



Makroekonomska kretanja i prognoze

godina IV · broj 7 · prosinac 2019.



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	6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	25
1. Uvod	3	Vanjska trgovina i konkurentnost	25
2. Kretanja u globalnom okruženju	4	Dohoci i transakcije s EU-om	26
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	5	Projicirana kretanja	27
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	5	7. Financiranje privatnog sektora	28
Projicirana kretanja	5	Projicirana kretanja	32
Okvir 1. Procjena učinaka potencijalnoga izraženog pada inozemne potražnje i rasta percepcije rizičnosti na hrvatsko gospodarstvo	5	Okvir 5. Pristup poduzeća izvorima financiranja	33
3. Agregatna ponuda i potražnja	9	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	35
Agregatna potražnja	9	Projicirana kretanja	36
Agregatna ponuda	11	9. Monetarna politika	37
Projicirana kretanja	12	10. Javne financije	39
Okvir 2. Zašto neto porezi na proizvode rastu brže od BDP-a?	12	11. Odstupanja od prethodne projekcije	40
4. Tržište rada	15	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	43
Zaposlenost i nezaposlenost	15	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	44
Plaće i jedinični trošak rada	16	Kratice i znakovi	49
Projicirana kretanja	16		
Okvir 3. Utjecaj promjene strukture zaposlenika na prosječnu plaću u Hrvatskoj za razdoblje od 2009. do 2018. godine	17		
Okvir 4. Različiti podaci o broju zaposlenih osoba u Hrvatskoj	19		
5. Inflacija	22		
Projicirana kretanja	23		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
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	4,310	4,303	4,290	4,280	4,268	4,256	4,238	4,204	4,174	4,125	4,089
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	346.735	330.771	328.824	333.215	330.509	331.209	331.343	339.696	351.169	366.426	382.624
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	48.003	45.067	45.130	44.822	43.966	43.732	43.426	44.640	46.640	49.118	51.608
BDP po stanovniku (EUR)	11.138	10.474	10.520	10.472	10.301	10.275	10.247	10.619	11.174	11.907	12.621
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	1,8	-7,4	-1,5	-0,3	-2,2	-0,5	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,6
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) ^c	-5.048	-2.959	-974	-799	-789	-461	111	1.452	994	1.679	973
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-10,5	-6,6	-2,2	-1,8	-1,8	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,4	1,9
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	36,4	32,7	36,2	38,9	39,6	40,5	43,3	46,4	47,7	50,1	50,6
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	46,6	38,3	37,9	40,6	41,2	42,5	43,7	46,1	46,5	49,4	51,4
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	43.919	48.173	49.423	49.117	47.575	48.471	49.095	48.230	44.714	43.683	42.710
Inozemni dug (% BDP-a)	91,5	106,9	109,5	109,6	108,2	110,8	113,1	108,0	95,9	88,9	82,8
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	251,1	327,0	302,3	282,0	273,4	273,6	260,9	232,7	201,0	177,5	163,7
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	37,7	56,0	51,2	42,5	46,1	43,5	46,3	44,0	35,7	33,1	27,1
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	4,9	7,2	7,5	7,4	7,5	8,3	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,3244	7,3062	7,3852	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578	7,5136	7,4176
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	5,1555	5,0893	5,5683	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685	6,2697	6,4692
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,2232	7,3396	7,2862	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294	7,4601	7,4141
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	4,9344	5,2804	5,5000	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037	6,6224	6,2784
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-9.792	-20.005	-21.261	-26.369	-17.695	-17.678	-17.725	-11.262	-3.884	2.914	992
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-2,8	-6,0	-6,5	-7,9	-5,4	-5,3	-5,3	-3,3	-1,1	0,8	0,3
Dug opće države (% BDP-a) ^e	39,3	48,7	57,8	64,4	70,1	81,2	84,7	84,4	81,0	78,0	74,8
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	48,6	48,2	46,5	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6	45,8	46,9

^a Procjena stanovništva RH za 2000. temelji se na popisu iz 2001., a podaci za razdoblje od 2001. do 2017. zasnivaju se na popisu iz 2011. godine. Podaci za 2018. privremeni su.

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2018. privremeni su.

^c Podaci platne bilance i inozemnog duga temelji 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 2019. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju rujna 2019.

^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

U trećem tromjesečju 2019. rast gospodarske aktivnosti intenzivirao se u odnosu na prethodna tri mjeseca, kada je bilo zabilježeno njegovo usporavanje. Dinamiziranje realne aktivnosti odraz je rasta osobne potrošnje i izvoza robe i usluga koji je bio snažniji nego u prethodnom tromjesečju. Osim toga, zabilježeno je snažno usporavanje rasta ukupnog uvoza. Tako bi stopa rasta realnog BDP-a na razini cijele 2019. mogla iznositi 3,0%, a u 2020. godini 2,8%. Na tržištu rada očekuje se nastavak rasta broja zaposlenih i pad stope nezaposlenosti. U 2019. se očekuje usporavanje inflacije na 0,8%, ponajviše zbog smanjenja doprinosa cijena energije te učinka smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost na prehrambene i farmaceutske proizvode. U 2020. bi se inflacija mogla ubrzati na 1,4% kao rezultat povećanja godišnje stope rasta cijena hrane i rasta trošarina. Unatoč daljnjem produblivanju manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom višak na tekućem i kapitalnom računu na razini cijele 2019. mogao bi biti veći nego prethodne godine zahvaljujući rastu izvoza usluga, jačem korištenju fondova EU-a i rastu prihoda od osobnih doznaka, a tijekom 2020. očekuje se njegovo smanjenje. Trend poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti mogao bi se nastaviti. Monetarna politika HNB-a trebala bi zadržati ekspanzivni karakter podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava i održavajući stabilnost tečaja kune prema euru. Kada je riječ o fiskalnoj politici, prema izmjenama i dopunama proračuna za 2019. godinu, nakon viška proračuna opće države u 2018., u 2019. bi mogao biti ostvaren blagi manjak proračuna opće države, u iznosu od 0,1% BDP-a, a prema proračunu za 2020. u toj se godini predviđa višak u iznosu od 0,2% BDP-a. Dug opće države vjerojatno će se nastaviti smanjivati u skladu s propisanim fiskalnim pravilima.

Gospodarski se rast u trećem tromjesečju 2019. ubrzao, a realni bruto domaći proizvod povećao za 0,8% u odnosu na razdoblje od travnja do lipnja, kada je bio ostvaren rast od 0,5%. Promatra li se na godišnjoj razini, realni se BDP u trećem tromjesečju 2019. povećao za 2,9%, pri čemu je najveći doprinos ukupnom rastu dao izvoz robe i usluga. Dostupni mjesečni podaci upućuju na nastavak gospodarskog rasta i u posljednja tri mjeseca pa bi u 2019. stopa rasta BDP-a mogla iznositi 3,0%.

Očekuje se da će se rast osobne potrošnje u 2019. ubrzati u odnosu na 2018. i stoga pojedinačno najviše pridonijeti realnom rastu BDP-a, a zahvaljujući intenziviranju investicijske aktivnosti očekuje se i njezin znatan pozitivan doprinos. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, očekuje se da će se nastaviti rast izvoza robe i usluga, i to sličnom dinamikom kao i godinu prije. S druge strane, rast ukupnog uvoza mogao bi biti manji nego u prethodnoj godini, zbog iznimno niskog rasta uvoza robe koji je bio

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)											
BDP	-1,5	-0,3	-2,2	-0,5	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,7	3,0	2,8
Osobna potrošnja	-1,5	1,0	-2,4	-1,6	-2,5	0,2	3,1	3,2	3,2	3,5	3,7
Državna potrošnja	-0,6	0,5	-1,4	-0,1	1,8	-0,9	0,5	2,2	1,3	3,2	2,8
Investicije u fiksni kapital	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	6,5	5,1	4,1	8,2	7,1
Izvoz robe i usluga	6,2	2,3	-1,5	2,5	7,4	10,3	7,0	6,8	3,7	3,7	3,3
Uvoz robe i usluga	-2,5	3,2	-2,9	3,3	3,2	9,4	6,5	8,4	7,5	5,3	5,3
Tržište rada											
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,3	2,3	1,8
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,4	11,6	9,2	7,7	7,0
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,7	5,9
Cijene											
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	1,4
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,3	1,5
Vanjski sektor											
Tekući račun platne bilance (u % BDP-a)	-2,2	-1,8	-1,8	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,4	1,9	1,9	1,2
Tekući i kapitalni račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,6	-1,6	-1,5	-0,9	0,7	4,0	3,7	4,5	3,3	3,9	3,2
Bruto inozemni dug (u % BDP-a)	109,4	109,6	108,2	110,8	113,1	108,0	95,9	88,9	82,7	75,7	70,6
Monetarna kretanja (stope promjene, %)											
Ukupna likvidna sredstva – M4	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,5	4,0	4,5
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	0,7	4,4	3,5	3,8	2,4	4,6	5,3	3,2	6,1	4,6	4,6
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,0	3,6
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^a	2,3	3,5	-1,2	0,8	-1,5	-2,3	1,1	2,9	4,4	3,1	4,0
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^a	5,9	7,6	-1,5	1,8	-3,7	-3,0	3,2	2,5	1,9	-1,1	2,6
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^a	-1,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,8	0,5	4,0	6,2	6,7	5,8

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

Izvori: DZS; MF; HNB

zabilježen u trećem tromjesečju. Tako bi se negativan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu u 2019. mogao smanjiti u odnosu na prethodnu godinu. U 2020. očekuje se nastavak rasta gospodarske aktivnosti, pri čemu bi realni BDP mogao porasti za 2,8%. Usporavanje rasta u odnosu na ocjenu za 2019. godinu odraz je slabijega očekivanog rasta ukupnog izvoza i domaće potražnje. Nasuprot tome, rast osobne potrošnje mogao bi se intenzivirati u odnosu na prethodnu godinu.

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja naglašeniji negativni rizici. Najznačajniji negativni rizici proizlaze iz vanjskog okružja, i vezani su uz mogućnost daljnjeg jačanja protekcionizma na globalnoj razini, nepovoljne učinke izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a te mogućnost snažnijeg usporavanja gospodarskog rasta kod najznačajnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera. Domaći rizici povezani su u prvom redu s tržištem rada, s obzirom na to da projekcija podrazumijeva nastavak rasta zaposlenosti i blago povećanje stope participacije radne snage.

Tijekom 2019. očekuje se nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada. Tako bi se rast zaposlenosti mogao kretati dinamičkom sličnom onoj iz prethodne godine i povećati se za 2,3%, dok bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla smanjiti na 6,7% radne snage, s 8,4% koliko je iznosila 2018. godine. Kada je riječ o plaćama, njihov bi se rast mogao usporiti, pri čemu se u 2020. očekuje dinamiziranje rasta, djelomično prouzročeno povećanjem plaća u javnom sektoru.

Usporavanje inflacije potrošačkih cijena na ocijenjenih 0,8% u 2019. (s 1,5% u 2018.) pretežno je rezultat smanjenja prosječne godišnje stope rasta cijena energije te cijena hrane, zbog pada cijena naftnih derivata odnosno smanjenja stope PDV-a na određene prehrambene proizvode početkom godine. Ubrzavanje prognozirane inflacije na 1,4% u 2020. ponajviše bi moglo biti posljedica povećanja prosječne godišnje stope promjene cijena hrane, uglavnom zbog pozitivnog učinka baznog razdoblja. Usto se očekuje da bi se godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogla u 2020. također ubrzati, što bi većim dijelom moglo biti rezultat najavljenoga povećanja trošarina (na cigarete, alkoholna pića i zašećerena bezalkoholna pića), a manjim dijelom i djelovanja domaćih inflatornih pritisaka, odnosno solidnoga očekivanog rasta osobne potrošnje te ubrzanja rasta jediničnih troškova rada, na kretanje potrošačkih cijena. Inflatorni pritisci iz vanjskog okružja trebali bi u 2020. biti uglavnom prigušeni, ima li se na umu, primjerice, očekivani pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, blagi rast cijena drugih sirovina i niska inflacija u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane, uravnoteženi.

2. Kretanja u globalnom okružju

Usporavanje globalnoga gospodarskog rasta, koje je započelo prethodne godine, nastavilo se i u prvih devet mjeseci 2019. te je bilo praćeno slabljenjem svjetske trgovine, poglavito kapitalnim proizvodima te automobilima i automobilskim dijelovima. Nepovoljno su na svjetsku trgovinu djelovali mnogi čimbenici, među kojima se izdvajaju povećane neizvjesnosti u uvjetima rastućega trgovinskog protekcionizma i izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a, a djelomično i time uzrokovano slabljenje investicijske potrošnje i krize u pojedinim zemljama s tržištima u nastajanju. Usporavanje gospodarskog rasta bilo je sinkronizirano i široko rasprostranjeno i u razvijenim zemljama i među tržištima u nastajanju. Pritom je zamjetno oslabjela i gospodarska aktivnost

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao bi u 2019. iznositi 3,9% BDP-a, što je za 0,6 postotnih bodova više nego prethodne godine. Takva je ocjena posljedica daljnjeg rasta pozitivnog salda u međunarodnoj razmjeni usluga (poglavito zahvaljujući prihodima od turizma), intenziviranja dinamike korištenja sredstava iz fondova EU-a i rasta neto prihoda na osnovi osobnih doznaka, čime se poništavaju nepovoljni učinci produbljanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog toga što je rast robnog uvoza brži od rasta izvoza. Nasuprot tome, u 2020. godini očekuje se smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu, uglavnom zbog daljnjeg pogoršanja manjka u robnoj razmjeni. Kada je riječ o tokovima kapitala s inozemstvom, očekivani neto odljev kapitala u 2019. i 2020. odnosi se na daljnje smanjenje neto dužničkih obveza domaćih sektora i rast međunarodnih pričuva. U skladu s time relativni pokazatelji vanjskih neravnoteža trebali bi se nastaviti poboljšavati.

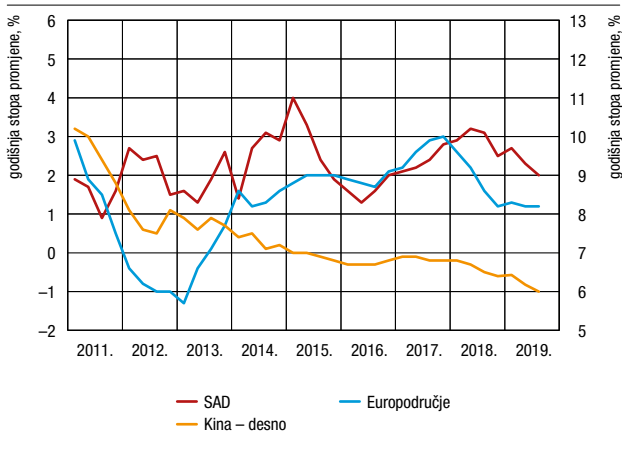
HNB je nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava i održavajući nominalni tečaj kune prema euru stabilnim. U takvim je uvjetima izostao interes banaka za kratkoročnim kunkskim sredstvima ponuđenima putem redovitih tjednih operacija. Visoka je likvidnost, također, nastavila poticati višegodišnji trend poboljšavanja uvjeta financiranja domaćih sektora. U prvih deset mjeseci 2019. godine usporio se godišnji rast ukupnih domaćih plasmana kreditnih institucija, pri čemu su plasmani nefinancijskim poduzećima zbog više jednokratnih učinaka iskazali pad. Kada je riječ o plasmanima stanovništvu, njihov se godišnji rast, nakon kontinuiranog ubrzanja u proteklih nekoliko godina, u 2019. stabilizirao. Godišnji se rast gotovinskih nenamjenskih kredita usporio, na što je utjecala Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima koju je HNB izdao kreditnim institucijama krajem veljače 2019. S druge strane, tijekom druge polovine godine ubrzao se rast stambenih kredita na godišnjoj razini, čemu je pripomogao i nastavak provođenja programa Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita.

Kada je riječ o fiskalnoj politici, prema izmjenama i dopunama proračuna za 2019. godinu, nakon viška proračuna opće države u 2018., u 2019. bi mogao biti ostvaren blagi manjak opće države, u iznosu od 0,1% BDP-a. Prijedlog proračuna za 2020. godinu ponovno predviđa višak opće države u iznosu od 0,2% BDP-a, koji bi se u idućim godinama mogao blago povećati. S druge strane, projekcije Europske komisije iz studenoga ove godine očekuju blagi višak u 2019. godini, od 0,1% BDP-a te uravnotežen saldo opće države u 2020. godini. Istodobno 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.

najvećih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera. Usporavanje gospodarskog rasta i pad cijena sirove nafte djelovali su na daljnje slabljenje globalnih inflacijskih pritisaka. Zbog ekspanzivno usmjerenih monetarnih politika središnjih banaka širom svijeta uvjeti financiranja bili su razmjerno povoljni, osim na nekim nestabilnim tržištima u nastajanju.

Iako se SAD tijekom 2018. isticao primjetno višim stopama gospodarskog rasta od drugih razvijenih zemalja, tijekom 2019., a posebno u drugom i trećem tromjesečju, rast se znatno usporio: s 2,9%, koliko je iznosio u cijeloj 2018., na 2,0% u trećem tromjesečju 2019. godine (Slika 2.1.). Rastu je najviše pridonio nastavak snažnog povećanja osobne potrošnje, zahvaljujući

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta



Izvori: Eurostat; BEA; NBS

i dalje izrazito povoljnim kretanjima na tržištu rada, te državne potrošnje, dok se zamjetljivo usporila investicijska aktivnost. Istodobno je inflacija tijekom prvih devet mjeseci ostala ispod ciljane razine od 2%.

Nakon izraženog usporavanja tijekom cijele 2018. godine, rast se u europodručju u 2019. stabilizirao te je u trećem tromjesečju iznosio 1,2% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, podjednako kao u prethodna tri tromjesečja. Gospodarsku aktivnost u europodručju od početka godine obilježila su divergentna kretanja između izvozno orijentiranih članica s velikim značenjem prerađivačke industrije, poput Njemačke, te gospodarstava više orijentiranih na uslužni sektor i domaću potražnju poput Francuske. Njemačka je u drugom tromjesečju zabilježila pad gospodarske aktivnosti u odnosu na prethodna tri mjeseca, dok je u trećem tromjesečju ostvaren tek neznatan rast pa je izbjegnuta tehnička recesija. Naime, slabljenje inozemne potražnje i pad prodaje automobila na tržištima diljem svijeta, posebno u Kini i europodručju, rezultirali su snažim padom proizvodnje njemačke prerađivačke industrije. Problemi u njemačkom prerađivačkom sektoru nisu se za sada odrazili na tržište rada. Tome pridonose korištenje plaćenoga skraćenog radnog vremena na teret državnog proračuna te okolnost da poslodavci nevoljko otpuštaju radnike jer godinama imaju poteškoća s nedostatkom kvalificirane radne snage, koje bi idućih godina mogle biti još izraženije zbog očekivanog vala umirovljenja radnika starijih dobnih skupina.

U skupini zemalja u razvoju i zemalja s tržištima u nastajanju u prvih je devet mjeseci 2019. zabilježeno vidljivo usporavanje rasta u odnosu na ostvarenja iz proteklih godina. Nastavilo se slabljenje rasta gospodarske aktivnosti u Kini potaknuto akumuliranim makroekonomskim neravnotežama i trgovinskim sukobom sa SAD-om. Tako je u trećem tromjesečju 2019. rast kineskoga gospodarstva iznosio 6,0% na godišnjoj razini, što je najslabije ostvarenje u proteklih nekoliko desetljeća. Usporavanju rasta u zemljama s tržištima u nastajanju znatno je pridonijelo i usporavanje rasta gospodarske aktivnosti u Indiji potaknuto strukturnim slabostima, posebice u financijskom sektoru, te pad aktivnosti u krizom pogođenim tržištima poput Turske, Irana i Argentine.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Tijekom prvih devet mjeseci 2019. gospodarska aktivnost najvećih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera zamjetno je

oslabijela, posebno kod partnera iz europodručja. Uz već spomenuto usporavanje u Njemačkoj istodobno se nastavio skroman rast talijanskoga gospodarstva, za koje je, nakon tehničke recesije sredinom prošle godine, već četvrto tromjesečje zaredom zabilježen rast od samo 0,1% u odnosu na prethodna tri mjeseca. Slični su bili trendovi u Sloveniji i Austriji, premda je rast u njihovom slučaju još uvijek razmjerno dinamičan. S druge strane, iako su zemlje jugoistočne Europe i dalje ostale najdinamičnije ekonomije među ključnim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima, i njihova su gospodarstva ostvarila nešto sporiji rast u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Početak 2019. obilježio je trend rasta cijene sirove nafte na svjetskom tržištu, koji je zaustavljen sredinom svibnja. Nakon što je tada dosegla 74 USD, cijena barela sirove nafte smanjila se u nastavku godine te se sredinom studenoga kretala oko 63 USD. Na pojeftinjenje sirove nafte djelovali su usporavanje globalnoga gospodarskog rasta i rast proizvodnje u SAD-u. Iako su napadi na naftna postrojenja u Saudijskoj Arabiji sredinom rujna rezultirali snažnim rastom cijene sirove nafte na svjetskom tržištu, cijena se relativno brzo stabilizirala nakon što je ustanovljeno da je nastala šteta manja od prvotnih bojazni.

Cijene sirovina bez energije, nakon rasta u prvih sedam mjeseci, u nastavku godine također su se smanjile, iako su i dalje više nego u istome razdoblju prethodne godine. Recentno je pojeftinjenje bilo široko rasprostranjeno među različitim skupinama sirovina, uključujući prehrambene proizvode, pića, poljoprivredne sirovine i metale.

Nepovoljna kretanja u globalnom gospodarstvu tijekom 2019. rezultirala su i zaokretom u vođenju monetarne politike. Nakon što je u 2018. čak četiri puta povisio ciljane kamatne stope, Fed je u prva tri mjeseca 2019. prvo ostavio ciljane kamatne stope nepromijenjenima, a potom je započeo s ciklusom spuštanja u kojem je do kraja listopada 2019. smanjio stope tri puta. Istodobno je ESB početkom studenoga ponovno uveo program kvantitativnog popuštanja koji je ukinuo krajem prethodne godine.

