu na isto razdoblje 2017. ukupni prihodi zamjetno porasli (5,0%). Primjetan je pozitivan doprinos neizravnih poreza i socijalnih doprinosa, podržanih povoljnim općim gospodarskim kretanjima. U istom su smjeru, ali nešto blaže, djelovali i prihodi od izravnih poreza, na koje su pozitivno utjecali prije svega prihodi od poreza na dohodak zbog relativno snažnog rasta mase plaća. Nasuprot tome, na godišnjoj su razini donekle smanjeni ostali tekući prihodi.

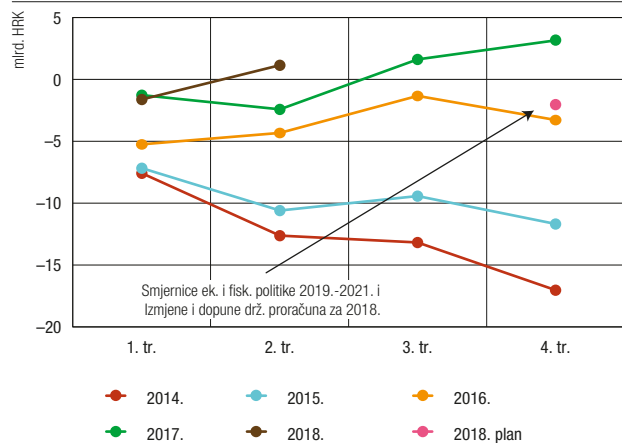
Na rashodnoj je strani proračuna konsolidirane opće države (ESA 2010) u prvom polugodištu 2018. zabilježeno blago povećanje ukupnih rashoda od 0,5% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Povećanje su zabilježili rashodi za naknade zaposlenima, na što su vjerojatno utjecali rast broja zaposlenih u javnim i državnim službama i cjelogodišnji učinak postupnog povećanja osnovica plaća za zaposlenike javnih i državnih službi u 2017. godini. Također su porasli i rashodi za socijalne naknade (poglavito pod utjecajem usklađivanja mirovina na temelju rasta bruto plaća i indeksa potrošačkih cijena), kao i rashodi za intermedijarnu potrošnju države. S druge strane, rashodi za investicije snažno su smanjeni, a u istom smjeru kretali su se i ostali tekući rashodi, rashodi za subvencije i rashodi za kamate.

Raspoloživi gotovinski podaci MF-a (prema metodologiji GFS 2001) za treće tromjesečje 2018., koji se odnose na konsolidiranu središnju državu, upućuju na nastavak povoljnih fiskalnih kretanja iz prvog polugodišta, odnosno na brži godišnji rast prihoda (6,0%) nego rashoda (4,4%)⁴⁰. Pod utjecajem rasta gospodarske aktivnosti sve najvažnije kategorije poreznih prihoda bilježe rast na godišnjoj razini, kao i prihodi od socijalnih doprinosa, a rasli su i prihodi od pomoći i ostali prihodi. Kada je riječ o rashodima, povećala se većina rashoda, pri čemu treba istaknuti da je to dijelom i posljedica povećanoga korištenja fondova EU-a koji nemaju izravni učinak na saldo proračuna. Porastu ukupnih rashoda ponajviše su pridonijeli izdaci za socijalne naknade, naknade zaposlenima te izdaci za korištenje dobara i usluga. U suprotnom su smjeru djelovali rashodi za kamate. Sve navedeno imalo je za posljedicu i kumulativni višak

prihoda središnje države u prvih devet mjeseci 2018. u iznosu od 4,6 mlrd. kuna, u odnosu na višak od 3,6 mlrd. kuna koji je bio ostvaren u istom razdoblju prethodne godine.

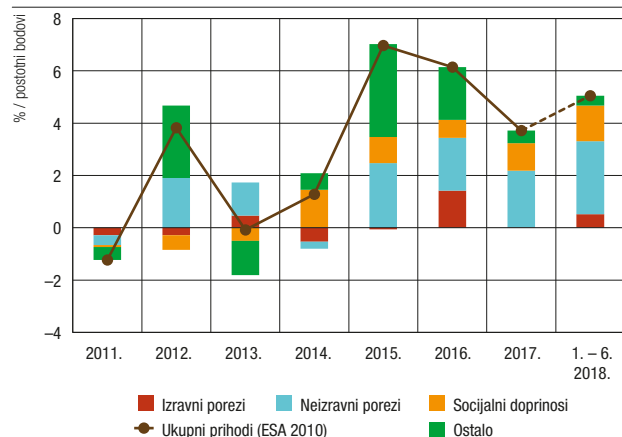
Dug konsolidirane opće države na kraju kolovoza 2018. iznosio je 282,1 milijardu kuna ili oko 1,3 mlrd. kuna manje u odnosu na stanje na kraju 2017. godine, što djelomice odražava i jačanje tečaja kune u odnosu na euro u promatranom razdoblju. Kada je riječ o relativnom pokazatelju javnog duga, zahvaljujući povoljnom utjecaju gospodarskog rasta, u istom je razdoblju udio javnog duga u BDP-u snižen sa 77,5%, koliko je iznosio na kraju 2017., na 75,5% BDP-a. Prvo su polugodište obilježile povoljne okolnosti na domaćem i međunarodnom financijskom tržištu, što je država iskoristila za otplatu obveza koje su dospjevale na naplatu, a djelomično i za akumulaciju depozita kojima bi se trebao financirati manjak proračuna krajem godine. Kada je riječ o obveznicama, u lipnju je izdana inozemna obveznica od 750 mil. EUR, a u srpnju na domaćem tržištu druga tranša

Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima ESA 2010



Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

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

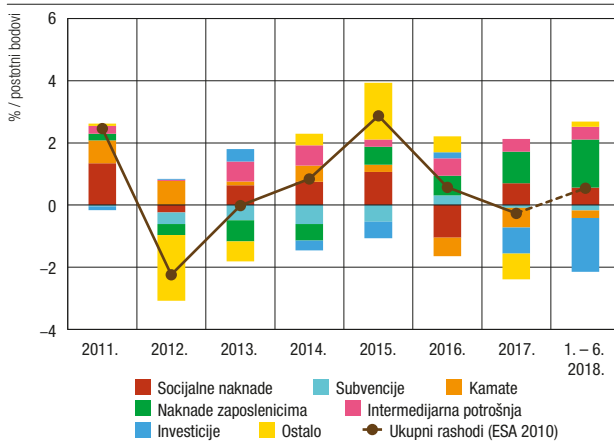


Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

39 Dobivenog kao zbroj BDP-a u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

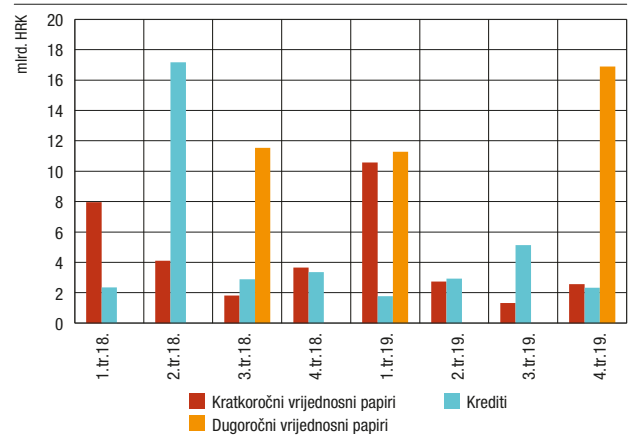
40 U ukupnim приходima konsolidirane središnje države više se ne iskazuju prihodi od poreza na dohodak koji je posljednjom poreznom reformom u cijelosti prenesen na lokalnu državu.

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



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

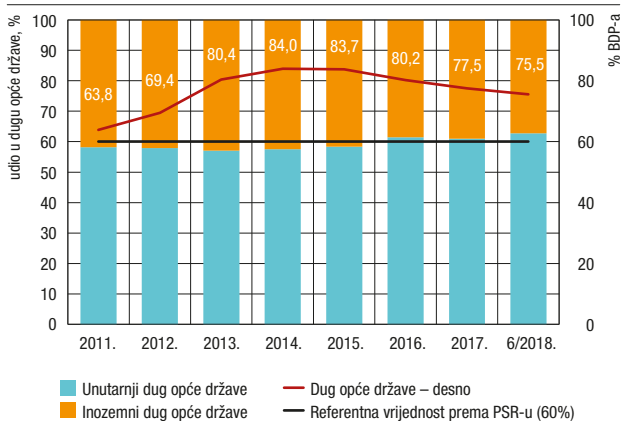
Slika 10.5. Dospijeaća duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 1. prosinca 2018., a kredita na dan 30. rujna 2018.

Izvori: MF; HNB

Slika 10.4. Dug opće države
stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju lipnja 2018. korišten je nominalni BDP u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

Izvor: HNB

obveznica dospijeaća 2023. u nominalnom iznosu od 5,5 mlrd. kuna te novo izdanje obveznica, dospijeaća 2029. godine u nominalnom iznosu od 5,0 mlrd. kuna. Uz redovna izdanja trezorskih zapisa, kod kojih su prvi put bile zabilježene i nulte kamatne stope na eurske zapise, država je još početkom drugog tromjesečja na osnovi sindiciranoga kredita kod domaćih banaka pod povoljnijim uvjetima refinancirala 1,8 mlrd. EUR dugova HAC-a, ARZ-a i HC-a.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Ocjena realnih kretanja u međunarodnom okružju za 2018. nepovoljnija je nego što se očekivalo u projekciji iz srpnja 2018. Naime, recentna su kretanja u globalnom gospodarstvu tijekom trećeg tromjesečja bila malo slabija od očekivanja, pa je i ocijenjena stopa globalnog rasta za 2018. smanjena za 0,2 postotna boda (Tablica 11.1.). Među razvijenim tržištima očekivanja su najviše pogoršana za europodručje, uključujući i važnije hrvatske vanjskotrgovinske partnere, Italiju i Njemačku. Glede monetarne politike, očekivana dinamika pooštavanja politike Feda do kraja 2018. nije se bitno promijenila u odnosu na prošlu projekciju, kao niti očekivanje glede politike ESB-a.