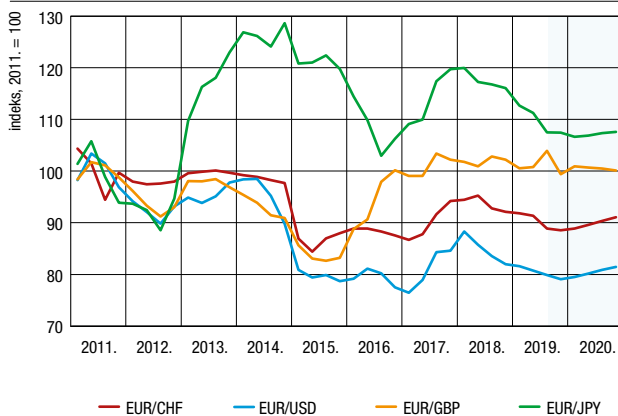
Na svjetskom deviznom tržištu američki je dolar tijekom trećeg tromjesečja 2019., nastavio jačati prema euru. Tako je na kraju studenoga 2019. tečaj dolara prema euru iznosio 1,10 EUR/USD, što je za 3,5% manje u odnosu na kraj lipnja 2019., odnosno za 4,1% manje u odnosu na kraj 2018. Tomu je pridonijela rastuća neizvjesnost glede gospodarskih kretanja u europodručju, posebice Njemačkoj, te rizici povezani s odlaskom Ujedinjene Kraljevine iz EU-a, dok je zaokret u monetarnoj politici Fed-a tijekom 2019. donekle ublažio jačanje dolara. Istodobno je i švicarski franak ojačao prema euru. Tako je tečaj švicarskog franka prema euru na kraju studenoga bio za 1,0% niži nego na kraju lipnja 2019. te je iznosio 1,10 EUR/CHF.

Uvjeti financiranja za europska tržišta u nastajanju, među koje se ubraja i Hrvatska, dodatno su se poboljšali posljednjih nekoliko mjeseci. Indeks EMBI (engl. *Emerging Market Bond Index*) nakon rasta u 2018., zbog jakih se trgovinskih napetosti te kulminacije političke i ekonomske krize u Turskoj, tijekom prvih devet mjeseci 2019. snažno smanjio, pri čemu je smanjenje indeksa EMBI za Hrvatsku bilo zamjetno izraženije u odnosu na europska tržišta u nastajanju.

Projicirana kretanja

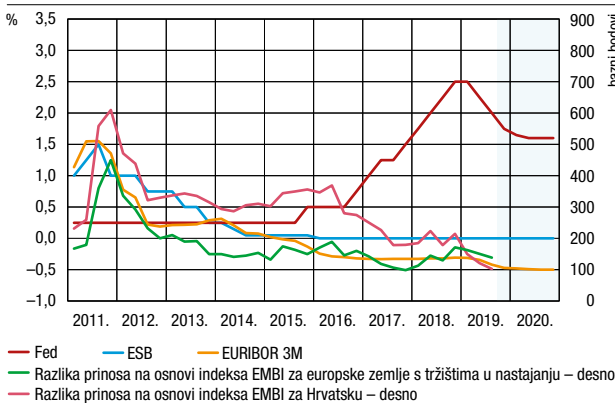
Očekuje se neujednačeno ubrzanje rasta svjetskoga gospodarstva u 2020. nakon sinkroniziranog i široko rasprostranjenog usporavanja u 2019. godini. Tako bi rast u razvijenim zemljama u 2020. mogao ostati nepromijenjen u usporedbi s 2019., dok bi se rast u zemljama s tržištima u nastajanju sljedeće godine

Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.
Izvori: Eurostat; Foreign Exchange Consensus Forecasts (studenj 2019.)

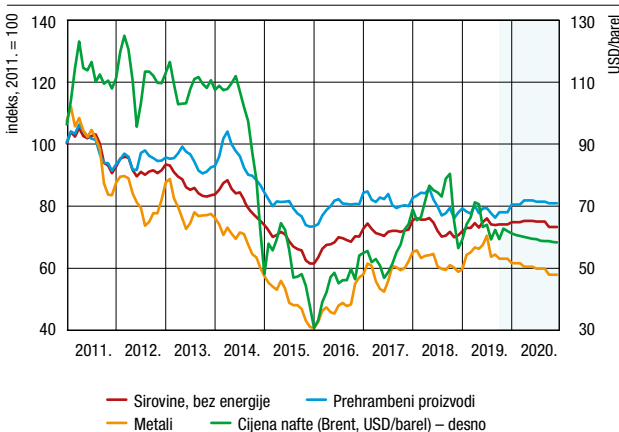
Slika 2.3. Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih zemalja s tržištima u nastajanju kraj razdoblja



Napomena: Podaci za ESB odnose se na kamatnu stopu na glavne operacije refinanciranja kod ESB-a (engl. *main refinancing rate*), dok se podaci za Fed odnose na gornju ciljanu granicu raspona kamatnih stopa na prekonoćne međubankovne kredite (engl. *federal funds rate*).

Izvor: Bloomberg (prognoza), 18. studenoga 2019.

Slika 2.4. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



Izvori: MMF (listopad 2019.); cijene nafte: Bloomberg (*Brent crude oil futures*, 14. studenoga 2019.); ocjene HNB-a

mogao primjetno ubrzati zahvaljujući oporavku krizom pogode-
nih tržišta poput Irana, Argentine i Turske te jačanju dinamike
rasta u onim zemljama kod kojih je u 2019. zabilježeno snažno
usporavanje, što se posebice odnosi na Indiju. U uvjetima brže-
ga globalnog gospodarskog rasta i rasta investicijske potražnje u
zemljama s tržištima u nastajanju očekuje se i oporavak rasta vo-
lumena svjetske trgovine u 2020., nakon izrazitog usporavanja u
prethodnoj godini. Prosječni tečaj američkog dolara prema euru
mogao bi u 2020. ostati nepromijenjen u odnosu na prethodnu
godinu. Nadalje, očekuje se pad cijene sirove nafte, dok bi cijene
ostalih sirovina bez energenata mogle blago porasti.

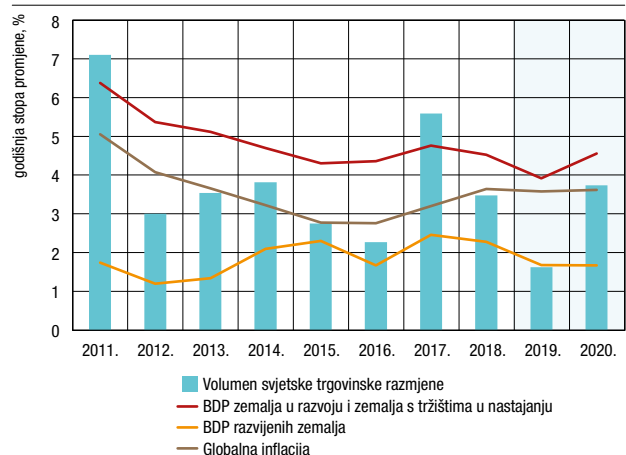
Prema očekivanjima objavljenima u *Foreign Exchange Con-
sensus Forecast* iz studenoga 2019. prosječni tečaj američkog
dolara prema euru u 2020. mogao bi ostati nepromijenjen u
odnosu na 2019. te iznositi 1,12 EUR/USD (Slika 2.2.). Kada
je riječ o švicarskom franku, prosječni bi tečaj u 2020. mogao
iznositi 1,11 EUR/CHF, isto kao u 2019. godini.

Fed je na posljednjem sastanku u listopadu signalizirao mo-
gućnost zaustavljanja daljnjeg labavljenja monetarne politike.
Tako tržišta trenutačno očekuju da Fed do ljeta 2020. ciljane
kamatne stope neće mijenjati, a s približavanjem kraja sljedeće
godine ipak se očekuje još jedno spužtanje (Slika 2.3.). Istodob-
no se očekuje nastavak izrazito ekspanzivne monetarne politike
ESB-a.

Cijena sirove nafte na terminskom tržištu pokazuje da bi se
cijena sirove nafte do kraja tekuće godine mogla blago smanjiti,
a dodatno smanjenje očekuje se i u 2020. godini (Slika 2.4.).
Tome poglavito pridonose slabiji izgledi globalnoga gospodar-
skog rasta i posljedični sporiji rast potražnje za sirovom naftom
u odnosu na prethodna očekivanja. S druge strane, prosječna
cijena ostalih sirovina u cijeloj bi 2019. mogla blago porasti na
godišnjoj razini zbog rasta cijena metala. U 2020. godini očeku-
je se nastavak rasta cijena sirovina bez energije, što se prije svega
odnosi na cijene prehrambenih proizvoda i pića.

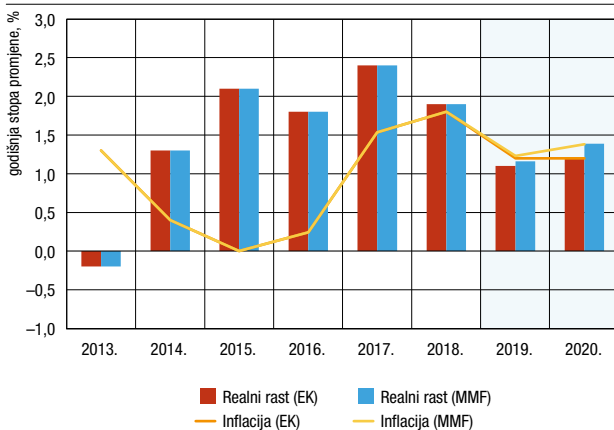
Prema posljednjim projekcijama MMF-a (WEO, listopad
2019.) rast svjetskoga gospodarstva mogao bi se naglašeno us-
poriti u 2019., na 3,0% (s 3,6% u 2018.), što je najniža stopa
rasta još od svjetske financijske krize, a u 2020. mogao bi se
ubrzati na 3,4%. Pritom bi rast mogao ostati neuravnotežen i
izložen neizvjesnosti i izraženim negativnim rizicima. Naime, s
jedne strane, gospodarski rast zemalja s tržištima u nastajanju
mogao bi se oporaviti, dok bi se rast razvijenih zemalja mogao
zadržati na ocijenjenoj razini iz 2019., uz tek neznatno ubrzanje

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



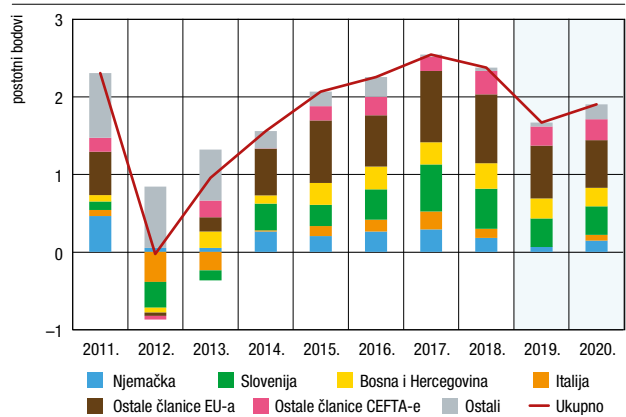
Izvor: MMF (WEO, listopad 2019.)

Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (WEO, listopad 2019.); EK (studeni 2019.)

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 upotrijebljeni njihovi udjeli u hrvatskom robnom izvozu.

Izvor: MMF (WEO, listopad 2019.)

inflacije (Slika 2.5.). S druge strane, projekcije Europske komisije znatno su opreznije te se tako u 2020. očekuje tek neznatno ubrzanje globalnog rasta, na 3,0% s 2,9% u 2019. Uvjeti financiranja mogli bi i dalje ostati povoljni zahvaljujući akomodativnim monetarnim uvjetima koji prevladavaju u većini velikih gospodarstava.

Kada je riječ o europodručju, MMF ocjenjuje da bi se gospodarski rast mogao znatno usporiti, s 1,9% u 2018. na 1,2% u 2019. te se sljedeće godine blago oporaviti na 1,4% (Slika 2.6.). Nešto novije projekcije Europske komisije iz listopada na tragu su MMF-ovih očekivanja za 2019. (projicirani rast iznosi 1,1% u 2019.), ali su, uzevši u obzir ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju, nešto konzervativnije glede oporavka u 2020. (rast u 2020. iznosi 1,2%). Rast europodručja u 2019. mogla bi obilježiti divergentna kretanja među najvećim članicama. Tako projekcija rasta za Njemačku u 2019. iznosi samo 0,5% na godišnjoj razini, dok bi talijansko gospodarstvo moglo stagnirati. S druge strane, gospodarski rast Francuske i Španjolske mogao bi i dalje ostati razmjerno dinamičan. Inflacija bi u europodručju mogla ostati ispod ciljane razine ESB-a te se očekuje daljnje slabljenje inflacijskih pritisaka (prema posljednjim projekcijama ESB-a, nakon 1,8% u 2018. godini, u 2019. se očekuje inflacija od 1,2% uz daljnji pad u 2020. na 1,0%).

MMF očekuje da će se gospodarski rast SAD-a, nakon 2,9% u 2018., što je najviša stopa rasta u proteklih nekoliko godina, primjetljivo usporiti, na 2,4% u 2019. odnosno 2,1% u 2020. godini. Usporavanje rasta i konvergencija prema potencijalnoj stopi rasta uglavnom se očekuju zbog promjene karaktera do sada ekspanzivne fiskalne politike, strukturnih ograničenja na tržištu rada i nepovoljnih učinaka trgovinskog sukoba s Kinom.

Pritom bi najveći doprinos rastu i dalje trebao dati nastavak rasta osobne potrošnje, dok bi doprinos inozemne potražnje trebao ostati negativan uz izražene pritiske na realnu aprecijaciju američkog dolara.

U skladu s opisanim trendovima u globalnom gospodarstvu i trgovini očekuje se da će se nakon usporavanja u 2019. rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima sljedeće godine tek blago oporaviti, ali bi trebao ostati znatno ispod razina ostvarenih u razdoblju od 2015. do 2018. godine (Slika 2.7.). Opisana su kretanja uglavnom odraz očekivanog slabljenja potražnje vanjskotrgovinskih partnera iz europodručja i ostatka EU-a, posebice Njemačke i Italije. Mogući učinci prelijevanja izrazitijega negativnog impulsa inozemne potražnje na domaću gospodarsku aktivnost, koje može biti praćeno rastom premije za rizik, detaljnije se razmatraju u Okviru 1. Procjena učinaka potencijalnoga izraženog pada inozemne potražnje i rasta percepcije rizičnosti na hrvatsko gospodarstvo.

Izgledi globalnoga gospodarskog rasta u projekcijskom razdoblju uglavnom su izloženi negativnim rizicima. Neizvjesnost glede izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a i nadalje je prisutna. Značajan rizik čini moguće snažnije usporavanje gospodarskog rasta u Kini. Kada je riječ o trgovinskim pregovorima između Kine i SAD-a, zabilježen je određeni napredak s postizanjem dogovora o trgovini poljoprivrednim proizvodima, ali tek slijedi teži dio, odnosno dogovor vezan uz intelektualna prava vlasništva i subvencije u industrijskoj proizvodnji. Osim toga, postoji rizik da se pad industrijske proizvodnje i problemi u prerađivačkom sektoru u Njemačkoj puno brže i snažnije preliju na uslužni sektor i tržište rada.

Okvir 1. Procjena učinaka potencijalnoga izraženog pada inozemne potražnje i rasta percepcije rizičnosti na hrvatsko gospodarstvo

U odnosu na posljednju projekciju HNB-a u globalnom i europskom gospodarstvu došlo je do porasta neizvjesnosti zbog rizika vezanih uz usporavanje rasta globalnoga gospodarstva i porasta vjerojatnosti recesije u glavnim trgovinskim partnerima Hrvatske. U takvim uvjetima važno je ocijeniti koliko bi potencijalna materijalizacija spomenutih rizika mogla utjecati na gospodarski rast u Hrvatskoj. U ovome se okviru stoga prikazuju rezultati

simulacije dvaju alternativnih scenarija, koji se temelje na makroekonometrijskom modelu PACMAN. U prvom alternativnom scenariju pretpostavlja se jednogodišnja recesija u glavnim trgovinskim partnerima Hrvatske, bez pritisaka na porast premije za rizik koja povisuje cijenu zaduživanja. U drugom se alternativnom scenariju pretpostavlja da negativna gospodarska kretanja dovede i do porasta premije za rizik. Rezultati simulacije pokazuju da

se glavnina utjecaja šoka u oba alternativna scenarija očekuje u prvoj godini, pri čemu bi rast BDP-a bio približno za 1,6 postotnih bodova niži u odnosu na osnovni scenarij. U drugoj godini alternativni scenariji rezultiraju tek nešto nižom stopom rasta u odnosu na osnovni scenarij. Najznačajniji kanali djelovanja vanjskih šokova u oba alternativna scenarija očituju se kao zamjetan pad izvoza u prvoj godini, uz blagi oporavak u drugoj godini, te nešto niže stope rasta investicija i osobne potrošnje u obje godine.

Zbog sve izraženijih znakova gospodarskog usporavanja u proteklom su razdoblju snižene prognoze globalnog i gospodarskog rasta europodručja i EU-a. Takvi trendovi povećali su zabrinutost glede potencijalne realizacije negativnih rizika, odnosno nastavka ili produbljivanja nepovoljnih realnih gospodarskih kretanja. Pritom se kao ključan rizik za Hrvatsku izdvajaju slabi gospodarski rezultati najvećih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, Italije i Njemačke, koji mogu dovesti do prelijevanja negativnih impulsa inozemne potražnje na domaću gospodarsku aktivnost. Ako slabi gospodarski rezultati povećaju percepciju rizika investitora na financijskim tržištima, uz nepovoljan šok inozemne potražnje za proizvodima i uslugama proizvedenima ili ponuđenima u Hrvatskoj, može doći i do porasta premije za rizik, koja se očituje u rastu CDS-a (engl. *credit default swap*) na hrvatske državne obveznice. U uvjetima visoke zaduženosti, posebice javnog sektora, rast troškova zaduživanja zbog rasta premije za rizik dodatno bi pojačao učinke negativnih šokova u domaćem gospodarstvu. Uzimajući u obzir te rizike, simulirani su makroekonomski učinci dvaju alternativnih nepovoljnih scenarija.

U prvom alternativnom scenariju (AS1) pretpostavlja se pad inozemne potražnje koji nije praćen rastom premije za rizik. Zamisljeni scenarij predviđa pad globalne potražnje od 1% na godišnjoj razini uz sljedeću dinamiku po tromjesečjima: -0,4%, -1,2%, -1,2% i -1,1%. Takav alternativni scenarij implicira pad globalne potražnje od 3,5 postotnih bodova u odnosu na osnovni scenarij. Navedene pretpostavke uključuju recesiju u glavnim hrvatskim trgovinskim partnerima koja je po intenzitetu između recesije zbog financijske krize iz 2008. i usporavanja realne aktivnosti u 2012. godini. Glavni kanal prijenosa vanjskog šoka u ovom scenariju jest pad potražnje za izvozom.

U drugom alternativnom scenariju (AS2) pretpostavlja se da, osim pada inozemne potražnje, dolazi i do rasta premije za rizik, pri čemu se pretpostavlja da je u svakom tromjesečju u prvoj

godini premija za rizik (CDS) za 200 baznih bodova viša u odnosu na osnovni scenarij. U ovom se scenariju, osim pada izvoza, očekuju i negativni učinci rasta premije za rizik koji se prvenstveno očituju u porastu troškova zaduživanja za privatni sektor, koji dovodi do pada investicija te, manjim dijelom, osobne potrošnje.

Ocijenjeni učinci navedenih alternativnih scenarija na hrvatsko gospodarstvo proizlaze iz makroekonometrijskog modela PACMAN¹ (engl. *Policy Analysis Croatian Macroeconomic Model*). Dobiveni rezultati prikazani su kao razlika između projiciranih vrijednosti glavnih makroekonomskih pokazatelja u alternativnim scenarijima AS1 i AS2 i njihovih projiciranih vrijednosti u osnovnom scenariju (Tablica 1.).

Tablica 1. Odstupanja u alternativnim scenarijima od vrijednosti u osnovnom scenariju, u postotnim bodovima

Varijabla/scenarij	1. godina		2. godina	
	AS1	AS2	AS1	AS2
Bruto domaći proizvod	-1,60	-1,60	-0,03	-0,06
Osobna potrošnja	-0,10	-0,10	-0,04	-0,05
Investicije u kapital	-0,22	-0,25	-0,72	-0,90
Izvoz robe i usluga	-6,80	-6,80	-0,92	-0,92
Uvoz robe i usluga	-2,11	-2,12	-1,69	-1,72

Napomena: Vrijednosti u tablici prikazuju odstupanja stope rasta u hipotetičnim alternativnim scenarijima u odnosu na osnovni scenarij iz projekcije HNB-a.

Rezultati simulacije pokazuju da bi u prvoj godini u oba alternativna scenarija gospodarski rast u Hrvatskoj bio za 1,6 postotnih bodova manji nego u osnovnom scenariju. U drugoj bi godini gospodarski rast bio za 0,03 postotna boda manji u prvom u usporedbi s osnovnim scenarijem, odnosno za 0,06 postotnih bodova manji u drugom u usporedbi s osnovnim scenarijem. Najznačajniji kanali djelovanja vanjskih šokova u oba alternativna scenarija očituju se kao znatan pad izvoza u prvoj godini, uz blagi oporavak u drugoj godini, te nešto niže stope rasta investicija i osobne potrošnje u obje godine. Zbog visoke uvozne komponente osobne potrošnje, investicija, ali i samog izvoza, u oba alternativna scenarija dolazi i do usporavanja stope rasta uvoza u odnosu na osnovni scenarij, što poništava dio učinaka šoka pada inozemne potražnje na neto izvoz.

¹ U simulaciji učinaka alternativnih scenarija upotrijebljene su projekcije rasta domaćeg proizvoda za 2019. i 2020. godinu i prognoze rasta globalnog BDP-a iz prvog tromjesečja 2019. godine. Baza podataka ažurirana je u veljači 2019. godine. Prvo je simulacijsko razdoblje prvo tromjesečje 2019. godine.

3. Agregatna ponuda i potražnja

Realna gospodarska aktivnost povećala se u trećem tromjesečju za 0,8% u odnosu na prethodna tri mjeseca, a u drugom je tromjesečju bio ostvaren rast od 0,5%. Dostupni mjesečni podaci za listopad upućuju na to da se gospodarstvo nastavilo povećavati i u posljednjem tromjesečju 2019., ali sporije nego u prethodnom dijelu godine.

Intenziviranje gospodarske aktivnosti tijekom trećeg tromjesečja rezultiralo je višom godišnjom stopom gospodarskog rasta te se realni BDP, u usporedbi s istim razdobljem 2018. godine, povećao za 2,9% (2,4% u prethodnom tromjesečju). Takvim su kretanjima pridonijeli rast izvoza robe i usluga, a podjednaki pozitivan doprinos dale su i sastavnice domaće potražnje. Rast uvoza robe i usluga snažno se usporio pa je doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u trećem tromjesečju bio pozitivan.

Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje da je bruto dodana vrijednost u trećem tromjesečju porasla za 2,7% u odnosu na isto razdoblje protekle godine, pri čemu se BDV najviše

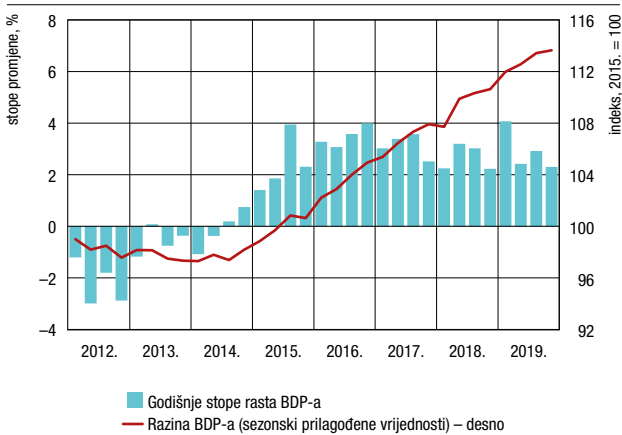
povećao u građevinarstvu te djelatnostima poljoprivrede, šumarstva i ribarstva.

Agregatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga u trećem je tromjesečju 2019. nastavio rasti treće tromjesečje zaredom, a povećao se za 1,2% u odnosu na prethodna tri mjeseca. Promatra li se na godišnjoj razini, rast izvoza ubrzao se u trećem tromjesečju na 4,7%, s 3,3% u drugom tromjesečju ove godine. Spomenuti je rast rezultat povoljnih kretanja u robnoj razmjeni, pri čemu nominalni podaci pokazuju kako je od srpnja do rujna ove godine iznimno visoki rast ostvaren u izvozu kapitalnih proizvoda (uglavnom kod ostalih prijevoznih sredstva), a povećanje na tromjesečnoj razini za-bilježeno je i za ostale sastavnice GIG-a, izuzevši intermedijarna dobra.

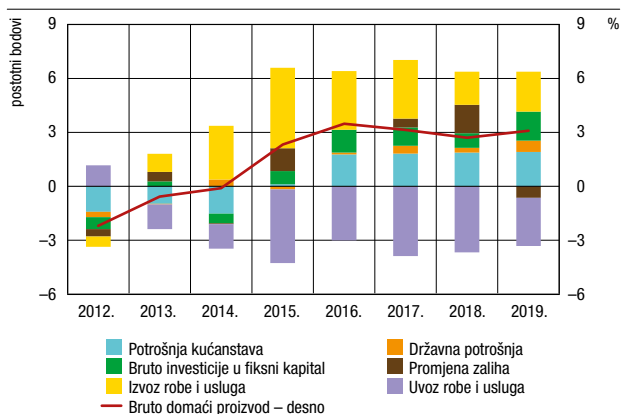
Osobna se potrošnja u trećem tromjesečju 2019. povećala za 0,8% u odnosu na prethodna tri mjeseca, što pokazuje da je njezin mali pad u drugom tromjesečju bio privremen. Povoljna

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod realne vrijednosti



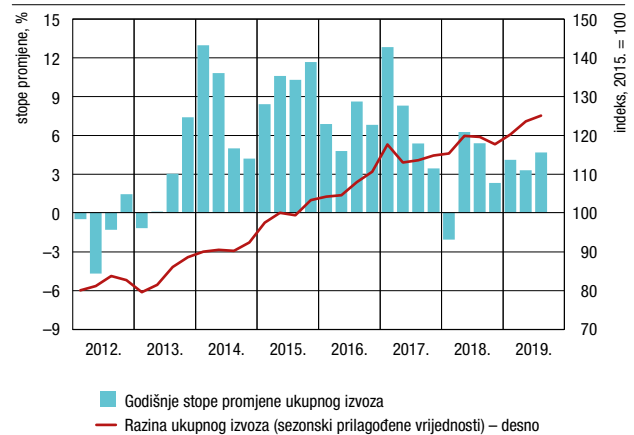
Napomena: Podatak za četvrto tromjesečje 2019. odnosi se na pokazatelj realne aktivnosti HNB-a, procijenjen na temelju podataka objavljenih do 29. studenoga 2019.
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2. Promjena BDP-a doprinosi po sastavnicama



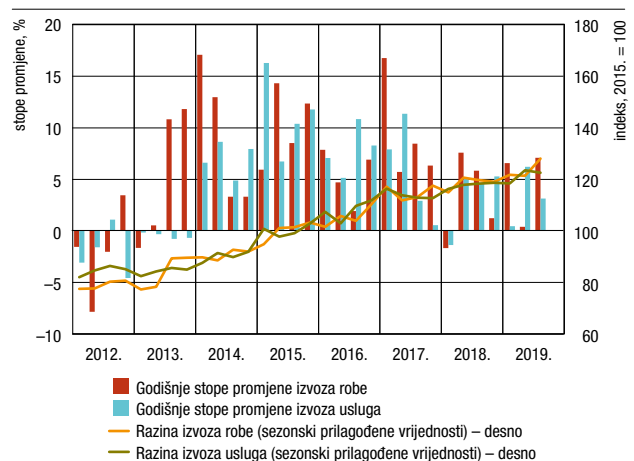
Napomena: Podaci za 2019. odnose se na prva tri tromjesečja.
Izvor: DZS

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga realne vrijednosti



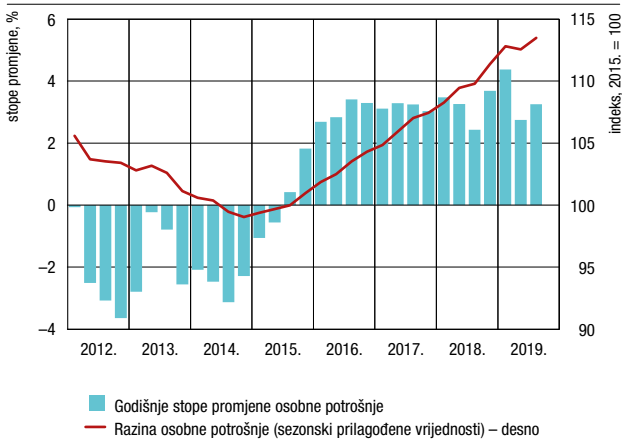
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



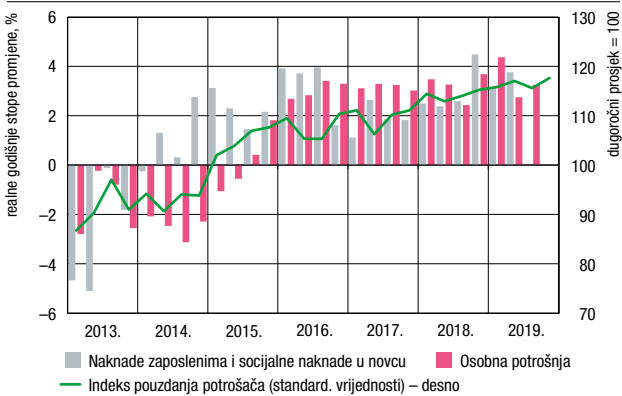
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

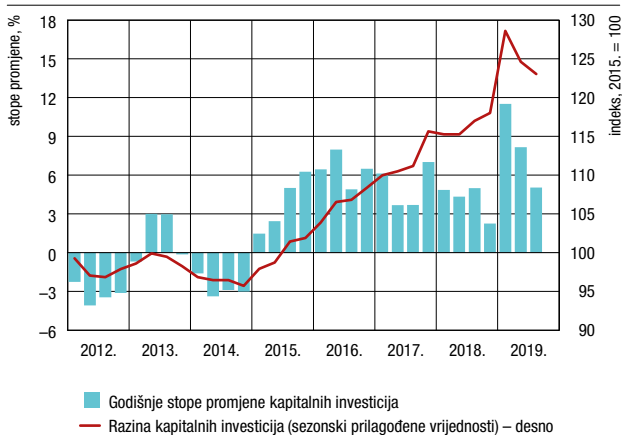
Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeksi



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 2019.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

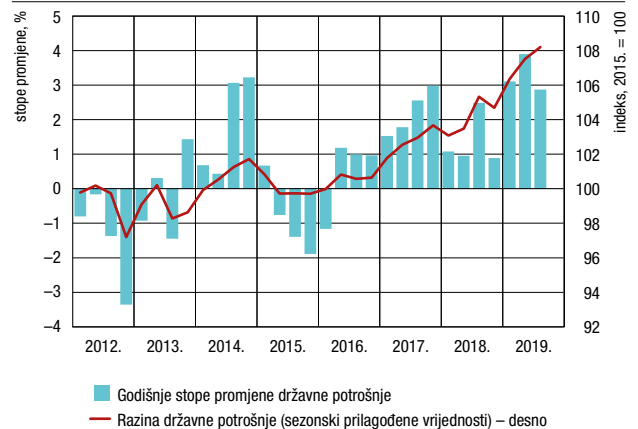
kretanja odražavaju učinke nastavka rasta zaposlenosti i plaća te daljnji rast kreditiranja stanovništva, a dodatno je porastao i indeks pouzdanja potrošača. Na godišnjoj je razini također zabilježeno intenziviranje rasta potrošnje kućanstava, te je stopa njezina rasta iznosila 3,3% (2,7% u drugom tromjesečju).

Investicijska se aktivnost u trećem tromjesečju 2019. nastavlja smanjivati drugo tromjesečje zaredom, nakon vrlo snažnog rasta početkom godine. Zbog toga su se na godišnjoj razini kapitalna ulaganja povećala za 5,0%. Mjesečni pokazatelji o građevinskim radovima na zgradama i ostalim građevinskim objektima, čija je godišnja stopa rasta iznosila oko 7,0%, upućuju na to da je rast investicijske aktivnosti ostvario ne samo privatni sektor nego i opća država.

Tijekom trećeg tromjesečja 2019. nastavio se rast državne potrošnje. Tako je povećanje na tromjesečnoj razini od 0,6% rezultiralo rastom na godišnjoj razini od 2,9%. Pritom nominalni podaci o državnim rashodima upućuju na rast svih glavnih sastavnica državne potrošnje.

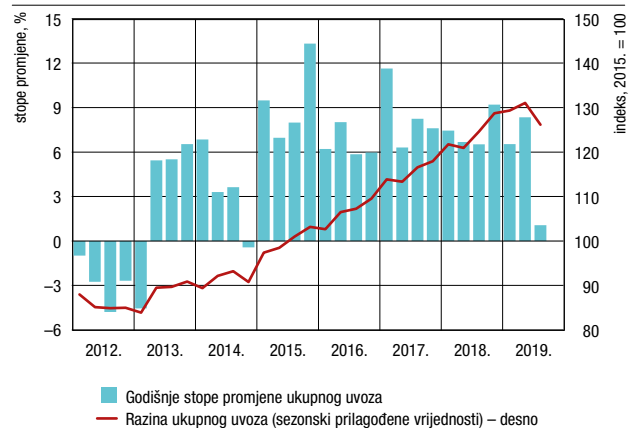
Uvoz robe i usluga smanjio se za 3,7% u trećem tromjesečju 2019. u odnosu na prethodna tri mjeseca, što je najveći pad zabilježen na tromjesečnoj razini još od 2009. godine. Promatrano

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



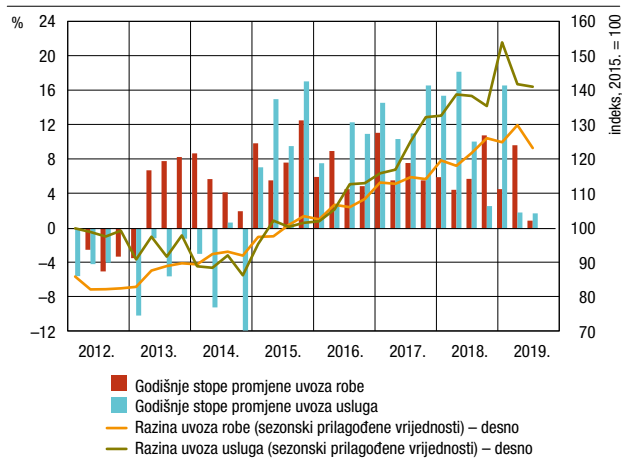
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

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)

na godišnjoj razini, ukupan robni uvoz porastao je u trećem tromjesečju samo za 1,1%. Usporavanje ukupnog uvoza, uz istodobno intenziviranje rasta izvoza robe i usluga, rezultiralo je pozitivnim doprinosom neto inozemne potražnje.

Agregatna ponuda

Rast bruto dodane vrijednosti, koji je započeo 2014., nastao se i u trećem tromjesečju ove godine pa je realni BDV bio veći za 0,6%. Povećanje BDV-a na tromjesečnoj razini zabilježeno je kod svih djelatnosti. Promatra li se na godišnjoj razini, BDV se povećao za 2,7%, a najveći je rast ostvaren u građevinarstvu i djelatnostima poljoprivrede, šumarstva i ribarstva. Ipak, realnom su rastu BDV-a, zbog velikog udjela, najznačajnije pridonijele uslužne djelatnosti iz skupine koju čine trgovina na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje te smještaj, priprema i usluživanje hrane. Pritom je važno spomenuti da je u trećem tromjesečju 2019. povećanje BDV-a jedanaesto tromjesečje zaredom bilo manje od stope po kojoj je rastao BDP (premda je ta razlika bila nešto manja od prosjeka promatranog razdoblja), što znači da je komponenta *porezi – subvencije* rasla brže od stope rasta BDV-a i BDP-a (vidi Okvir 2. Zašto neto porezi na proizvode rastu brže od BDP-a?).

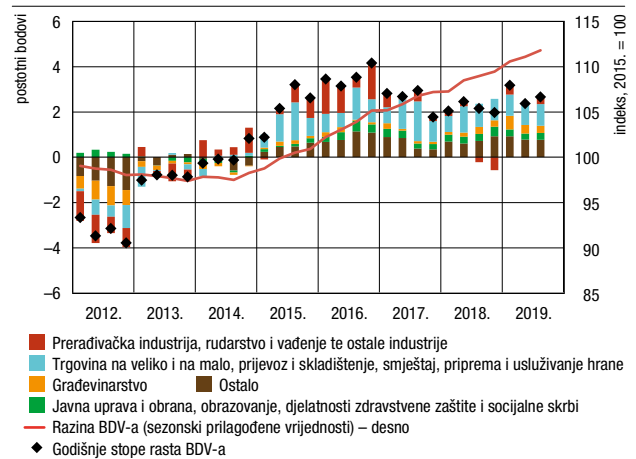
Model brze procjene BDP-a na temelju mjesečnih podataka, koji su dostupni uglavnom samo za listopad, pokazuje da se u četvrtom tromjesečju 2019. rast gospodarske aktivnosti snažno usporio na tromjesečnoj razini. Industrijska je proizvodnja u listopadu 2019. smanjena za 0,7% u odnosu na ostvarenje iz prethodna tri mjeseca, pri čemu je pad na tromjesečnoj razini zabilježen u svim glavnim industrijskim grupacijama. Istodobno je realni promet od trgovine na malo porastao za 1,2% u usporedbi s ostvarenjem iz prethodna tri mjeseca.

Podaci Ankete o pouzdanju potrošača pokazuju da se potrošački optimizam u listopadu i studenome nastavio poboljšavati te je dosegao najvišu razinu otkada se mjere očekivanja kućanstava. Rast optimizma rezultat je poboljšanja svih sastavnica indeksa. Kada je riječ o poslovnom optimizmu, očekivanja poslovnih subjekata u trgovini i uslugama poboljšala su se na tromjesečnoj razini, u industriji zadržala na razini prethodnog tromjesečja, a u građevinarstvu pogoršala.

Projicirana kretanja

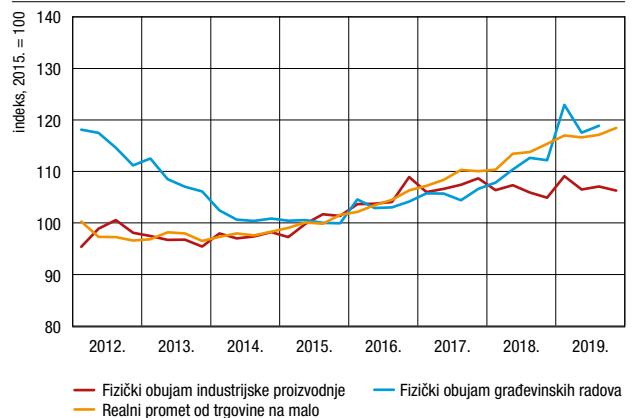
U 2019. očekuje se nastavak rasta gospodarske aktivnosti pa bi realni BDP mogao biti za 3,0% veći nego u 2018., u kojoj

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



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

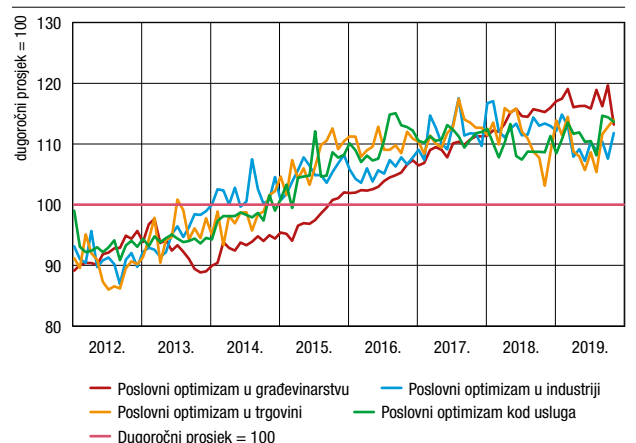
Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2019. za industriju i trgovinu odnose se na listopad.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma standardizirane desezonirane vrijednosti



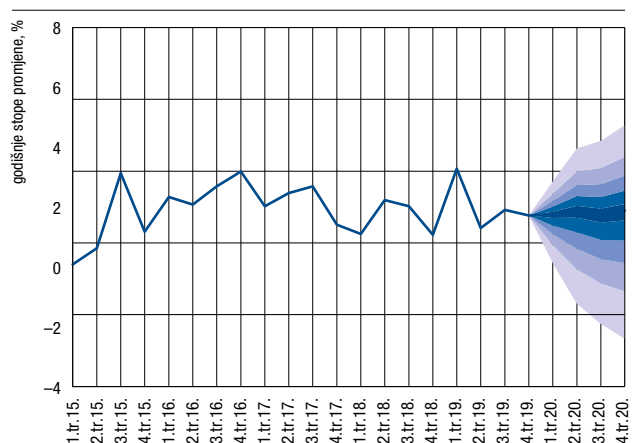
Izvori: Ipsos; HNB (sezonska prilagodba HNB-a)

je stopa rasta iznosila 2,7%. Očekivano intenziviranje gospodarskog rasta uglavnom odražava snažniji rast domaće potražnje, a porastao je i doprinos ukupnog izvoza.

Rast ukupnog izvoza mogao bi se u 2019. kretati sličnom dinamikom kao i prethodne godine (3,7%). Pritom se očekuju manji rast izvoza usluga i snažniji rast robnog izvoza nego prošle godine. Povoljnije kretanje robnog izvoza uglavnom je posljedica iznimno dobrih rezultata izvoza brodova i farmaceutskih proizvoda u trećem tromjesečju ove godine. Najveći pozitivan doprinos realnom rastu BDP-a od svih sastavnica BDP-a mogla bi dati osobna potrošnja, čija bi stopa rasta u 2019. mogla biti viša nego lani (3,5% u odnosu na 3,2% u 2018.). Ubrzanje rasta osobne potrošnje rezultat je nastavka povoljnih kretanja na tržištu rada i rasta plaća, snažnoga kreditiranja stanovništva i potrošačkog optimizma koji je na rekordno visokoj razini. Nadalje, značajan doprinos gospodarskom rastu u 2019. mogao bi dati rast kapitalnih ulaganja. Ostvarenja u prva tri tromjesečja upućuju na to da bi stopa rasta investicija u 2019. mogla biti 8,2%, što je dvostruko više nego lani, kada je stopa rasta iznosila 4,1%. Usto se očekuje povećanje ulaganja ne samo privatnog nego i javnog sektora. Državna potrošnja mogla bi se ove godine povećati za 3,2%, što je također viša stopa rasta od lanjskog ostvarenja (1,3%). Stopa rasta ukupnog uvoza mogla bi na razini 2019. biti zamjetno niža od ostvarenja iz prethodne godine (5,3% prema 7,5%), pri čemu se usporevanje ogleda u iznimno niskom rastu uvoza robe i usluga tijekom trećeg tromjesečja ove godine. Tako bi negativan doprinos neto inozemne potražnje realnom rastu BDP-a u 2019. mogao biti znatno manji nego je bio 2018. godine (-0,8 postotnih bodova, u odnosu na -1,8 postotnih bodova u 2018. godini).

Gospodarska aktivnost mogla bi se u 2020. povećavati nešto slabijom dinamikom nego godinu dana prije, pa bi stopa rasta realnog BDP-a mogla iznositi 2,8%. Blago je usporevanje odraz sporijeg rasta izvoza i domaće potražnje. Iako se očekuje snažniji rast potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera, na stopu rasta izvoza nepovoljno bi mogao djelovati bazni učinak, odnosno jednokratni znatno viši izvoz pojedinih kategorija proizvoda u 2019. godini. Investicijska aktivnost mogla bi nastaviti rasti po relativno visokim stopama, ali ipak nešto nižim nego prethodne godine. S druge strane, očekuje se blago ubrzanje rasta osobne potrošnje pod utjecajem nastavka povećavanja zaposlenosti i plaća, poglavito u javnom sektoru, te poreznog rasterećenja. Osim toga, može se očekivati nastavak rasta kreditiranja stanovništva. Tako bi osobna potrošnja mogla i u 2020. dati najveći pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu. Iako bi uvoz mogao rasti nešto sporije nego u 2019., negativan doprinos

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

neto inozemne potražnje rastu BDP-a u 2020. mogao bi se malo povećati.

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja naglašeniji negativni rizici. Najznačajniji negativni rizici proizlaze iz vanjskog okruženja i vezani su uz mogućnost daljnjeg jačanja protekcionizma na globalnoj razini, nepovoljne učinke izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a te mogućnost snažnijeg usporevanja gospodarskog rasta kod najznačajnijih hrvatskih vanjskih trgovinskih partnera. Domaći rizici vezani su u prvom redu uz tržište rada s obzirom na to da projekcija podrazumijeva nastavak rasta zaposlenosti i blago povećanje stope participacije radne snage. Financijski problemi u koncernu Fortenova i brodogradilištima Uljanik i 3. maj značajno su smanjeni, ali i dalje traje njihovo operativno restrukturiranje. Kada je riječ o pozitivnim rizicima, daljnje porezno rasterećenje i nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada mogli bi povoljno utjecati na potrošački optimizam, pa bi tako rast osobne potrošnje mogao biti snažniji od očekivanog. Pozitivni rizici također proizlaze iz mogućnosti da povlačenje sredstava iz fondova EU-a bude snažnije od očekivanog. Također, moguće je da će ostvarenja u turizmu u projekcijskom razdoblju biti bolja od očekivanja, pa bi stopa rasta izvoza turističkih usluga mogla biti nešto viša od projicirane.

Okvir 2. Zašto neto porezi na proizvode rastu brže od BDP-a?

Bruto domaći proizvod i njegova sastavnica neto porezi na proizvode (porezi na proizvode umanjeni za subvencije na proizvode, P-S)² u 2017. i 2018. rasli su po različitim stopama, što upućuje na određene promjene u strukturi gospodarstva. Tako je realna stopa rasta komponente P-S iznosila tih godina u prosjeku oko 6,0%, dok se BDV povećavao za nešto više od 2,0%. Spomenute razlike u kretanjima tih komponenta BDP-a ponajprije su rezultat kretanja prihoda od PDV-a, na koje istodobno utječu promjena porezne baze, promjene poreznih stopa i učinkovitost naplate poreza. Tako nakon 2014. godine omjer PDV-a i BDP-a raste, a time i udio komponente P-S u BDP-u, što je u

najvećoj mjeri posljedica rasta izvoza turističkih usluga.