Očekivana stopa gospodarskog rasta u 2018. slična je onoj iz projekcije iz srpnja ove godine, pa bi se realni BDP Hrvatske mogao povećati za 2,7% (prethodno 2,8%). Pritom je najveća korekcija zabilježena kod kapitalnih ulaganja koja bi mogla rasti stopom od 3,7% u odnosu na ranije očekivanih 6,4%, odražavajući pritom slabiju investicijsku aktivnost i u privatnom i u javnom sektoru. Nadalje, smanjena je i očekivana stopa rasta izvoza robe i usluga zbog lošijih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju ove godine nego što se očekivalo. Tako bi rast ukupnog izvoza u 2018. mogao iznositi 3,6% umjesto prethodno projiciranih 4,9%. Osim toga, očekivana stopa rasta osobne potrošnje također je niža u odnosu na prethodnu projekciju (3,2% u odnosu na 3,6%) isključivo zbog lošijih ostvarenja u trećem tromjesečju ove godine. S druge strane, rast državne potrošnje mogao bi dati veći pozitivan doprinos nego što se prethodno projiciralo zbog boljih ostvarenja tijekom godine, pa bi njezina stopa rasta na razini 2018. mogla iznositi 3,7% (prethodno 2,7%). Naposljetku, zbog lošijih očekivanja oko izvoza robe i usluga, kao i investicijske aktivnosti, ukupan bi uvoz mogao biti niži nego što je pokazivala posljednja službena projekcija. Tako bi uvoz robe i usluga u 2018. mogao ostvariti stopu rasta od 5,1% (prethodno 7,1%) te se očekuje da će negativan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu biti manji od onoga projiciranog u srpnju ove godine (-0,7 u odnosu na -1,0 postotni bod).

Ocijenjena prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u 2018. iznosi 1,5% te je za 0,2 postotna boda niža u odnosu na prethodnu projekciju. To je rezultat malo nižega ocijenjenoga godišnjeg rasta indeksa cijena bez hrane i energije, zbog nižih ostvarenja, osobito u srpnju, kada je sezonski pad cijena odjeće i obuće bio izrazitiji nego prethodne godine. Usto, prosječni godišnji rast cijena hrane blago je snižen u odnosu na prošlu projekciju, ponajviše zbog zamjetno nižih ostvarenja od očekivanih u kolovozu i rujnu. Nadalje, projicirani prosječni godišnji rast cijena energije u 2018. jednak je onom u prethodnoj projekciji.

Ocjena viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2018. povećana je u odnosu na prošlu projekciju za 1,0 postotni bod, pri čemu se očekuje niži manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom i na računu primarnog dohotka. Povoljnija ocjena manjka u robnoj razmjeni posljedica je snažnijeg smanjenja uvoza nego izvoza. Prognoza uvoza korigirana je zbog slabije investicijske aktivnosti od ranijih očekivanja i usporavanja rasta izvoza, kao i niže cijene sirove nafte koja umanjuje vrijednost uvoza nafte i naftnih derivata. Istodobno je zbog usporavanja rasta inozemne potražnje snižena prognoza robnog izvoza. Osim toga, smanjena su očekivanja glede neto izvoza usluga, poglavito turizma, u skladu s ostvarenjima u dosadašnjem dijelu godine. U skladu s povoljnijim saldonom tekućega i kapitalnog računa projekcija relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti na kraju 2018. također je snižena u usporedbi sa srpanjskim očekivanjima.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija (isključujući državu) u 2018. godini blago je povećana u odnosu na prethodna očekivanja. Plasmani bi u 2018. godini tako mogli porasti za 4,7%, u usporedbi s 4,6% u prethodnoj projekciji (na osnovi transakcija). Malo intenzivnija kreditna aktivnost posljedica je snažnijega kreditiranja stanovništva te ostalih financijskih institucija, dok je kreditiranje poduzeća u dosadašnjem dijelu godine ostvarilo manji prirast od prethodno očekivanog. Što se tiče

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2018.		
	Prethodna projekcija (7/2018.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	3,9	3,7	-0,2
Europodručje	2,4	2,0	-0,4
SAD	2,9	2,9	0,0
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,9	4,7	-0,3
Zemlje Srednje i Istočne Europe	4,3	3,8	-0,5
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	2,6	2,4	-0,2
Cijene			
HICP u europodručju ^a	1,4	1,7	0,3
Cijene nafte (USD/barel) ^b	72,7	72,8	0,1
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,29	-0,31	0,0
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,0
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	2,40	2,50	0,1

^a ESB, rujan 2018.; ^b Bloomberg, Brent crude oil futures; ^c Bloomberg;
Izvor: MIMF (WEO), listopad 2018.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2018.			2019.		
	Prethodna projekcija (7/2018.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (7/2018.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	2,8	2,7	-0,1	2,8	2,7	-0,1
Osobna potrošnja	3,6	3,2	-0,4	3,1	3,5	0,4
Državna potrošnja	2,5	3,3	0,8	1,7	2,6	0,9
Investicije u kapital	6,4	3,7	-2,7	6,7	6,0	-0,7
Izvoz robe i usluga	4,9	3,6	-1,3	4,7	3,4	-1,2
Uvoz robe i usluga	7,1	5,1	-2,0	6,0	5,3	-0,7
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	2,2	2,4	0,1	1,9	1,8	-0,1
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	10,0	9,9	-0,1	9,0	8,8	-0,3
Stopa nezaposlenosti (anketna)	9,7	8,4	-1,3	8,8	7,2	-1,5
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	1,7	1,5	-0,2	1,6	0,9	-0,7
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	2,3	2,9	0,5	1,8	2,0	0,2
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	3,2	4,1	1,0	2,8	3,4	0,6
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	75,8	75,0	-0,7	69,4	70,0	0,6
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	5,3	5,2	0,0	5,2	5,4	0,2
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	5,3	5,4	0,1	5,4	5,5	0,1
Plasmani kreditnih institucija	2,7	2,7	0,0	5,0	3,9	-1,0
Plasmani kreditnih institucija ^b	4,6	4,7	0,1	5,0	4,8	-0,2

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

Izvor: HNB

nominalne promjene plasmana, u ovoj se projekciji u 2018. očekuje rast od 2,7%, jednako koliko i u prošloj projekciji.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2018. malo je viši nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji (5,4%

naspram 5,3% iz prošle projekcije, isključujući utjecaj kretanja tečaja). To je ponajviše posljedica boljih ostvarenja deviznih depozita i novčane mase zbog uspješne turističke sezone te nastavka oporavka gospodarske aktivnosti.

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	
	2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.
Hrvatska narodna banka (srpanj 2018.)	2,7	2,7	3,2	3,5	3,7	6,0	3,6	3,4	5,1	5,3	-	-	1,4	0,9
Svjetska banka (lipanj 2018.)	2,7	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ekonomski institut Zagreb (ožujak 2018.)	2,8	2,8	3,8	3,6	4,1	5,4	4,3	4,2	6,2	5,9	-	-	1,6	1,5
Eastern Europe Consensus Forecasts (svibanj 2018.)	2,7	2,9	3,5	3,4	4,6	6,6	3,6	4,0	5,7	5,8	-	-	1,6	1,2
Europska banka za obnovu i razvoj (svibanj 2018.)	2,7	2,7	3,5	2,8	4,2	5,2	-	-	-	-	1,4	2,5	1,6	1,9
Europska komisija (svibanj 2018.)	2,8	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
Addiko Bank Economic Research* (travanj 2018.)	2,6	2,5	-	-	-	-	5,5	6,0	6,1	7,0	1,0	2,7	1,4	2,0
Međunarodni monetarni fond (travanj 2018.)	3,0	2,9	3,8	3,1	5,3	5,1	4,3	4,9	6,9	6,8	-	-	1,6	1,5
Ministarstvo financija (travanj 2018.)	3,0	3,0	3,6	3,0	5,0	6,5	7,5	5,5	8,4	7,3	2,6	3,0	1,6	1,6
Raiffeisen Research ^a (studeni 2017.)	2,6	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

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

Izvor: Publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

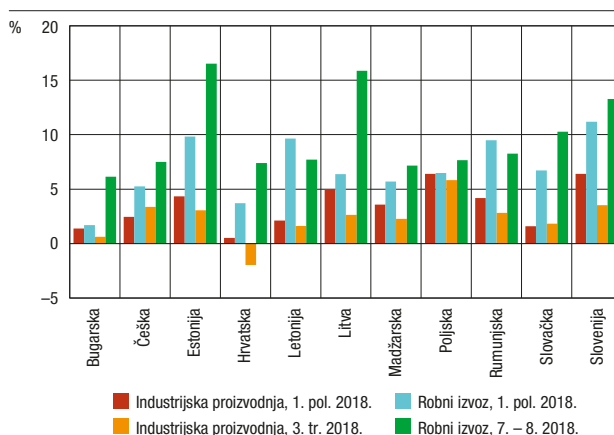
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

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

^a Jednostavni prosjek

Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

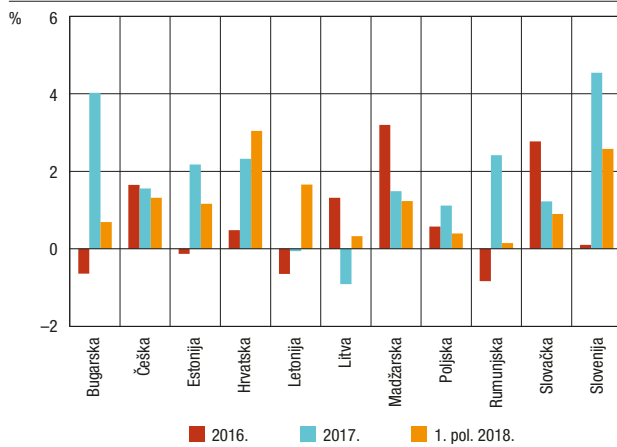
Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz godišnje stope promjene



Napomena: Posljednji podatak za industrijsku proizvodnju za Rumunjsku odnosi se na kolovoz 2018., a za ostale zemlje na rujanj 2018.