Podaci o realnim godišnjim stopama rasta BDP-a za Hrvatsku pokazuju da su BDV i komponenta P-S uglavnom rasli sličnim stopama od 2002. do 2007., kao i nakon razdoblja krize, od 2014. do 2016. (Slika 1.). Za vrijeme globalne financijske krize stope rasta komponenta BDP-a značajno su se razlikovale, a razlike u stopama rasta nisu bile ni istog predznaka. Nadalje, nakon 2016. došlo je do značajnih razlika u kretanjima tih komponenta, pri čemu je komponenta P-S rasla znatno brže nego BDV odnosno BDP. Tako je stopa rasta komponente P-S u 2017. i 2018. iznosila u prosjeku oko 6,0%, dok se BDV

2 Prema proizvodnoj metodi bruto domaći proizvod (BDP) jednak je ukupnoj bruto dodanoj vrijednosti svih djelatnosti (BDV), uvećanoj za komponentu neto porezi na proizvode (porezi umanjeni za subvencije, P-S).

povećao za približno 2,0%.

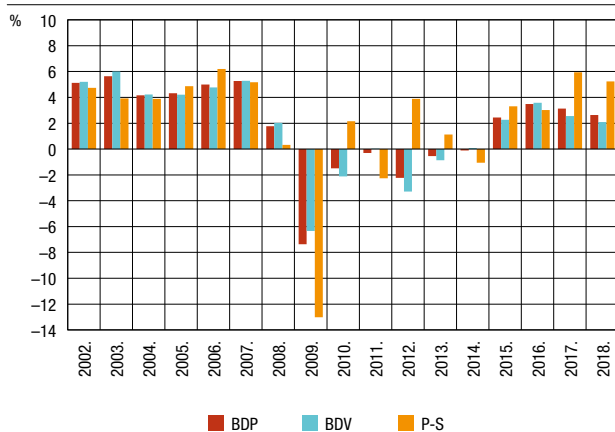
Realna su kretanja pod utjecajem kretanja deflatora, koja su u promatranom razdoblju izrazito kolebljiva (Slika 2.). S obzirom na nekonzistentan utjecaj deflatora, koji u jednoj godini pojačavaju, a u drugoj poništavaju razlike između nominalnih i realnih stopa rasta, u nastavku okvira detaljnije će se analizirati samo nominalni podaci, koji također upućuju na rast udjela komponente P-S u BDP-u (Slika 3.).

Ako se promatraju nominalni podaci o BDP-u, vidljivo je da i dalje postoje velike razlike u godišnjim stopama rasta (Slika 3.). Štoviše, u nekim godinama, primjerice 2015., razlike u nominalnim stopama rasta komponentata BDP-a izraženije su nego razlike u realnim stopama rasta.

Promatraju li se udjeli komponentata P-S i BDV u BDP-u (izraženo u tekućim cijenama) u razdoblju od 2003. do 2018., vidljivo je da je udio komponente P-S u promatranom razdoblju iznosio između 14% i 18% (Slika 4.). Pritom je udio komponente P-S u BDP-u od 2000. do 2011. smanjen sa 17% na 15%, a od 2012. počeo je rasti te je u 2018. iznosio 18%.

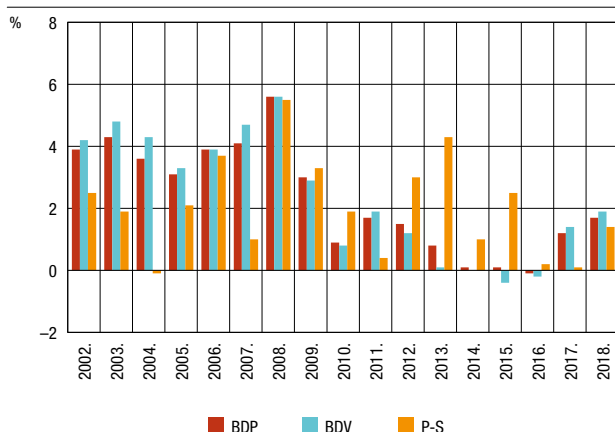
Promatra li se detaljno struktura komponente P-S, porezi na proizvode višestruko nadmašuju subvencije na proizvode

Slika 1. Realne stope rasta BDP-a i njegovih komponentata po proizvodnoj metodi



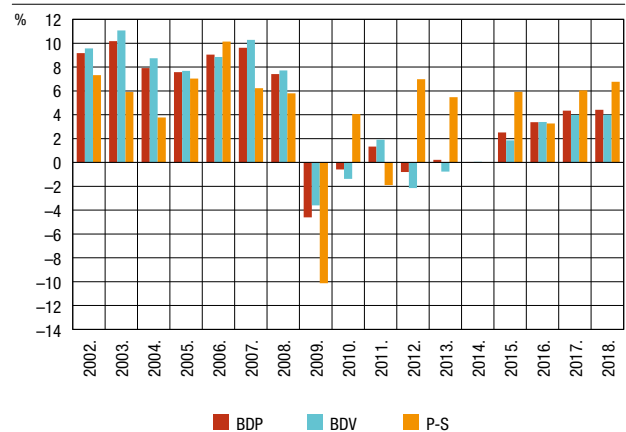
Izvor: Eurostat

Slika 2. Stope rasta deflatora BDP-a i njegovih komponentata po proizvodnoj metodi



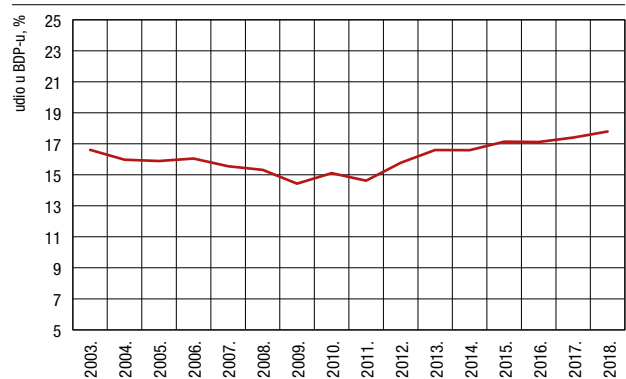
Izvor: Eurostat

Slika 3. Nominalne stope rasta BDP-a i njegovih komponentata po proizvodnoj metodi



Izvor: Eurostat

Slika 4. Udio komponente P-S u BDP-u tekuće cijene



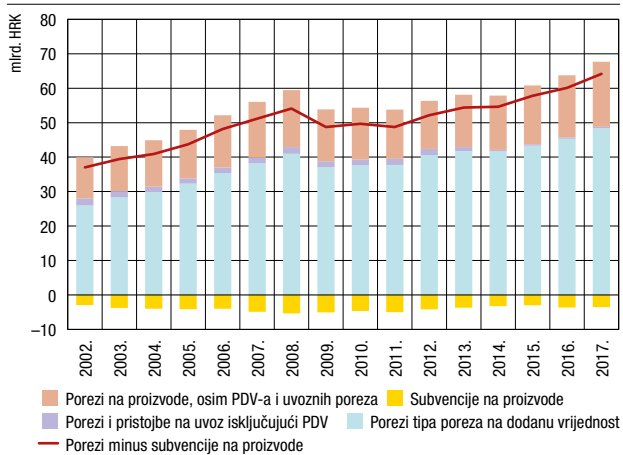
Izvor: Eurostat

(Slika 5.). Prihodi od poreza na proizvode rasli su kontinuirano od 1995. do 2008. godine, ali na početku krize pali su i zatim stagnirali. Ukupni prihodi od poreza na proizvode ponovno su počeli rasti 2012.

Detaljni podaci o poreznim prihodima za Hrvatsku pokazuju da je PDV najvažniji pojedinačni porez na proizvode te je stoga najviše pridonio oscilacijama rasta komponente P-S (Slika 6.). Tako udio PDV-a u ukupnim porezima na proizvode raste sa 65% u 2002. na 71% u 2017. godini. Porezi i pristojbe na uvoz činili su oko 5% poreza na proizvode do ulaska Hrvatske u Europsku uniju, a nakon toga gotovo su u potpunosti iščezli zbog ukidanja carina na uvoz iz zemalja članica EU-a. Udio ostalih poreza na proizvode u ukupnim porezima na proizvode iznosio je 30% u 2002., a malo se smanjio, na 28% u 2017. U strukturi ostalih poreza na proizvode dominiraju trošarine na gorivo (44% u 2017.), zatim posebni porezi na duhanske proizvode (24% u 2017.) te motorna vozila (6% u 2017.).

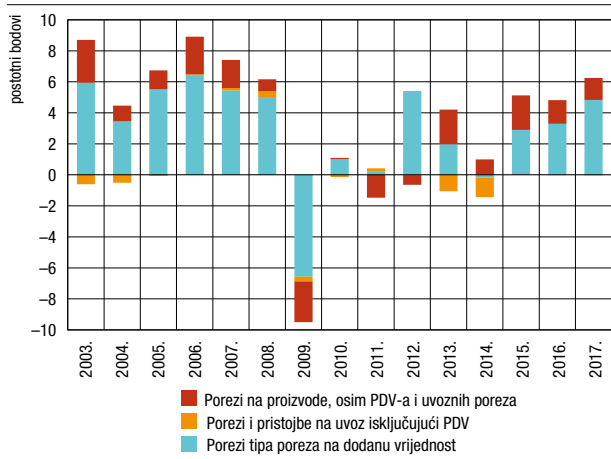
S obzirom na važnost prihoda od PDV-a za komponentu P-S, potrebno je detaljnije analizirati kretanje udjela prihoda od PDV-a u BDP-u. Fiskalni podaci pokazuju kako je udio prihoda od PDV-a u nominalnom BDP-u rastao od 2012. godine (s

Slika 5. Struktura komponente P-S



Izvor: Eurostat, ESA, National Tax List

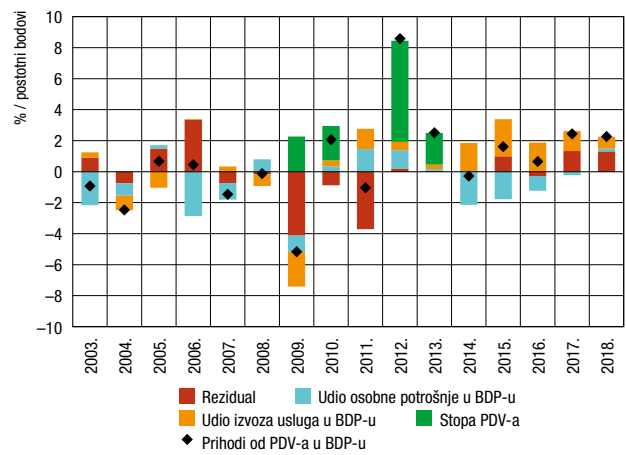
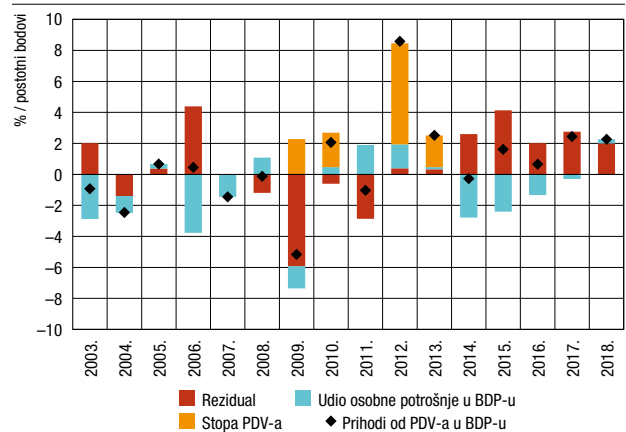
Slika 6. Doprinos rastu godišnjih prihoda od poreza na proizvode



Izvor: ESA, National Tax List

iznimkom 2014., kada je stagnirao). Prema Keen (2013.),³ udio prihoda od PDV-a u BDP-u može se promijeniti zbog tri razloga: promjene porezne baze za prikupljanje PDV-a, promjene porezne stope i promjene učinkovitosti prikupljanja poreza (tzv. C-faktor). Pritom se za poreznu bazu uzima udio osobne potrošnje u BDP-u, dok je koeficijent učinkovitosti naplate PDV-a izračunat kao omjer prihoda od PDV-a i teoretskog maksimuma prihoda od PDV-a (umnožak porezne baze i stope PDV-a). Na taj se koeficijent u ovakvoj analizi može gledati i kao na rezidualnu stavku. Analiza za Hrvatsku pokazuje da je rast udjela PDV-a u BDP-u u posljednjem razdoblju određen rastom učinkovitosti naplate PDV-a, što može biti posljedica provedbe fiskalizacije u prometu gotovinom, kao i povećanog napora Vlade RH u sprječavanju izbjegavanja plaćanja PDV-a (Slika 7.a.). Pritom treba napomenuti da je zbog nedostupnosti detaljnih podataka o strukturi naplaćenog PDV-a u analizi pri promjeni stope PDV-a uzeta u obzir samo opća stopa PDV-a. Rezidual tako osim učinkovitosti naplate PDV-a obuhvaća i učinke promjene međustopa PDV-a, kao i promjene strukture osobne potrošnje koju čine

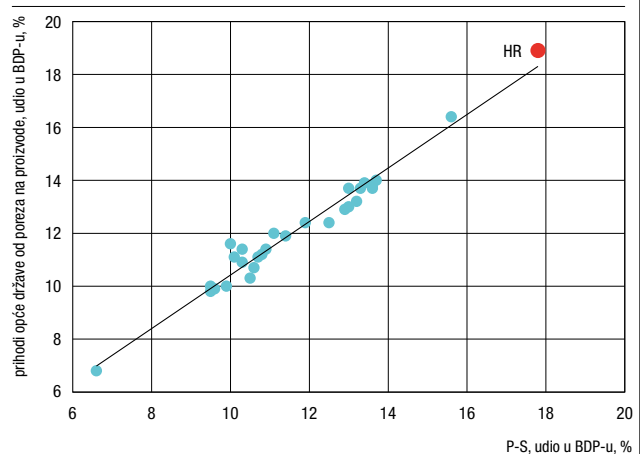
Slike 7.a. i 7.b. Doprinosi promjeni udjela prihoda od PDV-a u BDP-u



Napomena: Budući da su porezne stope u 2009. i 2012. promijenjene u tijeku godine, efektivne su opće porezne stope za 2009. i 2012. procijenjene.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 8. Odnos prihoda opće države od poreza na proizvode i komponente P-S za 28 zemalja EU-a u 2018.



Izvor: Eurostat

dobra i usluge s različitim međustopama PDV-a. Opća stopa PDV-a u promatranom razdoblju mijenjala se dva puta: u 2009. (s 22% na 23%) te u 2012. (s 23% na 25%). S obzirom na to da su te porezne izmjene stupile na snagu tijekom godine (1.

kolovoza 2009. i 1. ožujka 2012.), efektivne porezne stope za te godine procijenjene su prema trajanju razdoblja naplate pojedinih stopa u toj godini.

Hrvatsko je gospodarstvo specifično zbog velike ovisnosti o turizmu. Najveći udio hrvatskog izvoza usluga čine turističke usluge, na koje se, u dijelu u kojem su realizirane na domaćem tržištu, naplaćuje PDV, koji se inače ne obračunava na izvoz robe i usluga. Zbog te specifičnosti analiza je prilagođena tako da je izvoz usluga uključen u poreznu bazu (Slika 7.b.). Takva analiza pokazuje da je najsnažniji pozitivan doprinos rastu udjela PDV-a u BDP-u nakon 2014. dao rast izvoza usluga, dok je doprinos osobne potrošnje na početku razdoblja bio negativan, a poslije neutralan. Doprinos učinkovitosti naplate PDV-a ostaje pozitivan, ali znatno manji nego u analizi koja izostavlja izvoz usluga iz porezne baze (stoga izvoz usluga zapravo objašnjava najveći dio reziduala na Slici 7.a.)

Podaci za 28 zemalja EU-a za 2018. godinu upućuju na

visoku povezanost komponente P-S s prihodima opće države od poreza na proizvode. Također, vidljivo je da od svih zemalja EU-a Hrvatska ima najveći omjer prihoda od poreza na proizvode u odnosu na BDP, a stoga i najveći udio komponente P-S u BDP-u (Slika 8.). Takvo se stanje djelomično može objasniti spomenutim izrazito visokim udjelom turizma u gospodarstvu Hrvatske.

Na temelju provedene analize može se zaključiti da P-S i BDP rastu po različitim stopama rasta od 2014. godine, što je u najvećoj mjeri odraz rasta prihoda od poreza na proizvode, i to ponajprije PDV-a, dok je razina subvencija tijekom cijeloga promatranog razdoblja konstantna. Promjena prihoda od PDV-a odražava promjenu porezne baze i poreznih stopa te učinkovitost naplate poreza. Rast omjera prihoda od PDV-a i BDP-a od 2014. godine, a time i komponente P-S u BDP-u, ponajprije je posljedica rasta izvoza turističkih usluga.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

U trećem tromjesečju 2019. prevladavala su razmjerno povoljna kretanja na tržištu rada. Broj zaposlenih povećao se za 0,5% u odnosu na prethodno tromjesečje, pri čemu se pozitivnim doprinosom rastu ističu djelatnosti građevinarstva, uslužne djelatnosti povezane s turizmom, informacije i komunikacije te poslovne usluge. Rast zaposlenosti sličnog intenziteta nastavio se i tijekom listopada 2019. (Slika 4.1.).

Nezaposlenost se tijekom trećeg tromjesečja nastavila smanjivati, nakon što je u drugom tromjesečju 2019. broj nezaposlenih ostao nepromijenjen. Do smanjenja nezaposlenosti ponajprije je došlo zbog novog zapošljavanja, a tek onda zbog brisanja iz evidencije. Pad nezaposlenosti ubrzao se na početku četvrtog tromjesečja, i to ponajprije zbog snažnijeg zapošljavanja iz evidencije HZZ-a. Tako je na kraju listopada (prema desezoniranim podacima) evidentirana 121 tisuća nezaposlenih osoba (Slika 4.2.).

Navedena kretanja nezaposlenosti rezultirala su smanjenjem administrativne stope nezaposlenosti u trećem tromjesečju 2019. na 7,8% radne snage (u odnosu na 8% iz drugog

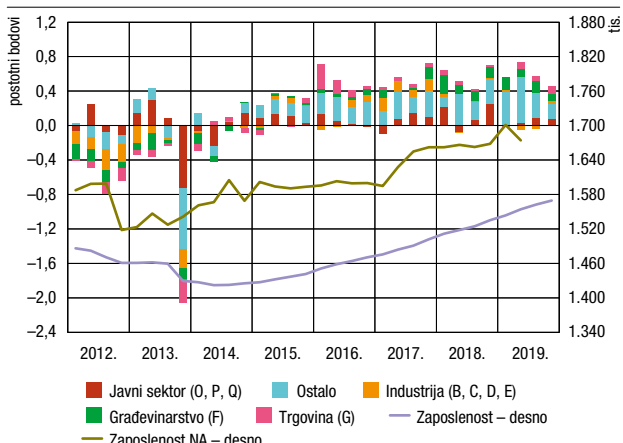
tromjesečja), dok se u listopadu ovaj pokazatelj spustio na 7,4%. U drugom tromjesečju 2019. anketna stopa nezaposlenosti iznosila je 6,6%, a u prvom je tromjesečju bila 6,9% (Slika 4.3.).

Dostupni podaci iz Ankete o radnoj snazi za drugo tromjesečje 2019. upućuju na pad stope zaposlenosti i participacije u odnosu na početak godine, ponajviše zbog smanjenja anketno zaposlenih i nezaposlenih osoba, što bi ipak moglo odražavati samo uobičajene oscilacije na tržištu rada (o odstupanju razine i dinamike zaposlenih osoba iz različitih izvora podataka vidi više u Okviru 4.). Tako se stopa zaposlenosti u drugom tromjesečju spustila na 47,3% radno sposobnog stanovništva (s 48,1%), a stopa participacije (radna snaga u odnosu na radno sposobno stanovništvo) na 50,7% (s 51,4%) (Slika 4.4.).

Plaće i jedinični trošak rada

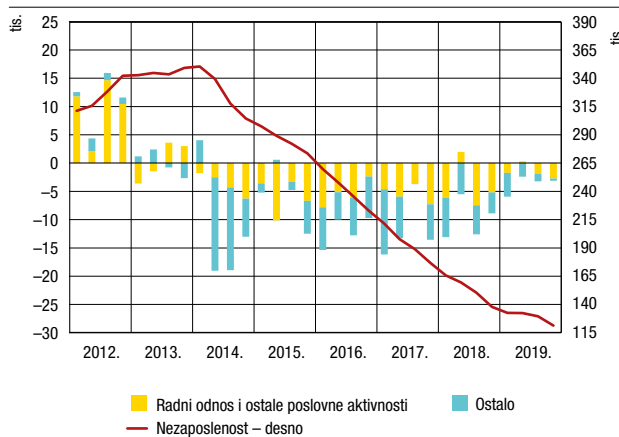
U trećem tromjesečju blago se ubrzao rast plaća. Prosječna nominalna bruto plaća bila je viša za 1,1% u odnosu na prethodna tri mjeseca, pri čemu su plaće malo brže rasle u privatnom nego u javnom sektoru. U listopadu 2019. zamjetno se usporio

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



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na listopad.
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na listopad.
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

rast prosječne nominalne bruto plaće (0,5%) odražavajući stagnaciju plaća u privatnom sektoru s jedne i ubrzanje rasta plaća u javnom sektoru s druge strane (Slika 4.5.). Rast plaća u javnom sektoru u listopadu određen je dogovorom Vlade RH i sindikata javnih službi o povećanju osnovice plaća u državnim i javnim službama iz 2018. godine.

Istodobno je rast realnih plaća na početku četvrtog tromjesečja 2019. bio znatno manje izražen zbog porasta potrošačkih cijena u listopadu u odnosu na prethodna tri mjeseca.

Podaci iz nacionalnih računa za drugo tromjesečje upućuju na snažan porast jediničnih troškova rada, do kojeg je došlo zbog snažnijeg rasta naknada po zaposleniku od rasta proizvodnosti (Slika 4.6.).⁴

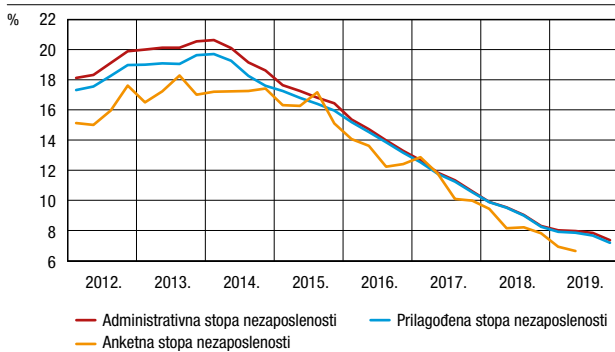
Projicirana kretanja

Prema dostupnim podacima za prvih deset mjeseci na razini cijele 2019. godine očekuje se rast zaposlenosti od 2,3%. Na

povoljna kretanja zaposlenosti upućuju i podaci iz Ankete o poslovnim očekivanjima, prema kojima bi broj zaposlenih u sljedeća tri mjeseca mogao najviše porasti u građevinarstvu i trgovini (Slika 4.7.). Osim toga, očekuje se daljnji pad nezaposlenosti ponajprije zbog zapošljavanja, ali i zbog nastavka iseljavanja radno sposobnog stanovništva, iako slabijeg intenziteta. Tako bi se anketna stopa nezaposlenosti u 2019. mogla sniziti na 6,7%, što bi bio njezin povijesni minimum.

Kada je riječ o trošku rada, u 2019. očekuje se usporavanje godišnjeg rasta nominalne bruto plaće (3,8%) zbog rasta plaća u privatnom sektoru slabijeg od očekivanog. Slabiji rast plaća u privatnom sektoru dijelom odražava promjenu strukture zaposlenih zbog utjecaja novog zapošljavanja, koje je snažnije u sektorima s nižom prosječnom plaćom (više o utjecaju promjene u strukturi zaposlenih na kretanje prosječne nominalne bruto plaće vidi u Okviru 3.). Povećanje iznosa i oblika neoporezivih naknada od 1. siječnja te dodatno povećanje od 1. rujna 2019.

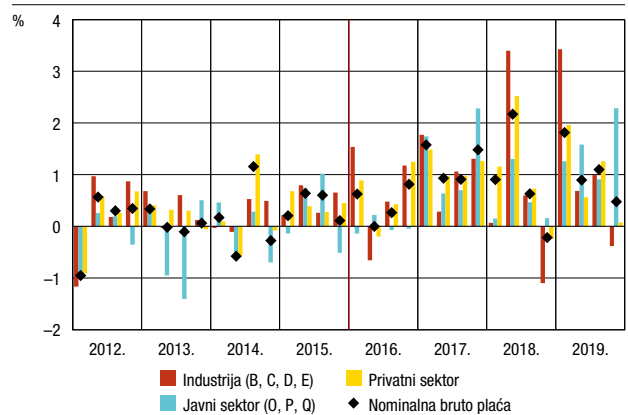
Slika 4.3. Stope nezaposlenosti
sezonski prilagođeni podaci



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. pri izračunu administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS, podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2019. za administrativnu i prilagođenu stopu nezaposlenosti odnose se na listopad.

Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

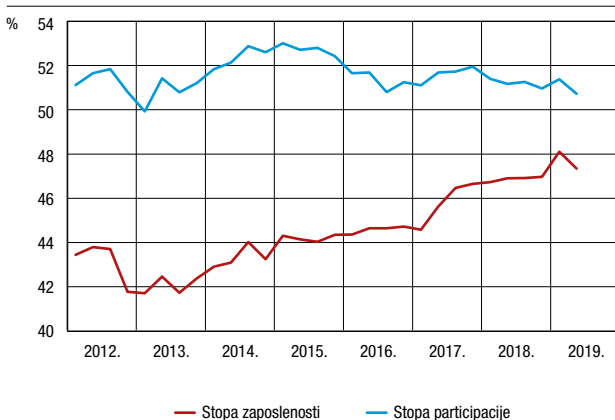
Slika 4.5. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečna stopa promjene



Napomena: Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene iz obrasca RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na listopad.

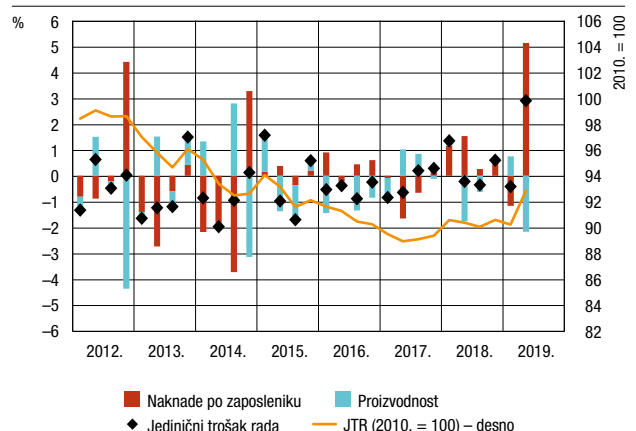
Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

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



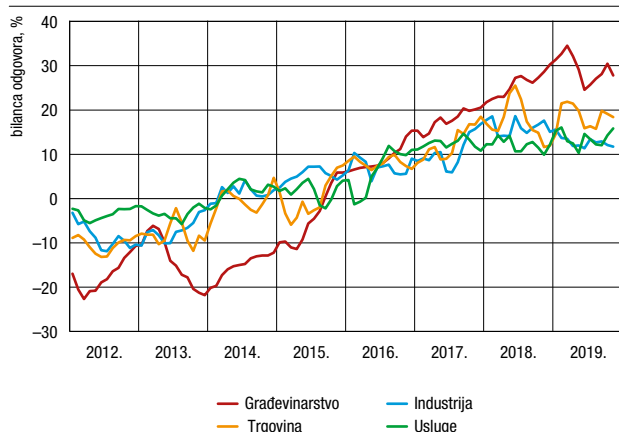
Napomena: Rast proizvodnosti ima negativan predznak.

Izvori: DZS; Eurostat (prilagodba HNB-a)

⁴ U trenutku pisanja, pri izračunu jediničnog troška rada korišteni su revidirani podaci tromjesečnog BDP-a koje je objavio DZS, dok ti isti podaci kao i revidirani podaci o naknadama po zaposleniku nisu objavljeni na Eurostatu. Može se očekivati da će doći i do promjene jediničnog troška rada kada Eurostat objavi revidirane podatke o naknadama po zaposlenom iz nacionalnih računa.

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)

vjerojatno će rezultirati malo manjim povećanjem bruto plaća⁵.

U 2020. godini očekuje se usporavanje rasta broja zaposlenih (1,8%), dok bi se istodobno anketna stopa nezaposlenosti mogla smanjiti na 5,9% radne snage. Kada je riječ o plaćama, u 2020. godini očekuje se zamjetno ubrzanje rasta prosječne

Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2019. i 2020.

godišnje stope promjene

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Broj zaposlenih – HZMO	1,9	1,9	2,3	2,3	1,8
Broj zaposlenih – nacionalni računi	0,3	2,2	1,8	2,3	1,8
Stopa participacije (anketna)	51,3	51,6	51,2	51,6	52,4
Stopa nezaposlenosti (anketna)	13,1	11,2	8,4	6,7	5,9
Prosječna nominalna bruto plaća	1,9	3,9	4,9	3,8	5,4
Jedinični trošak rada	-1,8	-2,0	1,3	2,5	4,3
Proizvodnost	3,2	0,9	0,8	0,7	1,0

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

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

nominalne bruto plaće na 5,4%, i to ponajprije zbog snažnijeg rasta plaća u javnom sektoru, što je rezultat dogovora Vlade RH i sindikata državnih službi o povećanju plaća tri puta po 2% te dogovora sa sindikatima obrazovnog sustava o povećanju koeficijenta složenosti poslova za učitelje i nastavnike. Istodobno se očekuje i ubrzanje rasta plaća u privatnom sektoru, prema manje izraženo.

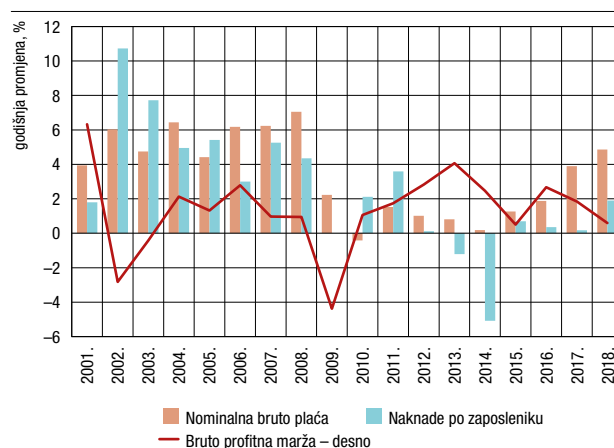
Okvir 3. Utjecaj promjene strukture zaposlenika na prosječnu plaću u Hrvatskoj za razdoblje od 2009. do 2018. godine

Izrazitiji rast plaća u Hrvatskoj zabilježen je tek u 2017. i 2018. godini, unatoč povoljnim makroekonomskim kretanjima kao i sve snažnijim pritiscima na strani ponude rada posljednjih godina. Međutim, iako su se plaće oporavile, njihov je rast i nadalje ispod očekivanog, što se djelomice može objasniti promjenom u strukturi zaposlenika. Naime, snažnije zapošljavanje u djelatnostima s relativno nižom prosječnom plaćom dovodi do slabijeg rasta prosječne plaće u gospodarstvu nego što bi to bio slučaj da nije došlo do promjene u strukturi. Stoga se u okviru najprije konstruira ponderirana prosječna nominalna bruto plaća u razdoblju od 2009. do 2018., nakon čega se ukupna godišnja promjena plaće razdvaja na učinak strukture i učinak cijene. Ocijenjeni utjecaj učinka strukture, iako ne pretjerano izražen, tijekom krize bio je pozitivan, a nakon toga postao je negativan.

Hrvatska posljednjih godina ostvaruje sve snažniji rast plaća zbog gospodarskog oporavka kao i sve izrazitijih manjkova na strani ponude rada povezanih s negativnim demografskim trendovima te neto emigracijom stanovništva nakon pridruživanja Europskoj uniji. U Hrvatskoj je u razdoblju od 2015. do 2018. bruto plaća prosječno rasla po stopi od 3% (Slika 1.). Kada se gledaju naknade po zaposleniku, koje govore o pojedinačnom trošku zaposlenika prema podacima iz nacionalnih računa i čiji je obuhvat veći od bruto plaće, nakon krize one su prosječno ostvarivale godišnji rast od 0,8%.

Promjena u strukturi zaposlenosti zbog izrazitijeg zapošljavanja u slabije plaćenim djelatnostima može usporiti rast prosječne plaće u cijelom gospodarstvu. Primjerice, snažnije zapošljavanje u građevinarstvu, gdje je prosječna plaća niža u odnosu na druge djelatnosti i u kojemu se zapošljavaju i strani

Slika 1. Godišnje stope rasta nominalne bruto plaće 2001. – 2018.



Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

radnici, rezultira manjim rastom prosječne plaće na razini cijele ekonomije.

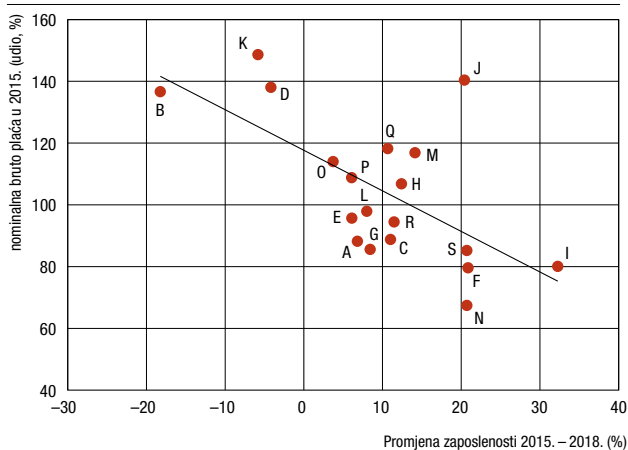
Od 2015. do 2018. zaposlenost se najviše povećala u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane (I) (32,3%), gdje je plaća u 2015. iznosila oko 80% prosječne plaće (Slika 2.). Znanan je i rast zaposlenosti (oko 20%) ostvaren u djelatnostima građevinarstva (F), administrativnim i pomoćnim

⁵ Zbog takve Vladine odluke može se očekivati da će poslodavci vjerojatno povećati neoporezive naknade poput naknada za topli obrok ili prijevoz, koje nisu dio bruto plaće. Stoga, iako će primanja zaposlenika rasti, taj porast neće biti vidljiv u bruto (i neto) plaći.

uslužnim djelatnostima (N), ostalim uslužnim djelatnostima (S) te informacijama i komunikacijama (J). Pritom sve navedene djelatnosti obilježavaju relativno niske prosječne plaće (od 67% do 85% prosječne plaće na razini cijeloga gospodarstva), osim IT sektora (140% prosječne plaće).

Kako bi se ocijenilo koliko ukupna promjena prosječne plaće odražava promjenu plaće, a koliko je ona rezultat promjena strukture zaposlenih, potrebno ju je rastaviti na utjecaj cijene (engl. *price effect*) i utjecaj strukture (engl. *composition effect*), odnosno prosječnu plaću iskazati kao ponderirani prosjek plaća u različitim sektorima, pri čemu su ponderi broj zaposlenih u pojedinim sektorima.

Slika 2. Kumulativna promjena zaposlenosti po djelatnostima NKD-a od 2015. do 2018. (%) i udio plaće po djelatnostima NKD-a u ukupnoj prosječnoj nominalnoj bruto plaći u 2015. (%)



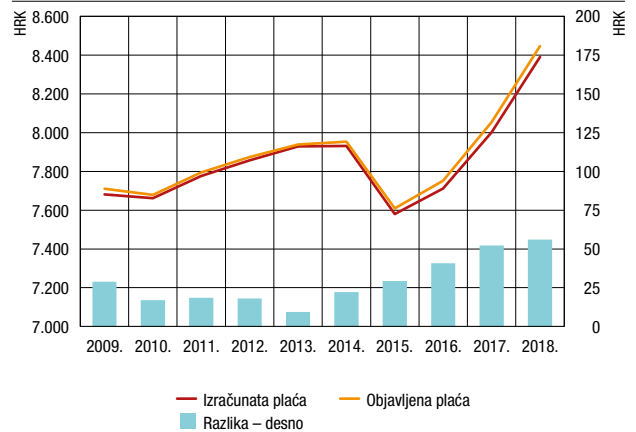
Napomena: Klasifikacija djelatnosti prema NKD2007: A – Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo; B – Rudarstvo i vađenje; C – Prerađivačka industrija; D – Opcrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija; E – Opcrba vodom, uklanjanje otpadnih voda, gospodarenje otpadom te djelatnosti sanacije okoliša; F – Građevinarstvo; G – Trgovina na veliko i malo; popravak motornih vozila i motocikala; H – Prijevoz i skladištenje; I – Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane; J – Informacije i komunikacije; K – Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja; L – Poslovanje nekretninama; M – Stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti; N – Administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti; O – Javna uprava i obrana, obvezno socijalno osiguranje; P – Obrazovanje; Q – Djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi; R – Umjetnost, zabava i rekreacija; S – Ostale uslužne djelatnosti; T – Djelatnosti kućanstava kao poslodavaca, djelatnosti kućanstava koja proizvode različitu robu i obavljaju različite usluge za vlastite potrebe; U – Djelatnosti izvanteritorijalnih organizacija i tijela.

Izvor: DZS

S druge strane, DZS prosječnu plaću računa dijeljenjem ukupnih isplata s brojem zaposlenih. Tako izračunat prosjek može se u određenim slučajevima razlikovati od ponderiranog prosjeka plaća po djelatnostima (primijenjenog u ovoj analizi) zbog specifičnih okolnosti, poput rada zaposlenika kod više poslodavaca, prelaska zaposlenika iz jednog sektora u drugi tijekom mjeseca i dr. Međutim, ta razlika ne bi trebala biti znatna. Na Slici 3.a vidi se kako do 2015. godine gotovo da i nije bilo razlike u prosječnoj plaći izračunatoj na ta dva načina, uz izuzetak 2009. godine, a nakon toga ponderirana je plaća kontinuirano bila niža od objavljene. Razlika je tijekom cijeloga promatranog razdoblja prosječno iznosila 30 kuna ili 0,3% prosječne plaće u 2018. Zbog razlike u izračunu prosječne plaće neznatno se razlikuju i godišnje stope promjene plaća (Slika 3.b).

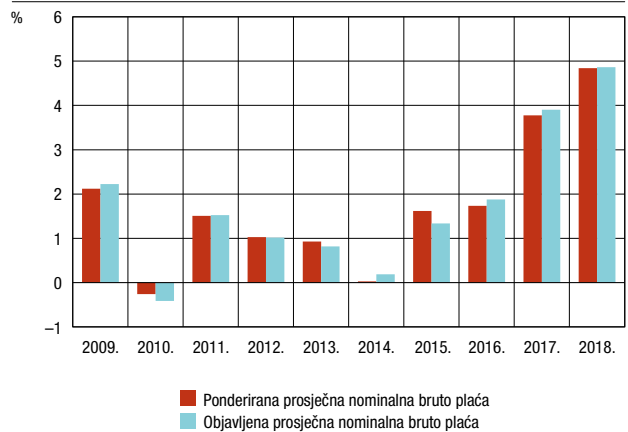
S obzirom na to da kretanje prosječne plaće odražava zajedničke učinke promjene plaća i promjene strukture zaposlenika,

Slika 3.a. Prosječna plaća na razini gospodarstva



Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 3.b. Godišnje stope promjene prosječne plaće



Izvori: DZS; izračun HNB-a

promjena prosječne plaće može iskriviti dojam o pritiscima na porast plaća. Stoga se godišnja promjena ponderirane prosječne nominalne bruto plaće u nastavku razdvaja na učinak cijene, odnosno izračun povećanja prosječne plaće s pretpostavkom zadržavanja strukture zaposlenih iz tekuće godine, i učinak promjene strukture zaposlenih, računajući doprinos promjene strukture zaposlenih prosječnoj plaći držeći pritom prosječne plaće u pojedinim djelatnostima nepromijenjenima na razini iz prethodne godine.⁶ Na taj se način može vidjeti koliko ukupna promjena plaće odražava promjenu prosječnih plaća po djelatnostima, s pretpostavkom nepromijenjene strukture, a koliko je ona rezultat promjena strukture zaposlenih.

Tijekom krize, kompozicijski je učinak povećao prosječnu plaću jer se zaposlenost najviše smanjila u segmentima s nižim plaćama, a smjer njegova djelovanja obrnuo se u razdoblju

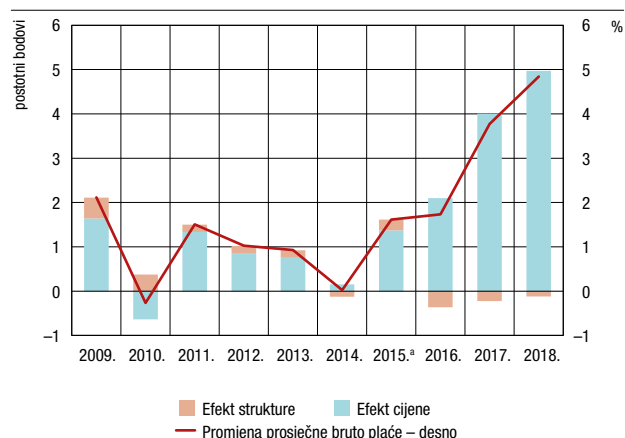
6 Slična metoda dekompozicije često se primjenjivala za varijable (vremenske nizove) u nacionalnim računima, poput finalne potrošnje kućanstava na dobra i usluge. S druge strane, klasična metoda dekompozicije plaća u literaturi je poznata kao Oaxaca-Blinder dekompozicija. Međutim, za Oaxaca-Blinder dekompoziciju potrebni su individualni podaci o zaposlenicima o plaćama, kao i njihovim demografskim karakteristikama (spol, obrazovanje, dob, vrsta ugovora), dok podaci DZS-a o plaćama iz obrasca JOPPD ne sadržavaju takve informacije. Osim toga, HNB raspolaže samo agregatnim podacima koji su objavljeni na službenim stranicama DZS-a.

oporavka. Naime, u krizi je pad zaposlenih bio najizrazitiji u djelatnostima rudarstva i vađenja, građevinarstva i trgovine, pri čemu su prosječne plaće potonjih dviju djelatnosti znatno niže od prosjeka. Osim toga, u krizi su najčešće bez posla ostajali mladi i osobe zaposlene na određeno vrijeme kojima se ugovori nisu produljivali ili su se zamrzavali, a za koje se također može očekivati da imaju malo niže prosječne plaće od zaposlenika s višegodišnjim iskustvom i s ugovorima na neodređeno, premda se taj kompozicijski učinak nije moglo kontrolirati u provedenoj analizi, pa ga i prikazane procjene vjerojatno donekle podcjenjuju.⁷ S druge strane, u razdoblju oporavka zaposlenost je ponajviše porasla u djelatnostima smještaja i hrane te građevinarstva, s relativno nižim prosječnim plaćama. Iznimno, podaci pokazuju da je nakon krize zaposlenost znatnije porasla i u djelatnosti informacija i komunikacija, koju obilježavaju relativno više prosječne plaće.

Numerička dekompozicija prosječne nominalne bruto plaće u razdoblju od 2009. do 2018. godine pokazuje da je, iako malen, kompozicijski učinak bio pozitivan tijekom krize, a nakon toga postao je negativan. Relativno blag utjecaj kompozicijskog efekta djelomično se može objasniti strukturnim promjenama u broju zaposlenih po djelatnostima. Snažnije zapošljavanje u građevinarstvu s relativno nižim prosječnim plaćama djelovalo je u smjeru smanjenja stope rasta ukupne prosječne plaće, dok je povećanje broja zaposlenih u informacijama i komunikacijama djelomično ublažilo negativan kompozicijski učinak.

Između 2009. i 2014., utjecaj strukture (0,5 p. b.) bio je najizrazitiji na samom početku razdoblja, u 2009. godini. Tako bi rast prosječne nominalne bruto plaće u 2009., pod pretpostavkom da nije došlo do promjene u strukturi zaposlenih, bio relativno niži (1,6% umjesto 2,2%). S druge strane, od 2015. bilježi se

Slika 4. Dekompozicija promjene prosječne plaće



^a Promjena metodologije prikupljanja podataka
Izvori: DZS; izračun HNB-a

negativan kompozicijski učinak, koji je najsnažniji bio u 2016. godini (0,4 p. b.), kada bi bez promjene u strukturi zaposlenika rast plaća iznosio 2,1% umjesto ostvarenih 1,7%.

Naposljetku treba istaknuti kako se rezultati provedene analize trebaju tumačiti s oprezom jer je dekompozicija promjene prosječne plaće na učinak cijene i učinak strukture provedena na donekle agregiranim podacima, pa nije bilo moguće isključiti učinke svih karakteristika zaposlenih koje utječu na plaće, zbog čega procjene pokazuju vjerojatnu donju granicu tih učinaka.

Okvir 4. Različiti podaci o broju zaposlenih osoba u Hrvatskoj

U Hrvatskoj su dostupni različiti izvori podataka o zaposlenosti. Dostupnost različitih izvora podataka o broju zaposlenih osoba može unaprijediti kvalitetu analize o kretanjima spomenutog segmenta tržišta rada. No, analiza kretanja broja zaposlenih u Hrvatskoj otežana je zbog zamjetnih odstupanja u razini i kretanju broja zaposlenih između različitih izvora podataka. Ovakva odstupanja otežavaju ocjene ekonomskih analitičara i zbnjuju korisnike podataka. Problem se ne odnosi samo na zaposlenost nego i na izvedene pokazatelje, poput proizvodnosti rada ili jedinичnog troška rada.