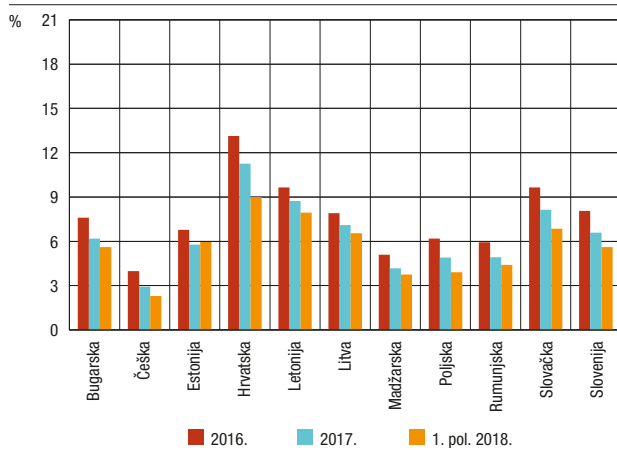
Izvori: Eurostat; DZS

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



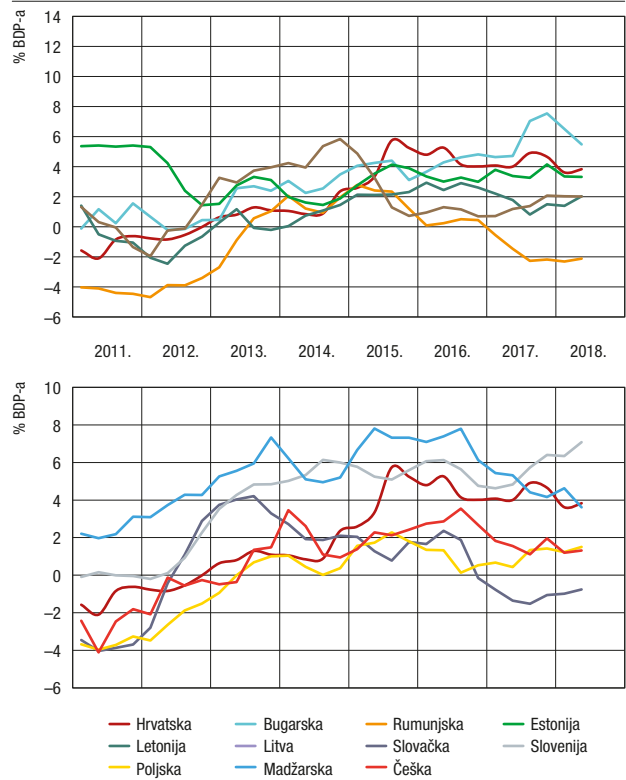
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



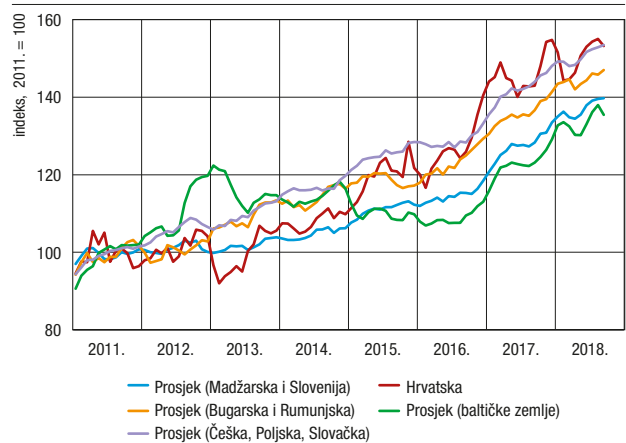
Izvor: Eurostat

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



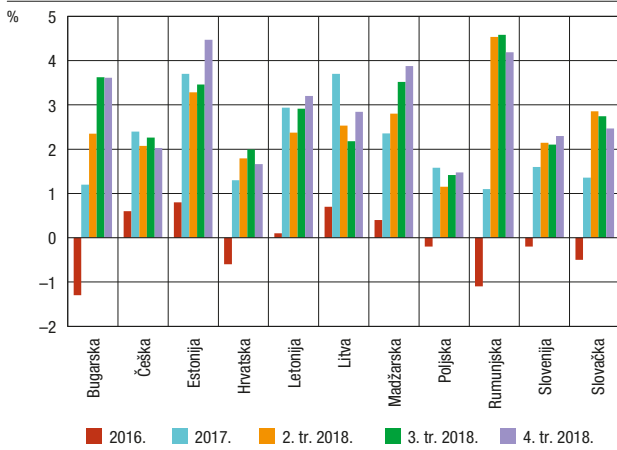
Izvori: Eurostat; HNB

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



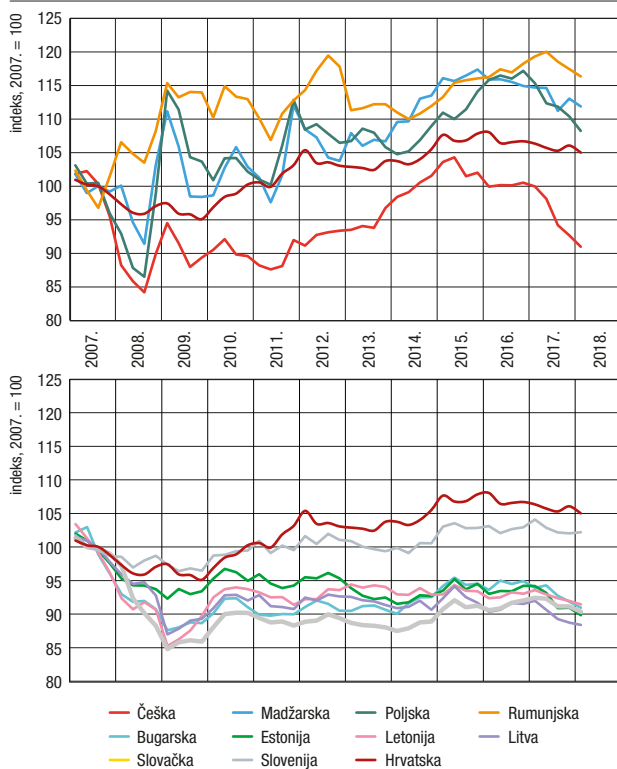
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



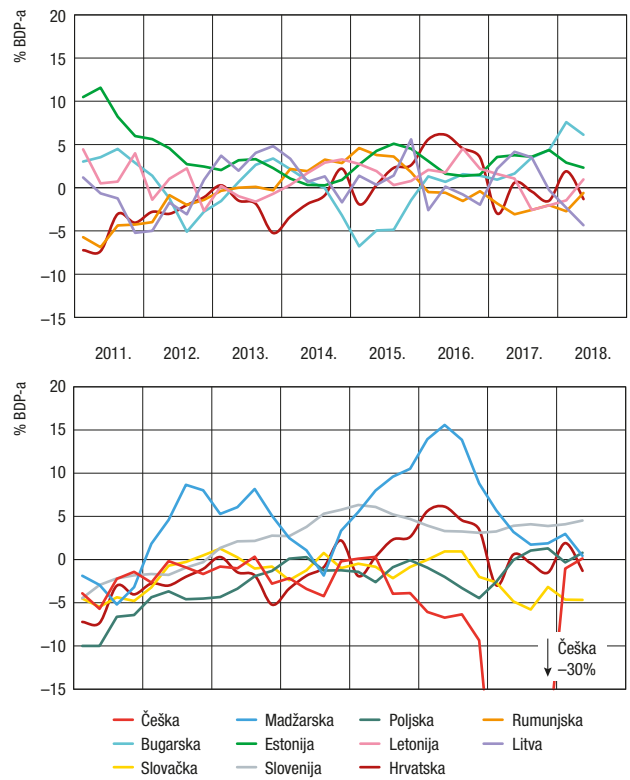
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2018. odnose se na listopad.
Izvor: Eurostat

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



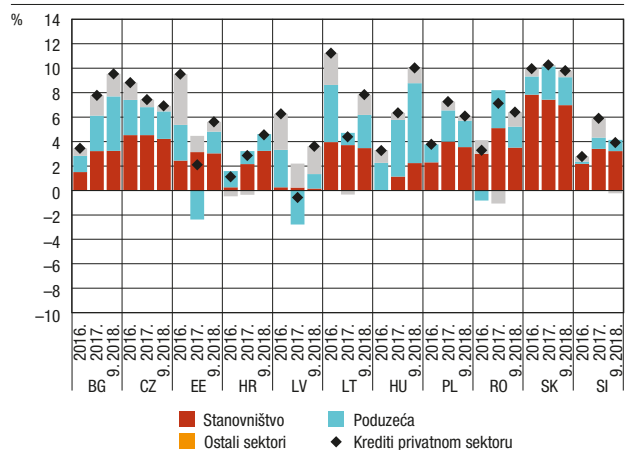
Napomena: Podaci za 2018. odnose se na prvo tromjesečje. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.
Izvor: BIS; HNB