U Hrvatskoj postoji više različitih izvora podataka o broju zaposlenih osoba. Podaci Državnog zavoda za statistiku (DZS) o broju zaposlenih u pravnim osobama te podaci Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje (HZMO) o broju osiguranika glavni su administrativni izvori podataka te su dostupni na mjesečnoj razini. Ujedno je DZS izvor i tromjesečnih podataka o broju zaposlenih prema statistici nacionalnih računa, koji se objavljuju na internetskim stranicama Eurostata te putem objave rezultata

Ankete o radnoj snazi. Tablica 1. (na kraju okvira) sažima osnovna metodološka obilježja različitih izvora podataka o broju zaposlenih. Vremenski odmak dostupnosti podataka mnogo je veći kod tromjesečnih podataka, što je svojevrsno ograničenje u analizi tekućih kretanja na tržištu rada.

Razina zaposlenosti prema Anketi o radnoj snazi samo je malo niža od podataka iz statistike nacionalnih računa. To je očekivano s obzirom na to da se procjena broja zaposlenih iz nacionalnih računa zasniva ponajprije na Anketi o radnoj snazi.⁸ Tako je od 2010. do 2018. zaposlenost iz nacionalnih računa prosječno bila viša od one ocijenjene Anketom za 10 tisuća osoba (Tablica 1.). S druge strane, administrativni izvori pokazuju zamjetno nižu razinu zaposlenosti od one iz nacionalnih računa. Ukupna zaposlenost je prema nacionalnim računima između 2010. i 2018. godine prosječno bila veća za oko 140 tisuća od pokazatelja koje objavljuje HZMO, odnosno za gotovo 200 tisuća od zaposlenosti iskazane prema obrascu RAD-1, odnosno obrascu⁹ JOPPD od 2015. godine (Slika 1.).¹⁰

7 Nezaposlenost mladih u Hrvatskoj bila je među najvišima u Europskoj uniji, a 2015. godine gotovo svaka druga osoba između 15 i 24 bila je nezaposlena. O prilagodbi poslodavaca na krizu može se više pročitati u Kunovac, M. i Pufnik, A. (2015.). Obilježja tržišta rada i određivanje plaća u Hrvatskoj: rezultati ankete poduzeća, Pregledi HNB-a, P – 27.

8 Do razlike između broja zaposlenih iz Ankete i nacionalnih računa dolazi zbog konceptualnih razlika, ali i integriranja s drugim računima u slučaju nacionalnih računa. Konceptualne razlike rezultat su obuhvata zaposlenosti ovisno o geografskom obuhvatu. Najveći dio razlike odnosi se na neto prekogranične radnike za koje se Anketa prilagođuje. Naime, Anketa daje prednost nacionalnom konceptu (broj zaposlenih rezidenata), a nacionalni računi domaćem konceptu (zaposleni u rezidualnim proizvodnim jedinicama).

9 RAD-1 je kratica za Mjesečni izvještaj o zaposlenima i plaći, a JOPPD za Izvješće Porezne uprave o primicima, porezu na dohodak i prirazu te doprinosima za obvezna osiguranja.

10 Ukupan broj zaposlenih prema podacima DZS-a uključuje zaposlene u pravnim osobama prema obrascima RAD-1 i JOPPD, te podatke o zaposlenima u obrtu i u djelatnostima slobodnih profesija te individualnih poljoprivrednika iz evidencije aktivnih osiguranika HZMO-a.

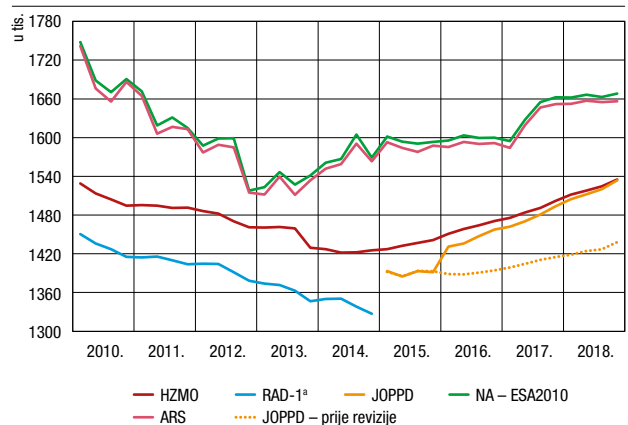
Znatno veći broj zaposlenih na osnovi statistike objavljene u okviru nacionalnih računa u odnosu na administrativne izvore nije neočekivan, s obzirom na to da se u zaposlene ubrajaju sve osobe starije od 15 godina koje su radile najmanje 1 sat u referentnom tjednu. No, treba imati na umu i to da Anketa ne prikuplja izravno podatke o broju zaposlenih, već samo stope zaposlenosti i nezaposlenosti, iz kojih ekstrapolira ukupnu zaposlenost na osnovi neovisnih procjena radno sposobnog stanovništva, što znači da kvaliteta podataka o broju zaposlenih prema nacionalnim računima ovisi o kvaliteti demografskih statistika.¹¹

Kako se ulaskom Hrvatske u Europsku uniju znatno pojačala emigracija, koja je tek djelomično i s kašnjenjem obuhvaćena službenom statistikom, službeni demografski podaci o radno sposobnom stanovništvu vjerojatno su donekle precijenjeni.¹² Radno sposobno stanovništvo vjerojatno se prethodnih godina smanjivalo brže nego što to pokazuju službeni statistički podaci. Ujedno bi novi popis stanovništva mogao rezultirati "lomom" vremenskih serija, odnosno velikim jednokratnim promjenama svih pokazatelja tržišta rada za čije se izračunavanje uzima radno sposobno stanovništvo. Stoga, ako demografske statistike precjenjuju broj stanovništva, onda je i anketna zaposlenost, koja se izvodi iz tih istih statistika, precijenjena.

HZMO objavljuje broj registriranih osiguranika mirovinskog osiguranja koji aproksimira broj zaposlenih u referentnom mjesecu kod pravnih osoba i fizičkih osoba te samozaposlene.¹³ S druge strane, mjesečni podaci DZS-a uključuju samo osobe zaposlene kod pravnih osoba, a zasnivaju se na obrascu JOPPD uvedenom 2016. godine. Do tada je DZS objavljivao podatke o zaposlenima u pravnim osobama na osnovi mjesečnog istraživanja RAD-1 koje je obuhvaćalo 70% zaposlenih u pravnim osobama iz svakog odjeljka NKD-a. Tako prikupljeni podaci potom bi se jednom godišnje ažurirali na osnovi godišnjeg istraživanja RAD-1G s punim obuhvatom zaposlenih. No, sa stajališta korisnika podataka problematično je bilo što bi se podaci znatno revidirali, s velikim oscilacijama u veličini revizije.¹⁴ Prelaskom na obrazac JOPPD trebao se postići puni obuhvat zaposlenih na mjesečnoj razini, čime se nastojalo izbjeći revizije. No, tako prikupljeni podaci o zaposlenima u pravnim osobama i nadalje su se revidirali, obično jednom godišnje, zbog uključivanja obrazaca JOPPD predanih po isteku mjeseca. I povrh prilagodbe za naknadno prikupljene obrasce, revizije su i nadalje bile izražene.¹⁵

U rujnu 2019. godine DZS je objavio revidirane podatke o broju zaposlenih u pravnim osobama iz obrasca JOPPD za razdoblje od siječnja 2016. do srpnja 2019. Revizijom se ukupan broj zaposlenika u pravnim osobama povećao prosječno za 80 tisuća. Prema DZS-u podaci su revidirani zbog sve većeg odstupanja broja zaposlenih prema podacima prikupljenima iz obrasca JOPPD u odnosu na podatke HZMO-a. Kao glavni razlog razlike u podacima navodi se proširenje obuhvata zaposlenih osoba, i to ponajprije mladih osoba prema Zakonu o doprinosima, kojih je u 2018. godini bilo prosječno malo manje od 100 tisuća prema podacima HZMO-a. Prema DZS-u do tada se u zaposlene nisu uključivale osobe mlađe od 30 godina, a koje su zaposlene po ugovoru o radu na neodređeno vrijeme, za što su onda poslodavci oslobođeni plaćanja doprinosa na plaću do pet godina.

Slika 1. Zaposlenost prema različitim izvorima podataka od 2010. do 2018. godine

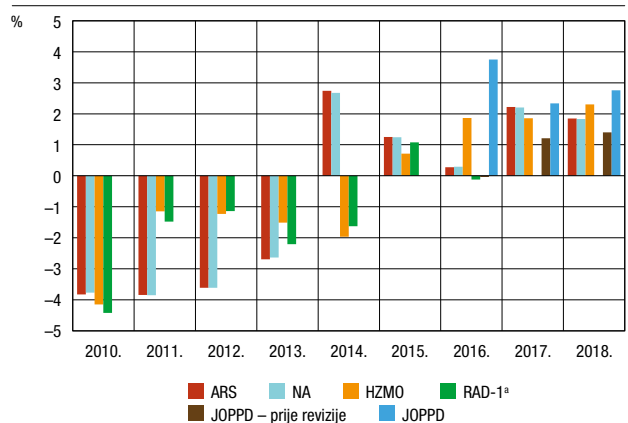


^a Podaci o zaposlenima u pravnim osobama revidirani su na osnovi godišnjeg istraživanja RAD-1G s punim obuhvatom i dinamike mjesečnog izvještaja RAD-1. Izvori: DZS; Eurostat; HZMO

Dodatno, revizijom su u ukupan broj zaposlenih uključeni i izaslani radnici, koji čine 0,8% ukupnog broja zaposlenih u pravnim osobama, ali i neke druge kategorije, čiji je udio zanemariv.

Opisane metodološke razlike u definiciji zaposlenosti i izvori podataka o zaposlenosti mogu velikim dijelom objasniti povijesne razlike u broju zaposlenih prema podacima DZS-a i HZMO-a. Slika 1. ilustrira postupno približavanje podataka o zaposlenosti na osnovi administrativnih izvora. Kao što je navedeno, razlika se prvi put znatnije smanjila nakon što je DZS prešao na novi izvor podataka (obrazac JOPPD). No, zbog rasta broja mladih čiji su poslodavci bili oslobođeni plaćanja doprinosa na

Slika 2. Godišnje stope promjene zaposlenosti iz različitih izvora 2010. – 2018.



^a Podaci o zaposlenima revidirani su temeljem godišnjeg istraživanja RAD-1G s punim obuhvatom i dinamike mjesečnog izvještaja RAD-1. Izvori: DZS; Eurostat; HZMO

11 Anketa o radnoj snazi zasniva se na uzorku kućanstava, čime se dobiva informacija o udjelu zaposlenih (zaposlenici, samozaposlene osobe i pomažući članovi obitelji), nezaposlenih i neaktivnih osoba u uzorku kućanstava. Nominalni broj zaposlenih, nezaposlenih i neaktivnih osoba izračunava se na osnovi procjene broja radno sposobnih osoba iz demografskih statistika odnosno iz popisa stanovništva. Kako se popis stanovništva sastavlja svakih deset godina, za 2011. godinu, kad je bio posljednji popis stanovništva, postoji izmjeren broj radno sposobnih osoba, a za ostale godine ocijenjeni broj radno sposobnih osoba koji se izračunava korištenjem podataka o dobnoj strukturi stanovništva, broju rođenih i umrlih te broju imigranata i emigranata. (U 2001. godini podaci iz Ankete o radnoj snazi nisu usklađeni s podacima iz popisa stanovništva. Tada je prema popisu stanovništva bilo 168 tisuća više radno sposobnih osoba.)

12 Vidi o tome u Draženović, I., Kunovac, M. i Pripuzić, D. (2018.), Dynamics and determinants of emigration: the case of Croatia and the experience of new EU member states, Public Sector Economics, 42 (4), str. 415 – 447.

13 U ukupan broj osiguranika uključene su i osobe s produženim osiguranjem koje se ne smatraju zaposlenima, ali je njihov broj relativno stabilan.

14 Prosječna revizija broja zaposlenih u pravnim osobama od 2010. do 2015. iznosila je 17 tisuća, pri čemu je najveća revizija od gotovo 30 tisuća zabilježena za 2015. godinu.

15 Primjerice, revizijom u travnju 2018. godine broj zaposlenih u pravnim osobama povećao se za 40 tisuća.

Tablica 1. Pregled glavnih obilježja različitih izvora podataka o broju zaposlenih osoba u Hrvatskoj

Podaci o zaposlenima	Izvor	Referentno razdoblje	Vremenski odmak s kojim je serija dostupna	Metodologija	Obuhvat	Glavni nedostatak metodologije
Broj zaposlenih u pravnim osobama	DZS	Mjesečni podaci (odnose se na cijelo referentno razdoblje)	25 dana nakon kraja mjeseca	obrazac JOPPD	Sve osobe koje su zasnovale radni odnos s poslodavcem na određeno ili neodređeno vrijeme, neovisno o duljini radnog vremena i vlasništvu nad pravnom osobom. Uključeni su pripravnici, osobe na porodnom dopustu, bolovanju i osobe koje su iz bilo kojeg razloga odsutne s posla do prekida radnog odnosa.	Zamjetna korekcija podataka godinu dana nakon njihove objave ID (u ožujku sljedeće godine), zbog uključivanja naknadno predanih obrazaca JOPPD, što ih čini neprikladnima za analizu tekućih kretanja zaposlenosti. Obuhvat istraživanja ograničen je samo na pravne osobe.
		Mjesečni podaci (odnose se na posljedni dan u mjesecu)	30 dana nakon kraja mjeseca	RAD-1 (ne rabi se od 2016.)		Obuhvat istraživanja ograničen je samo na pravne osobe. Uzorak čini 70% broja zaposlenih. Zamjetna korekcija podataka godinu dana nakon objave podataka na temelju obrasca RAD-1G (u ožujku sljedeće godine), što ih čini neprikladnima za analizu tekućih kretanja zaposlenosti.
		Godišnji podaci – stanje na dan 31. ožujka	u travnju sljedeće godine	RAD-1G		Stanje na dan 31. ožujka Obuhvat istraživanja ograničen je samo na pravne osobe.
Broj osiguranika Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje	HZMO	Mjesečni podaci (odnose se na posljedni dan u mjesecu)	6 – 8 dana nakon kraja mjeseca	Zakon o mirovinskom osiguranju (NN, br. 157/1993.)	Uključene su sve fizičke osobe koje su na osnovi radne aktivnosti (radni odnos, obavljanje djelatnosti i ostalo) obvezno osigurane na mirovinsko osiguranje na osnovi generacijske solidarnosti.	Eventualno neažurno prijavljivanje promjene statusa obveznoga mirovinskog osiguranja korisnika u evidenciju. Prema definiciji predstavlja broj osiguranika mirovinskog osiguranja te se može rabiti samo kao aproksimacija broja zaposlenih.
Broj zaposlenih iz Ankete o radnoj snazi	DZS	Tromjesečni podaci	14 tjedana od završetka referentnog tromjesečja	Europski sustav nacionalnih i regionalnih računa	Sve osobe starije od 15 godina, neovisno o svom formalnom statusu, koje su u referentnom tjednu radile barem jedan sat te su za svoj rad bile plaćene u novcu ili naturi	Objava sa zamjetnim vremenskim odmakom
Broj zaposlenih iz nacionalnih računa			11 do 13 tjedana od završetka referentnog tromjesečja	Definirana prema Međunarodnoj organizaciji rada i Eurostata	Dobiveni integracijom podataka iz Ankete o radnoj snazi, popisa stanovništva, registriranog broja zaposlenih osoba, registra poreza na dohodak, istraživanja poslovnih očekivanja itd. Tako dobivena procjena broja zaposlenih zatim se integrira u nacionalne račune istodobnom i konzistentnom procjenom zaposlenosti s ostalim varijablama iz nacionalnih računa, poput BDP-a i naknadama za zaposlene.	Objava sa zamjetnim vremenskim odmakom Uglavnom prati ARS.

Izvori: DZS; Eurostat; HZMO

plaću, a koje DZS nije ubrajao u zaposlene, razlika se počela postupno povećavati. S posljednjom revizijom DZS-ovih podataka iz rujna 2019. razlika je gotovo u potpunosti nestala.

Različiti izvori podataka ne pokazuju samo različit broj zaposlenih osoba nego i različito kretanje broja zaposlenih tijekom vremena (Slika 2.). Do prelaska na obrazac JOPPD, dinamika zaposlenih prema podacima HZMO-a bila je slična dinamici koju je prikazivao DZS. Tako je prosječna godišnja stopa promjene broja zaposlenih prema podacima HZMO-a i DZS-a na osnovi izvješća RAD-1G bila vrlo slična od 2010. do 2015. godine (-1,5% odnosno -1,6%). Međutim, nakon uvođenja obrasca JOPPD njihove se dinamike počinju zamjetno razlikovati. Tako zaposlenost prema podacima HZMO-a raste od 2015., dok s druge strane nerevidirani podaci JOPPD-a bilježe rast broja zaposlenih tek u 2017. godini, unatoč oporavku gospodarske aktivnosti od kraja 2014. godine. No, nakon provedene revizije podataka u rujnu 2019. zaposlenost prema

podacima iz JOPPD-a raste zamjetno brže nego što to pokazuju podaci HZMO-a. Tako je u razdoblju od 2016. do 2018. godine zaposlenost prema podacima iz JOPPD-a rasla po prosječnoj stopi od 3%, u odnosu na 2% prema podacima HZMO-a.

Analiza godišnjih stopa promjene broja zaposlenih u razdoblju od 2010. do 2018. upućuje na znatna odstupanja tijekom gotovo cijeloga promatranog razdoblja. Podaci iz Ankete o radnoj snazi te statistike zaposlenosti objavljene u okviru nacionalnih računa upućivali su na izrazitiji pad zaposlenosti u razdoblju od 2010. do 2013. nego što su to pokazivali administrativni podaci. Međutim, u 2014. godini anketni i administrativni podaci pokazali su potpuno različito kretanje broja zaposlenih. Anketni podaci za 2014. tako upućuju na znatan rast zaposlenosti od 2,8% (nacionalni računi 2,7%), dok podaci HZMO-a i DZS-a upućuju na pad zaposlenosti. Navedena diskrepancija mogla bi biti povezana s metodološkom promjenom uzorka Ankete o radnoj snazi,

odnosno prekidanjem rotacijske sheme uzorka i uključivanjem potpuno novih osoba u uzorak. Nakon toga, godišnje stope promjene broja zaposlenih iz anketnih i administrativnih razloga ponovo su se približile u 2015., a u 2016. opet je došlo do njihova razilaženja. U 2017. godini zaposlenost prema Anketi o radnoj snazi porasla je sličnim intenzitetom kao i zaposlenost prema podacima HZMO-a (1,7%, odnosno 1,9%) te revidiranim podacima DZS-a (2,3%). Prema posljednjim dostupnim podacima za 2018. godinu zaposlenost je najviše rasla prema revidiranim podacima DZS-a (2,8%), dok podaci HZMO-a i Ankete o radnoj snazi upućuju na malo slabija ostvarenja (2,3%, odnosno 1,8%).

Detaljna analiza različitih pokazatelja zaposlenosti upućuje na

to da svaki od postojećih izvora podataka ima određene prednosti i nedostatke te da njihova upotreba treba biti u skladu sa samom metodologijom i namjenom. Tako su podaci iz Ankete i nacionalnih računa više prikladni za međunarodnu usporedbu, a manje za analizu tekućih kretanja broja zaposlenosti. Osim toga, treba voditi računa o tome da je anketna zaposlenost izvedeni pokazatelj, zbog čega ovisi i o kvaliteti drugih statistika. S druge strane, u analizi tekućih kretanja prikladniji su podaci o broju osiguranika. A kako je posljednjom revizijom DZS-a administrativni broj približen broju osiguranika, u budućnosti bi trebalo biti sve manje razlike između ova dva izvora podataka, a time i manjih odstupanja u broju te dinamici kretanja.

5. Inflacija

Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u prvih se deset mjeseci 2019. smanjila na 0,7%, s 1,6% u istom razdoblju 2018., što je uvelike bilo rezultat smanjenja stope PDV-a na određene proizvode početkom godine. Usto, uvozni inflatorni pritisci u promatranom su razdoblju oslabjeli, kao posljedica pada cijena sirove nafte na svjetskom tržištu te usporavanja inflacije u europodručju.

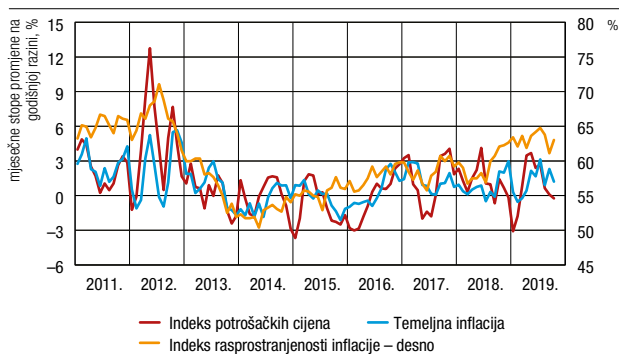
Domaći inflatorni pritisci tijekom 2019. bili su relativno blagi, ali ipak malo izraženiji nego prethodne godine, imajući na umu, prije svega, ubrzanje rasta osobne potrošnje i jediničnih troškova rada te proizvođačkih cijena industrije (bez energije). Troškovni pritisci nisu se za sada u većoj mjeri prelili na potrošačke cijene, već su djelomice ublaženi kroz smanjenje profitnih marži (Slika 5.4.). Analize provedene na međunarodnoj razini upućuju na ograničen prijenos rasta plaća na cijene i u drugim zemljama Europske unije.¹⁶ Pokazalo se da postoji tendencija da prijenos porasta plaća na cijene bude manje izražen u uvjetima niske inflacije i inflacijskih očekivanja, snažne konkurencije koja vlada na tržištu te kada je profitabilnost poduzeća solidna, pa ona radije pribjegavaju smanjenju profitnih marži, nego da se izlažu mogućnosti gubitka tržišnog udjela zbog povećanja cijena svojih proizvoda.

Indeks rasprostranjenosti inflacije pokazuje da je udio broja proizvoda čije su cijene rasle u ukupnom broju proizvoda u razdoblju od srpnja do listopada 2019. iznosio 63%, što je neznatno više od dugoročnog prosjeka (koji iznosi 62%).

Godišnja inflacija potrošačkih cijena ubrzala se s 0,7% u drugom tromjesečju 2019. na 0,9% u trećem tromjesečju. Iz posljednjih dostupnih podataka vidljivo je da je inflacija u listopadu iznosila 0,6%, jednako kao i u lipnju (Tablica 5.1.). Pritom se u strukturi indeksa potrošačkih cijena (Slika 5.3.) u posljednja četiri mjeseca smanjio doprinos energije (naftnih derivata, krutih goriva i plina) te prerađenih prehrambenih proizvoda (kruha i žitarica te mlijeka, sira i jaja).