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



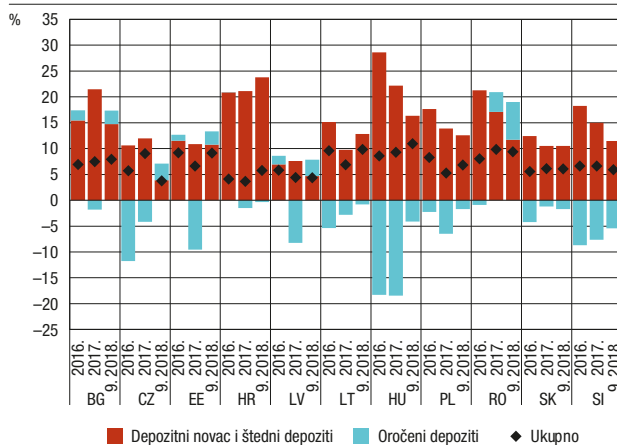
Izvori: Eurostat; HNB

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



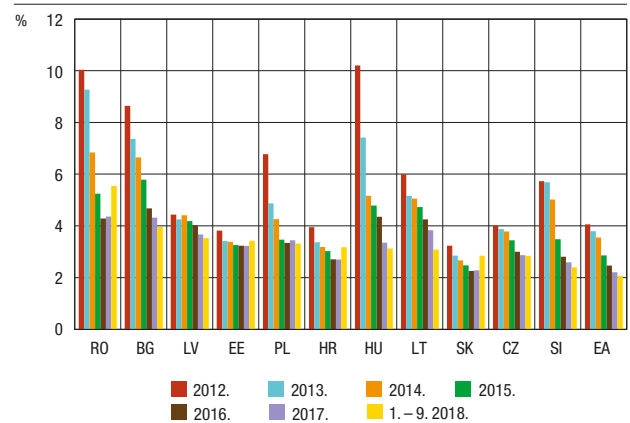
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; HNB

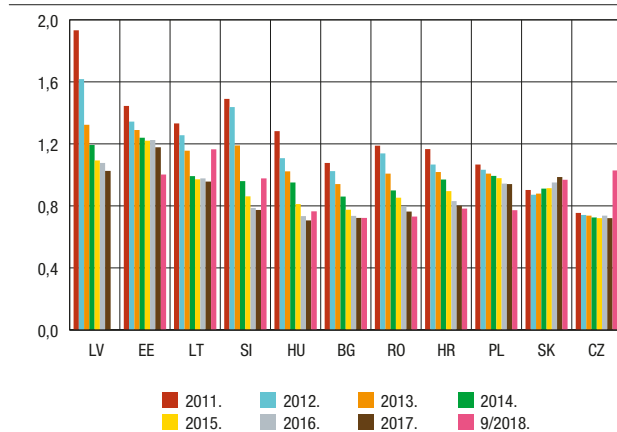
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

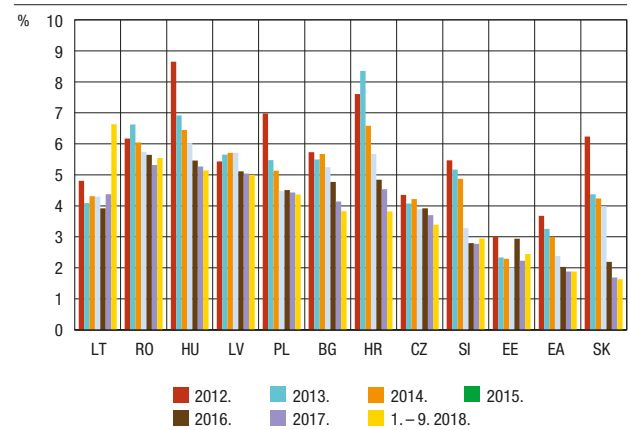
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



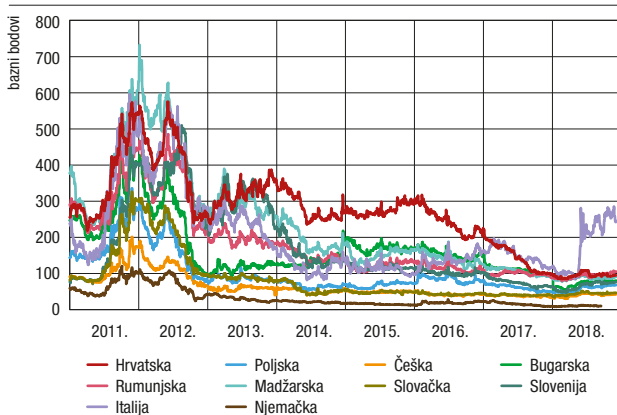
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

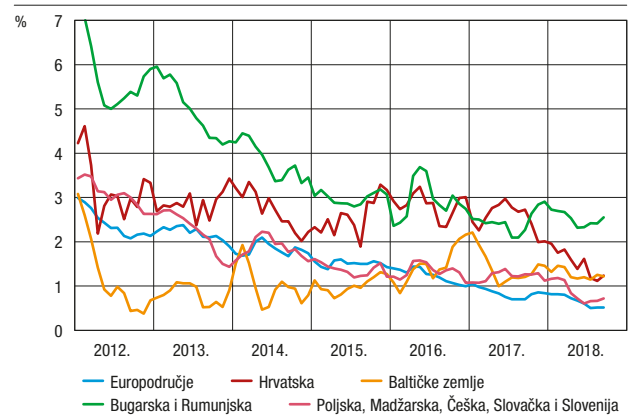
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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

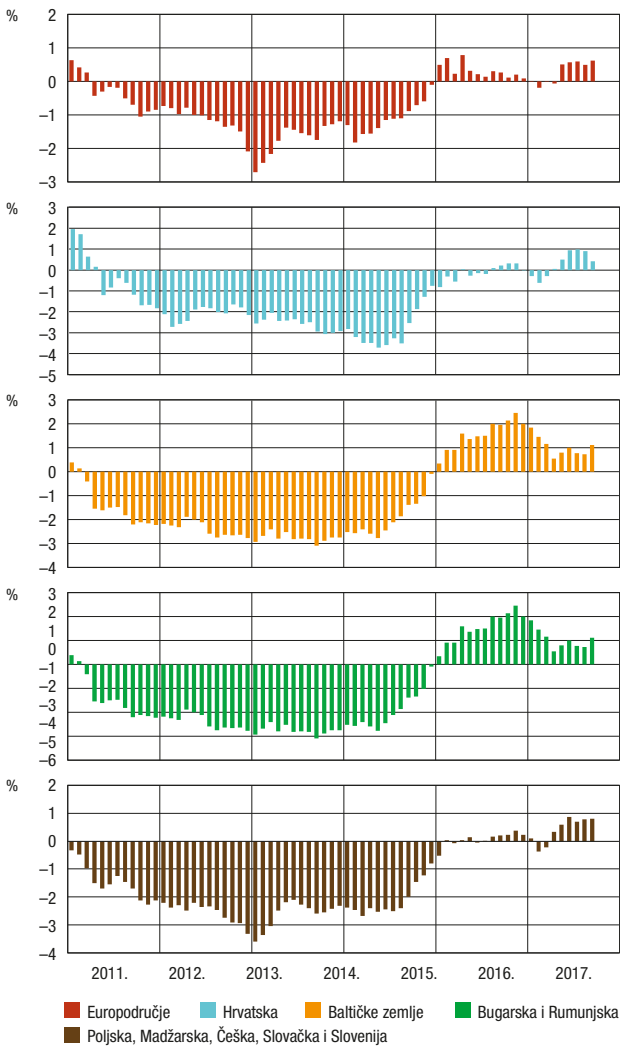
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

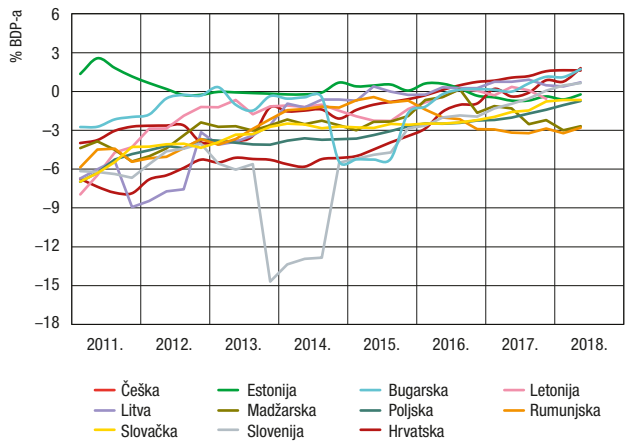
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

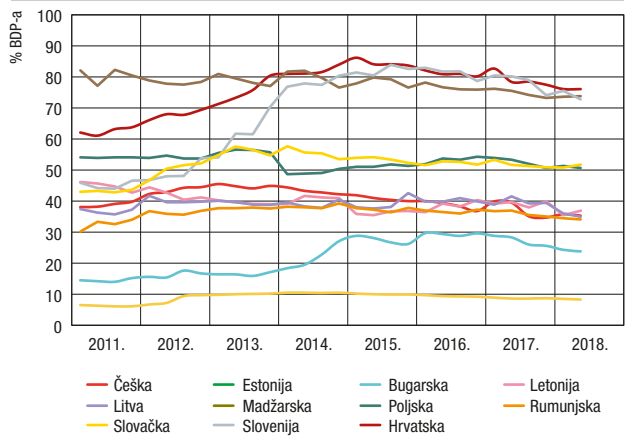
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države stanje na kraju tromjesečja



Izvori: 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	– Ekonomska i monetarna unija
engl.	– engleski
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fik.	– fikсни
FISIM	– posredno mjerene naknade za uslugu financijskog posredovanja
FZO	– Fond za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost
HAC	– Hrvatske autoceste
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HC	– Hrvatske ceste
HFP	– Hrvatski fond za privatizaciju
HNB	– Hrvatska narodna banka
HPB	– Hrvatska poštanska banka
HWWI	– 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 nafte 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
NKPJS	– Nacionalna klasifikacija prostornih jedinica za statistiku
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	– Tržište novca Zagreb
tr.	– tromjesečje
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	– Mađarska
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 raspolaže 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