Nasuprot tome, tijekom spomenutog razdoblja znatno se povećao doprinos neparadenih prehrambenih proizvoda ukupnoj inflaciji, a u manjoj mjeri povećao se i doprinos industrijskih proizvoda i usluga. Povećanje godišnje stope promjene cijena neparadenih prehrambenih proizvoda s -4,7% u lipnju na -2,2% u listopadu uglavnom je bilo posljedica rasta godišnje stope promjene cijena voća, što se može pripisati nepovoljnim vremenskim uvjetima. Usto se povećala i godišnja stopa promjene cijena mesa, između ostalog i svinjetine. Ono je rezultat poremećaja na svjetskom tržištu, odnosno povećane potražnje iz Kine u kojoj

Slika 5.1. Pokazatelji tekućeg kretanja inflacije



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

Izvori: DZS; izračun HNB-a

je proizvodnja svinjetine znatno smanjena zbog širenja svinjske kuge. To je potaknulo rast cijena svinjetine na europskom tržištu poljoprivrednih proizvoda te su one krajem listopada 2019. bile za oko 35% više u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.¹⁷

Godišnji rast cijena usluga ubrzao se s 1,3% u lipnju na 1,6% u listopadu, što je ponajviše bilo rezultat ubrzanja godišnjeg rasta cijena frizerskih i kozmetičkih usluga (koje se vjerojatno može povezati s troškovnim pritiscima odnosno povećanjem plaća) te telefonskih usluga. Godišnja stopa promjene cijena industrijskih proizvoda tijekom spomenutog se razdoblja blago povećala (s -0,3% u lipnju na 0% u listopadu), ponajviše zbog povećanja doprinosa odjeće i obuće. Tome je znatno pridonio izraženiji sezonski rast cijena odjeće i obuće u rujnu 2019. nego u istom mjesecu prethodne godine.

Ubrzavanju temeljne inflacije (koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju) s 1,1% u lipnju 2019. na 1,3% u listopadu 2019. najviše su pridonijeli odjeća i obuća, meso, potrošni proizvodi za kućanstvo, frizerske i kozmetičke usluge te telefonske usluge.

Godišnja stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u europodručju usporila se s 1,3% u lipnju

16 Vidi u MMF (2019.): *Wage Growth and Inflation in Europe: A Puzzle?*, Regional Economic Outlook Europe (Chapter 2): Europe, studeni.

17 EU Meat Market Observatory: Pigmeat Dashboard, 31. listopada 2019.

Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

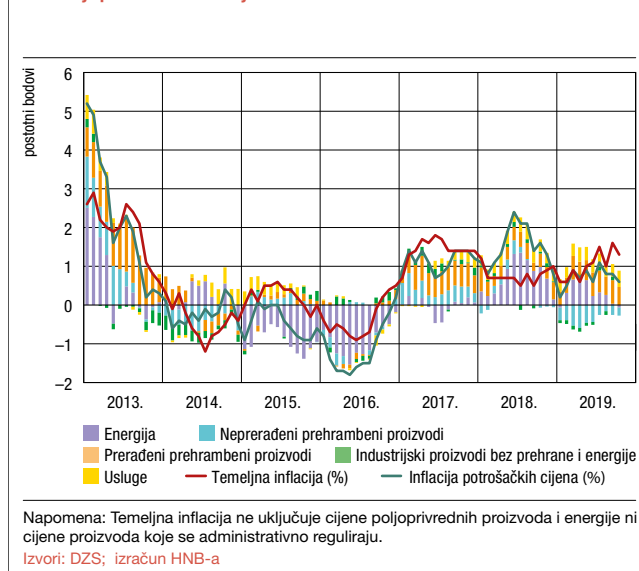
godišnje stope promjene

	6. 2018.	9. 2018.	12. 2018.	3. 2019.	6. 2019.	9. 2019.	10. 2019.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente							
Ukupni indeks	2,4	1,4	0,8	0,9	0,6	0,8	0,6
Energija	7,9	5,3	0,9	4,0	1,4	0,2	-0,4
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	3,8	-0,1	-0,6	-5,7	-4,7	-2,7	-2,2
Prerađeni prehrambeni proizvodi	1,5	0,9	1,9	2,6	2,6	2,6	2,0
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	0,5	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	0,4	0,0
Usluge	1,0	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2	1,6
Ostali cjenovni pokazatelji							
Temeljna inflacija	0,7	0,5	1,0	0,9	1,1	1,6	1,3
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	3,4	3,4	0,5	2,3	0,4	-0,3	-0,5
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	1,0	0,8	0,9
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	2,2	1,6	1,0	1,1	0,5	0,6	0,6
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	2,1	1,5	0,8	1,7	1,1	1,1	1,2

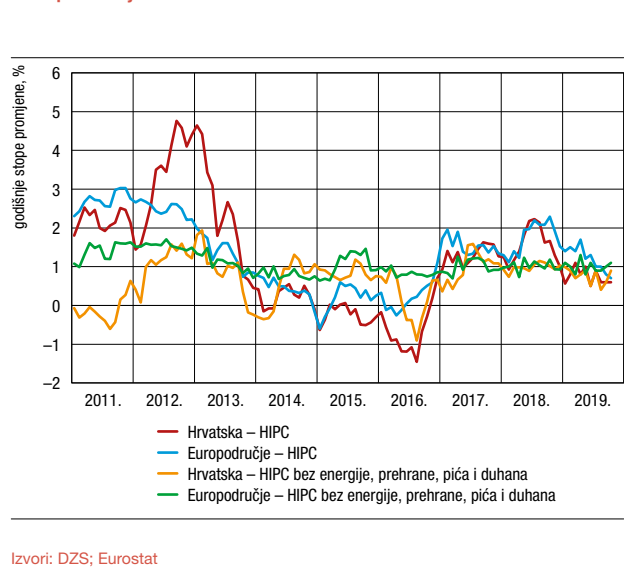
Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

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



Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europskom području



2019. na 0,7% u listopadu 2019. (Slika 5.3.). To je bilo rezultat kretanja cijena energije, čiji se doprinos inflaciji nakon 0,2 postotna boda u lipnju u listopadu smanjio na -0,3 postotna boda, ponajviše zbog smanjenja godišnje stope promjene cijena naftnih derivata, prirodnog plina i električne energije. Doprinosi ostalih glavnih komponenata HIPC-a zadržali su se u listopadu otprilike na istoj razini kao i u lipnju. Najveći pozitivan doprinos godišnjoj inflaciji u europskom području u listopadu 2019. dale su usluge (0,7 postotnih bodova) i prerađeni prehrambeni proizvodi (0,3 postotna boda).

Tijekom 2018. temeljna je inflacija u europskom području (ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana) bila niska te je fluktuirala oko razine od 1%, a spomenuta su se kretanja nastavila i tijekom 2019. Tako je temeljna inflacija u listopadu iznosila 1,1%, jednako kao i u lipnju. Spomenuta kretanja upućuju na to da nije došlo do značajnijeg prelijevanja porasta plaća u europskom području na cijene.¹⁸

U Hrvatskoj se godišnja stopa inflacije mjerena HIPC-om

povećala s 0,5% u lipnju na 0,6% u listopadu. Inflacija je u listopadu u Hrvatskoj bila neznatno niža od inflacije u europskom području. Povećanje doprinosa neprerađenih prehrambenih proizvoda i usluga ukupnoj inflaciji tako je bilo djelomično poništeno smanjenjem doprinosa energije te prerađenih prehrambenih proizvoda. Temeljna inflacija, mjerena HIPC-om, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, u Hrvatskoj se ubrzala s 0,5% u lipnju na 0,9%, u listopadu, čemu je najviše pridonijelo ubrzanje godišnjeg rasta cijena usluga. Temeljna inflacija u Hrvatskoj u listopadu je bila za 0,2 postotna boda niža od one zabilježene u europskom području.

Projicirana kretanja

Usporevanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena s 1,5% u 2018. na ocijenjenih 0,8% u 2019. rezultat je očekivanog smanjenja prosječne godišnje stope rasta cijena energije s 4,4% u 2018. na 1,9% u 2019. (ponajviše zbog manjeg doprinosa naftnih derivata inflaciji) te cijena hrane s 1,0% u 2018. na

¹⁸ Osim toga, analize su pokazale da su metodološke promjene u izračunu HICP-a, posebno one koje se odnose na cijene paket-aranžmana u Njemačkoj, djelovale na smanjenje temeljne inflacije u europskom području u 2019.

–0,3% u 2019. (što je uglavnom rezultat smanjenja stope PDV-a na određene prehrambene proizvode početkom godine). S druge strane, ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2019. mogla blago ubrzati (s 0,9% u 2018. na 1,0% u 2019.), a spomenuto je ubrzavanje djelomice prigušio pad cijena farmaceutskih proizvoda početkom godine (zbog smanjenja stope PDV-a na te proizvode) i znatno pojeftinjenje udžbenika (čije se cijene administrativno reguliraju) u rujnu.

Potkraj 2019. očekuje se skok inflacije iznad 1%, zbog pozitivnog učinka baznog razdoblja, odnosno znatnog pada cijena sirove nafte tipa Brent krajem 2018., dok kretanje cijena sirove nafte na terminskom tržištu upućuje na blagi očekivani pad tih cijena u prosincu 2019. godine.

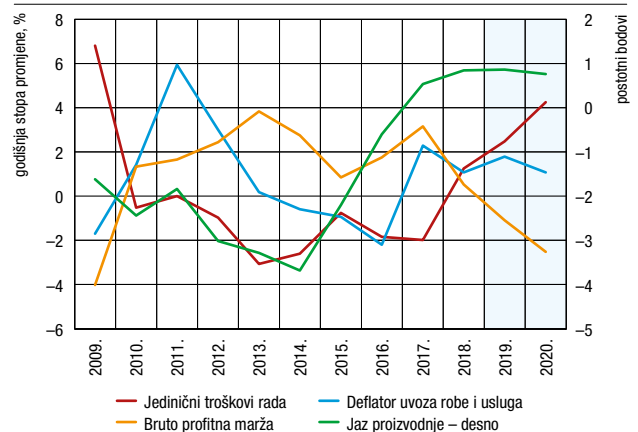
Ubrzavanje prognozirane inflacije potrošačkih cijena s 0,8% u 2019. na 1,4% u 2020. ponajviše bi moglo biti rezultat povećanja prosječne godišnje stope promjene cijena hrane na 2,0% (s –0,3% u 2019.), što je uvelike posljedica učinka baznog razdoblja, odnosno iščezavanja učinka smanjenja stope PDV-a na godišnju stopu promjene cijena određenih prehrambenih proizvoda. U manjoj mjeri na porast cijena hrane moglo bi djelovati i očekivano poskupljenje prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu u 2020. (2,5% izraženo u kunama) te najavljeno uvođenje povratne naknade od 50 lipa na ambalažu od mlijeka. Usto se očekuje da bi se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogla također ubrzati s 1,0% u 2019. na 1,5% u 2020. To bi većim dijelom mogao biti rezultat administrativnih odluka, odnosno najavljenoga povećanja trošarina na cigarete i alkoholna pića te obračuna trošarina na bezalkoholna pića prema udjelu dodanog šećera, a manjim dijelom i rezultat djelovanja domaćih inflatornih pritisaka, odnosno solidnoga očekivanog rasta osobne potrošnje te ubrzavanja rasta jediničnih troškova rada, na kretanje cijena. Procijenjeni ukupni učinak poreznih izmjena na prosječnu godišnju stopu inflacije potrošačkih cijena u 2020. godini iznosi oko 0,3 postotna boda.

S druge strane, prognozirano je da bi se usporavanje prosječne godišnje stope rasta cijena energije u 2020. moglo nastaviti (na 0,2% s 1,9% u 2019.). To bi uglavnom moglo biti rezultat učinka baznog razdoblja, odnosno iščezavanja učinka poskupljenja prirodnog plina i krutih goriva u 2019. Usto, u 2020. očekuje se smanjenje prosječne cijene sirove nafte tipa Brent na svjetskom tržištu za oko 7% (izraženo u kunama).

Inflatorni pritisci iz vanjskog okružja trebali bi u 2020. biti uglavnom prigušeni, imajući na umu, primjerice, očekivani pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, blagi rast cijena drugih sirovina te nisku inflaciju u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. Tako se, primjerice, očekuje da će inflacija potrošačkih cijena u europodručju u 2020. iznositi oko 1,0%¹⁹, dok prognozirani rast proizvođačkih cijena u Njemačkoj i Italiji u 2020. iznosi 1,0% odnosno 0,6%.²⁰

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

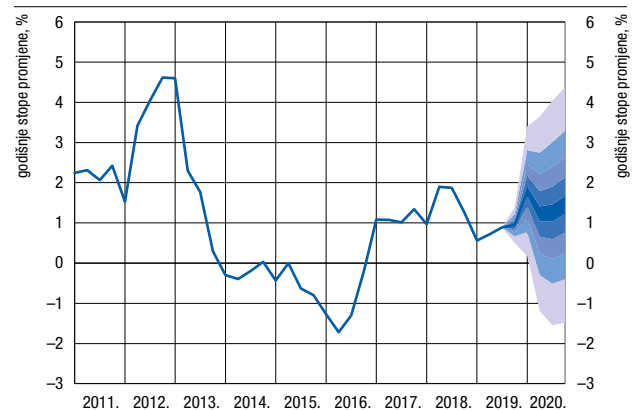
Slika 5.4. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



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

Slika 5.5. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

snažniji rast cijena poljoprivrednih proizvoda. U 2020. moglo bi doći i do rasta određenih administrativno reguliranih cijena. Usto, prelijevanje povećanja trošarina na određene proizvode i prelijevanje troškova rada na potrošačke cijene u 2020. godini moglo bi biti izraženije 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 slabiji intenzitet prelijevanja povećanja trošarina na određene proizvode na maloprodajne cijene.

19 ESB, rujan 2019.

20 Consensus Forecasts, studeni 2019.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u trećem tromjesečju 2019. ostvaren zamjetan rast viška u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Na povoljna je kretanja ponajviše utjecao rast neto izvoza usluga, poglavito zahvaljujući rastu prihoda od turizma. Osim toga, poboljšao se ukupan saldo na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija, zbog intenzivnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a, te se smanjio manjak na računu primarnog dohotka kao posljedica rasta neto prihoda od naknada privremeno zaposlenim osobama u inozemstvu. Istodobno se manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom neznatno smanjio. U skladu s tim, višak na tekućem i kapitalnom računu u trećem tromjesečju 2019., promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, iznosio je 4,3% BDP-a, što je primjetno poboljšanje u odnosu na 3,3% BDP-a ostvarenih u cijeloj 2018. godini (Slika 6.1.).

Vanjska trgovina i konkurentnost

Dinamika robne razmjene s inozemstvom intenzivirala se tijekom 2019. u odnosu na prošlogodišnja ostvarenja, što je posebno vidljivo kod izvoza. Prema podacima platne bilance, godišnja stopa rasta robnog izvoza u prvih devet mjeseci 2019. iznosila 6,5%, u usporedbi s 5,3% zabilježenih u istom razdoblju prethodne godine. Istodobno se ubrzao i rast robnoga uvoza, iako znatno slabijim intenzitetom, uz godišnju stopu rasta u prvih devet mjeseci 2019. od 7,4% naprema 7,1% u istom razdoblju prethodne godine. U skladu s tim, godišnji rast manjka u robnoj razmjeni bio je sporiji nego u prvih devet mjeseci 2018. godine (8,7% naprema 9,5%) te je, promatrajući kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, iznosio -19,2% BDP-a, što je pogoršanje za 0,6 postotnih bodova u odnosu na cijelu 2018. godinu.

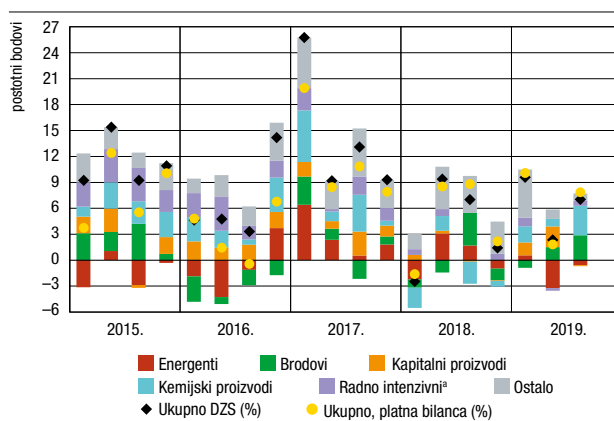
Promatraju li se samo kretanja u trećem tromjesečju 2019., rast ukupnoga robnog izvoza (za 6,4% na godišnjoj razini, prema podacima DZS-a²¹) ponajprije je rezultat većeg izvoza ostalih prijevoznih sredstava, uglavnom brodova, u Maltu i Maršalove otoke te, u manjoj mjeri, medicinskih i farmaceutskih proizvoda u Izrael i SAD. Nasuprot tome, izvoz znanstvenih i

kontrolnih instrumenata te optičkih proizvoda u Republiku Koreju znatno se smanjio. Također se smanjio izvoz energenata, i to zemnoga i industrijskog plina u Italiju te nafte i naftnih derivata u Maltu, Sloveniju i Alžir (Slika 6.2.).

Što se tiče robnog uvoza, godišnjem je rastu od 3,4% u trećem tromjesečju 2019. (Slika 6.3.) ponajviše pridonio veći uvoz ostalih prijevoznih sredstava, odnosno brodova, iz Liberije, te cestovnih vozila iz Njemačke. Porastao je i uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda također iz Njemačke, ostalih kemijskih proizvoda iz Italije i Nizozemske, kao i prehrambenih proizvoda, posebice iz Njemačke, Grčke i Slovenije. Za razliku od ostale robe, uvoz energenata zamjetno se smanjio, ponajprije zbog slabijeg uvoza nafte i naftnih derivata iz Iraka, Kanade i Norveške.

Izvozni i uvozni tijekovi rezultirali su time da je produbljava manjka u robnoj razmjeni u trećem tromjesečju 2019. bilo

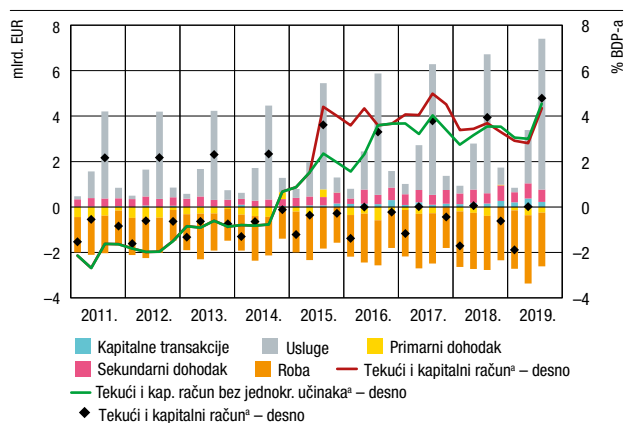
Slika 6.2. Robni izvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



^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

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

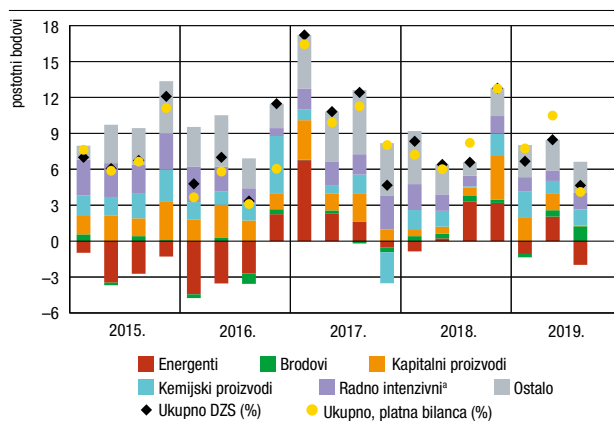


^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

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 6.3. Robni uvoz
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

najznačajnije u razmjeni industrijskih strojeva za opću uporabu, cestovnih vozila, znanstvenih i kontrolnih instrumenata te optičkih proizvoda, proizvoda tekstilne industrije, kao i prehrambenih proizvoda. Nepovoljna su kretanja, nasuprot tome, nadomještena, među ostalim, smanjenjem neto uvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda te, još više, energenata, posebice nafte i naftnih derivata (i zbog pada cijena, i zbog rasta izvezenih i smanjenja uvezenih količina). U skladu s tim, i relativni se pokazatelj neto uvoza nafte i naftnih derivata poboljšao je te, promatrajući kumulativna ostvarenja u posljednja četiri tromjesečja, na kraju rujna 2019. iznosio $-2,0\%$ BDP-a u usporedbi s $-2,2\%$ BDP-a zabilježenih u cijeloj 2018. godini.

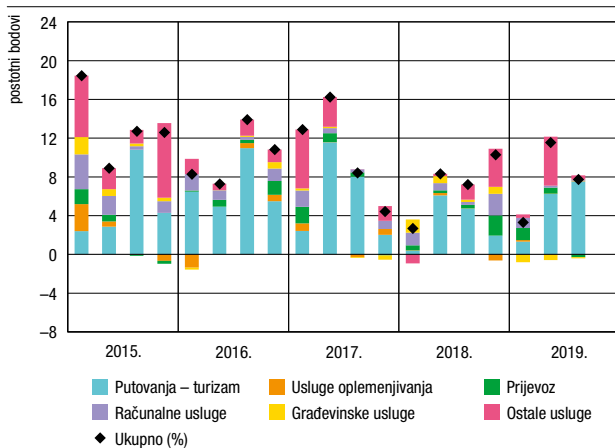
Za razliku od robne razmjene, u trećem se tromjesečju saldo u međunarodnoj razmjeni usluga s inozemstvom dodatno poboljšao. To je poglavito rezultat godišnjeg rasta prihoda od turizma za $9,1\%$, što je ubrzanje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kada je zabilježen rast od $5,6\%$ (Slika 6.4.). S druge strane, ubrzanje rasta prihoda od turizma bilo je praćeno izraženim usporavanjem rasta turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu ($2,2\%$ naprema $6,0\%$), tako da je godišnja stopa rasta neto izvoza usluga putovanja u razdoblju od lipnja do rujna

bila primjetno veća negoli u istom razdoblju prethodne godine ($9,5\%$ nasuprot $5,6\%$).

Ostvareni rast prihoda od turizma uglavnom je posljedica povećanja prosječne potrošnje, dok su dolasci stranih gostiju samo blago porasli. Podaci DZS-a o fizičkim pokazateljima u turizmu pokazuju da je broj dolazaka stranih gostiju u trećem tromjesečju bio veći za $2,2\%$, dok je broj noćenja stranih posjetitelja u komercijalnim smještajnim kapacitetima zabilježio neznatan rast od $0,2\%$ na godišnjoj razini. Kada je riječ o noćenjima, nakon smanjenja u srpnju, poglavito gostiju iz Njemačke, Poljske i Češke, ovaj se pokazatelj u sljedeća dva mjeseca oporavio, čemu su najviše pridonijeli gosti iz Slovenije, Mađarske i Ukrajine. Slabiji rezultati u glavnoj turističkoj sezoni ostvareni su u većini zemalja Mediterana, pri čemu se u Francuskoj, Malti, Italiji, Grčkoj i Španjolskoj broj noćenja stranih gostiju u trećem tromjesečju smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (Slika 6.5.).

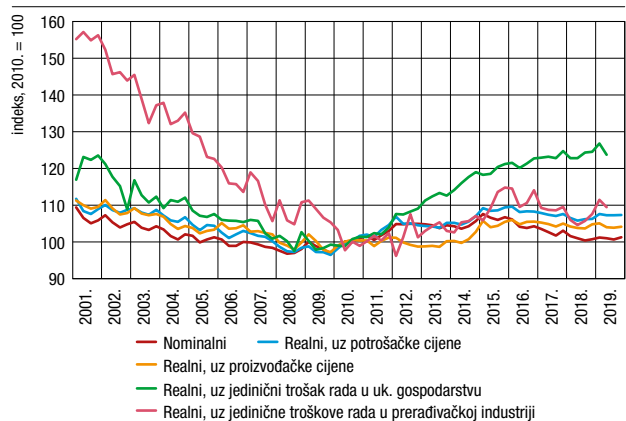
Nakon poboljšanja u prvom tromjesečju 2019., cjenovna i troškovna konkurentnost hrvatskog izvoza u nastavku godine ukupno gledajući neznatno se pogoršala. Pritom je na aprecijaciju realnih efektivnih tečajeva kune ponajviše utjecao brži rast

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

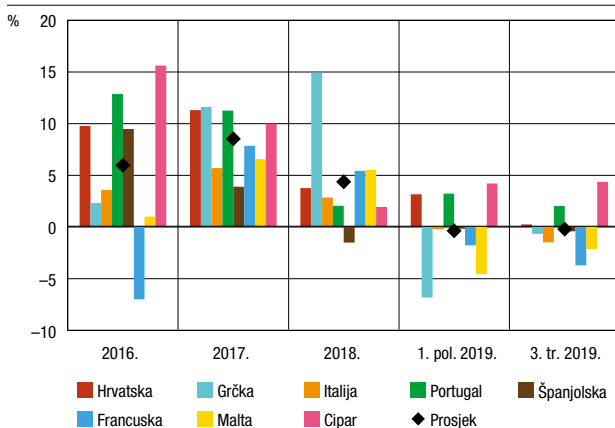
Slika 6.6. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za četvrto tromjesečje 2019. kod nominalnog tečaja odnose se na listopad i studeni, a kod realnog tečaja uz potrošačke i proizvođačke cijene odnose se na listopad.

Izvor: HNB

Slika 6.5. Godišnja stopa promjene broja noćenja stranih gostiju



Napomena: Podatak za treće tromjesečje 2019. za Španjolsku odnosi se na srpanj i kolovoz.

Izvor: Eurostat

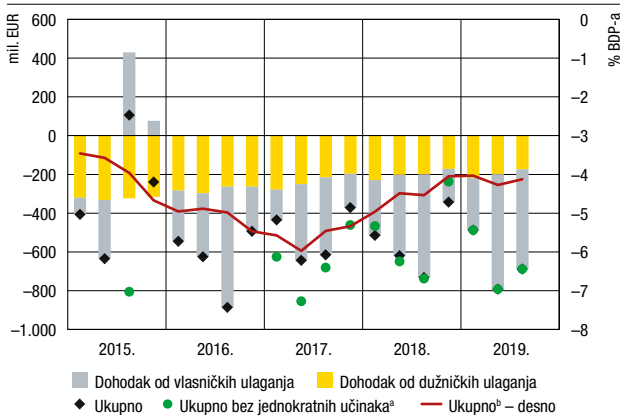
domaćih cijena i troškova u usporedbi s cijenama i troškovima glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera.

Dohoci i transakcije s EU-om

Manjak na osnovi dohoda od ulaganja u trećem se tromjesečju 2019. blago smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (Slika 6.7.) zahvaljujući nižim kamatnim troškovima po inozemnom dugu, kao i smanjenju manjka na osnovi dohoda od vlasničkih ulaganja. Niži manjak na osnovi vlasničkih ulaganja posljedica je malo većih prihoda od portfeljnih ulaganja, što je ublaženo rastom neto rashoda od izravnih ulaganja zbog boljih poslovnih rezultata domaćih poduzeća u vlasništvu nerezidenata, poglavito u djelatnostima trgovine te proizvodnje osnovnih farmaceutskih proizvoda i pripravaka.

Ukupni su neto prihodi od transakcija s proračunom EU-a zamjetno porasli u trećem tromjesečju 2019. godine. U strukturi korištenja sredstava veći se dio odnosio na sredstva kapitalne nego tekuće namjene, pri čemu je više sredstava iskoristio sektor države u odnosu na ostale domaće sektore. Pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a, odnosno višak iskoristivih sredstava iz fondova EU-a nad uplatama u proračun EU-a,

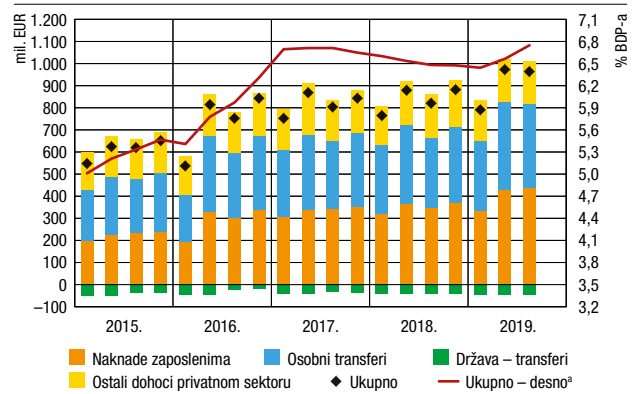
Slika 6.7. Dohoci od ulaganja



^a Jednokratni učinci uključuju konverziju kredita vezanih uz švicarski franak u 2015. te rezervacije banaka za kredite odobrene koncernu Agrokor u 2017. i 2018. ^b Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, isključujući jednokratne učinke

Izvor: HNB

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

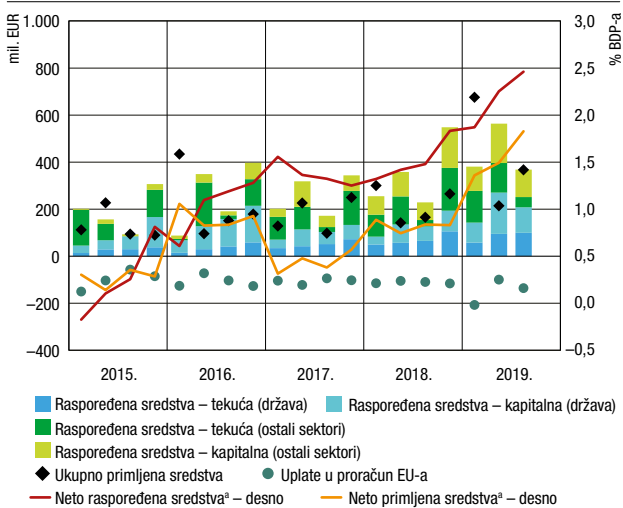


^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

Napomena: Naknade zaposlenima bilježe se na računu primarnog dohotka, a ostale serije (radničke doznake, ostali dohoci privatnom sektoru, transferi države) na računu sekundarnog dohotka.

Izvor: HNB

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a



^a Zbroj posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja

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

Izvori: MF; HNB

izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, tako se povećao s 1,8% BDP-a na kraju 2018. na 2,5% BDP-a u rujnu 2019. godine (Slika 6.8.). Snažno su u trećem tromjesečju porasli i ostali dohoci, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a, zahvaljujući rastu naknada zaposlenima u inozemstvu te osobnih transfera (Slika 6.9.).

Projicirana kretanja

U posljednjem se tromjesečju 2019. očekuje pogoršanje salda na tekućem i kapitalnom računu u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, poglavito pod utjecajem produbljenja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog bržeg rasta robnog uvoza od izvoza. U skladu s tim, u cijeloj 2019. višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi iznositi 3,9% BDP-a, što je

povoljnije od ostvarenja u prethodnoj godini. Naime, nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni mogli bi nadoknaditi rast neto izvoza usluga, jače korištenje sredstava iz fondova EU-a te veći neto prihodi od osobnih doznaka.

Ocijenjeni rast manjka u robnoj razmjeni u 2019. proizlazi iz bržeg rasta uvoza od izvoza (prema platnobilančnim podacima), na tragu ostvarenja u dosadašnjem dijelu godine. Unatoč tome, rast robnog izvoza mogao bi premašiti prošlogodišnja ostvarenja, čime se uvažavaju relativno povoljni izvojni rezultati u prvih devet mjeseci zabilježeni u uvjetima usporavanja rasta svjetskih trgovinskih tijekova i realnog uvoza glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Istodobno relativno visokoj ocijenjenoj stopi rasta robnog uvoza pridonosi intenziviranje osobne potrošnje i investicijske aktivnosti. Za razliku od robne razmjene, u međunarodnoj se trgovini usluga očekuje nastavak pozitivnih trendova, prije svega zahvaljujući uslugama putovanja.

Snažan pozitivan utjecaj na saldo tekućega i kapitalnog računa ima jače korištenje sredstava iz fondova EU-a, pa bi se tako pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a mogao povećati s 1,8% BDP-a u 2018. na 2,6% BDP-a u 2019. godini. Iako u znatno manjoj mjeri u odnosu na transakcije s proračunom EU-a, očekuje se i daljnji rast neto prihoda od osobnih doznaka. Za razliku od toga, nepovoljno na saldo tekućega i kapitalnog računa djeluje veća dobit domaćih poduzeća i banaka u stranome vlasništvu.

U 2020. višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao bi se smanjiti na 3,2% BDP-a, kao posljedica rasta manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Unatoč pretpostavci o povoljnijim kretanjima svjetske trgovine i inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera u odnosu na 2019. godinu, ne očekuje se intenziviranje dinamike robnog izvoza. Naime, ostvarenja u baznoj 2019. djelomično su povezana s izraženim rastom izvoza pojedinih kategorija proizvoda, poput brodova, medicinskih i farmaceutskih proizvoda (nakon zamjetnog pada prethodne godine) te cestovnih vozila, za koje se u sljedećoj godini ne očekuje da će nastaviti tako intenzivno rasti. Istodobno bi rast uvoza ponovo mogao biti brži od rasta izvoza, iako se očekuje slabljenje dinamike uvoza u uvjetima sporijeg rasta investicija.

Daljnji rast neto izvoza usluga mogao bi u 2020. biti glavni činitelj ublažavanja negativnih kretanja na tekućem i kapitalnom računu platne bilance. To je u najvećoj mjeri povezano s daljnjim rastom prihoda od turizma, iako sporijim nego prethodne

godine, što je povezano s, među ostalim, postignutom visokom bazom, jačanjem konkurencije na globalnom turističkom tržištu, ali i domaćih strukturnih ograničenja (primjerice u obliku rasta raspoloživih smještajnih kapaciteta). Osim toga, očekuje se usporavanje rasta rashoda od turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu.

Iako u znatno manjoj mjeri, povoljno bi na saldo tekućega i kapitalnog računa mogao djelovati i dodatni rast neto prihoda od osobnih doznaka. Nakon snažnog intenziviranja korištenja sredstava iz fondova EU-a u 2019., sljedeće bi se godine pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a, unatoč blagom rastu u apsolutnom iznosu, mogao zadržati na istoj razini izraženo u omjeru s BDP-om. Isto vrijedi i za manjak na osnovi dohodaka od izravnih vlasničkih ulaganja.

Što se tiče rizika za ostvarenje projiciranog salda tekućega i kapitalnog računa, prevladavaju negativni rizici. Glavni je rizik moguće izrazitije usporavanje inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera, s nepovoljnim utjecajem na dinamiku rasta hrvatskog izvoza robe i usluga. Tome bi moglo pridonijeti pogoršanje gospodarskih uvjeta u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima (posebno u Njemačkoj i Italiji), zatim negativne posljedice izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a na gospodarska kretanja u ostalim članicama EU-a kao i nepovoljan utjecaj trgovinskog protekcionizma na globalni rast. Osim toga, dodatno jačanje konkurencije na mediteranskom turističkom tržištu moglo bi još više usporiti rast prihoda od turizma. S druge strane, rast uvoza mogao bi biti sporiji u slučaju izrazitijeg slabljenja domaće investicijske aktivnosti i osobne potrošnje.

7. Financiranje privatnog sektora

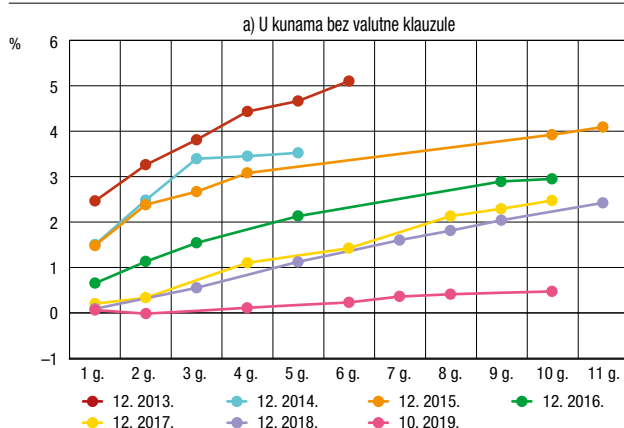
Uvjeti financiranja domaćih sektora u drugoj polovini 2019. nastavili su se poboljšavati. Pritom su se troškovi zaduživanja države spustili na dosad najniže zabilježene razine. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise na domaćem tržištu smanjila se na 0,06% u studenome 2019., s 0,09% koliko je iznosila u prosincu 2018. Na aukciji eurskih trezorskih zapisa iste ročnosti u kolovozu 2019. prvi je put ostvarena negativna kamatna stopa od -0,05% te se na toj razini zadržala i u listopadu. Krivulja prinosa za hrvatske državne obveznice također upućuje na znatno povoljnije uvjete za dugoročnije financiranje države nego krajem 2018. (slike 7.1.a i 7.1.b). Usto, država je u studenome izdala dvije obveznice na domaćem tržištu kapitala po dosad najpovoljnijim uvjetima zaduživanja, petogodišnju kunsku obveznicu u iznosu od 3,5 mlrd. kuna s prinosom od 0,36% te petnaestogodišnju kunsku obveznicu s valutnom klauzulom u eurima u iznosu od 7,5 mlrd. kuna s prinosom od 1,2%. Sredstva prikupljena novim izdanjima obveznica uglavnom su se iskoristila za refinanciranje postojećeg izdanja petnaestogodišnje obveznice od 1 mlrd. EUR koja je dospjela krajem studenoga.

Trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu nastavio se smanjivati u drugoj polovini 2019. (Slika 7.3.). Krajem studenoga iznosio je 0,7%, što je za oko 1,8

postotnih bodova manje u usporedbi s krajem 2018., a čemu je s 1,2 postotna boda pridonijelo smanjenje indeksa EMBI za Hrvatsku. Premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) smanjila se te je krajem studenoga 2019. iznosila 76 baznih bodova, u usporedbi s 96 baznih bodova na kraju 2018. Rejting i izgledi agencija za dodjelu kreditnog rejtinga o rizičnosti Hrvatske nisu se mijenjali u drugoj polovini 2019., nakon što su u prvom polugodištu Standard & Poor's i Fitch podignule rejting Hrvatske s "BB+" na "BBB-" (čime je nakon višegodišnjeg razdoblja ponovno postignut investicijski rejting) te nakon što je Moody's promijenio izgled iz stabilnih u pozitivne zadržavši rejting dva stupnja ispod investicijskog na "Ba2".

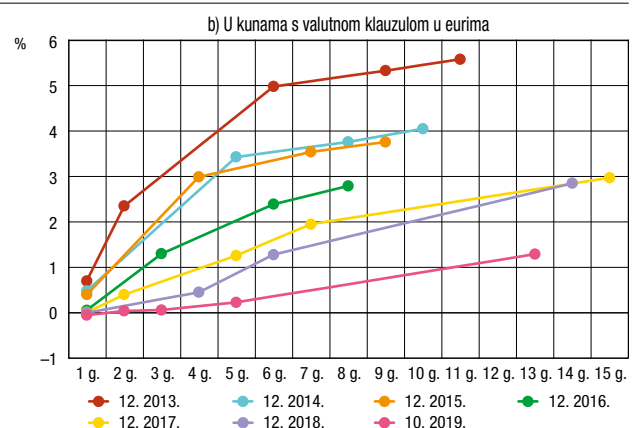
Troškovi financiranja poduzeća nastavili su se smanjivati. Prosječne kamatne stope na kratkoročno zaduživanje poduzeća kod banaka u kunama bez valutne klauzule i dugoročno zaduživanje u kunama uz valutnu klauzulu bile su u razdoblju od srpnja do listopada niže za 0,3 odnosno za 0,2 postotna boda u odnosu na prosjek prvih šest mjeseci 2019. godine, a u listopadu su iznosile 3,0% odnosno 2,8% (slike 7.2. i 7.3.). Povoljna kretanja očituju se i padom 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 takvim kreditima obično koristi manji broj većih poduzeća koja

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

raspoložu s više kolaterala i imaju pristup različitim oblicima alternativnog financiranja.

Troškovi zaduživanja stanovništva također su se uglavnom nastavili smanjivati. Prosječna kamatna stopa na dugoročne stambene kredite s valutnom klauzulom bila je u razdoblju od srpnja do listopada za 0,3 postotna boda manja u odnosu na prosjek prve polovine 2019. te je u listopadu iznosila 2,7% (Slika 7.3.). Istodobno se prosječna kamatna stopa na dugoročne potrošačke i ostale kredite s valutnom klauzulom smanjila za 0,2 postotna boda dosegnuvši u listopadu 5,2%. Trošak kratkoročnoga kuskog zaduživanja u istom je promatranom razdoblju ostao na približno jednakoj razini (Slika 7.2.).

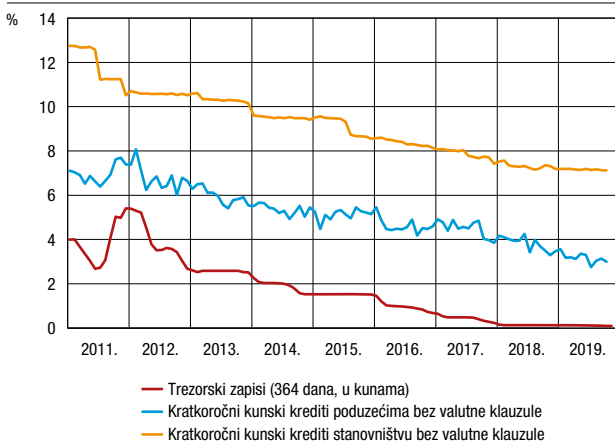
Nastavku smanjivanja troškova financiranja privatnog sektora i dalje pridonosi smanjivanje troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava. Pritom je EURIBOR i dalje u negativnom području (Slika 2.3.), dok se nacionalna referentna stopa (NRS)²² nastavila blago smanjivati (Slika 7.5.).

Što se tiče strukture kamatnih stopa, u uvjetima niskih kamatnih

stopa vidljiv je nastavak trenda povećanja udjela kredita s fiksnom kamatnom stopom kod stanovništva i poduzeća, i to za 6,2 odnosno 12,6 postotnih bodova tijekom posljednje dvije godine. Zbog jačanja kuskoga kreditiranja, kod stanovništva je zabilježeno i povećanje udjela kredita vezanih uz NRS. Tako su krajem listopada 2019. kod stanovništva najzastupljeniji bili krediti s kamatnom stopom fiksnom do dospijeca (39,7% na Slici 7.6.a), zatim krediti vezani uz NRS i EURIBOR. Pritom se 17,5% kredita stanovništvu odnosi na kredite odobrene uz kamatnu stopu koja je fiksna u razdoblju kraćem od dospijeca, od čega se oko dvije trećine odnosi na fiksiranje dulje od tri godine. Kod kredita poduzećima također najveći dio kredita ima kamatnu stopu koja je fiksna do dospijeca (42,4% na Slici 7.6.b), dok je EURIBOR drugi najzastupljeniji u skladu s valutnom strukturom u kojoj prednjači euro.

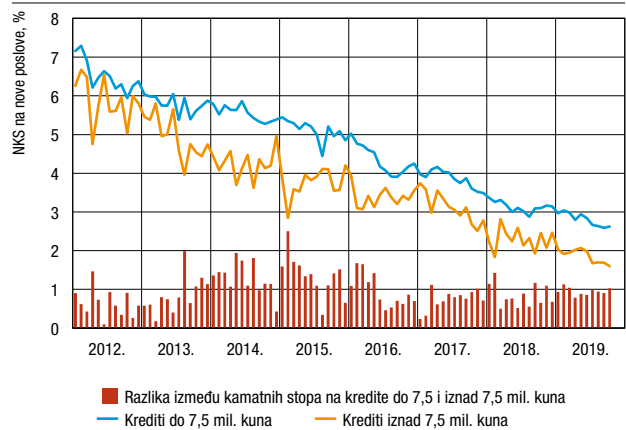
Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za treće tromjesečje 2019. standardi odobravanja kredita poduzećima ublažili su se, no znatno slabijim intenzitetom nego tijekom drugog tromjesečja (Slika 7.7.). Navedeno ublažavanje nastavak

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule



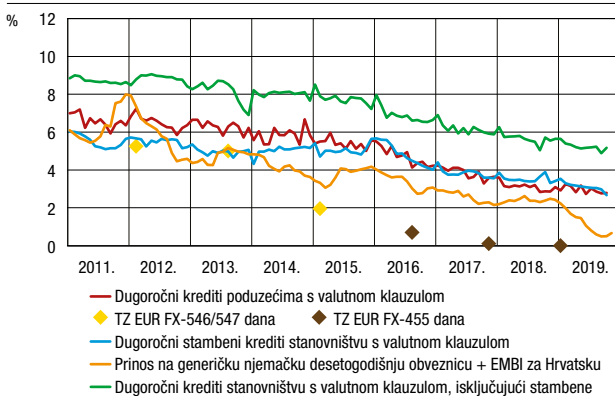
Izvori: MF; HNB

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



Izvor: HNB

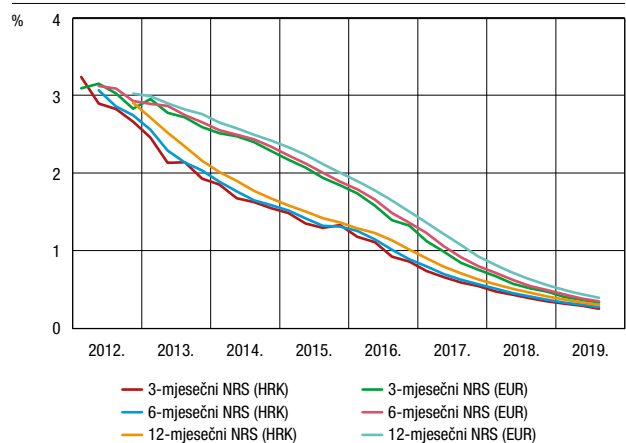
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



Napomena: EMBI je indeks (engl. *Emerging Market Bond Index*) koji pokazuje razliku 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 7.5. Nacionalne referentne stope (NRS)

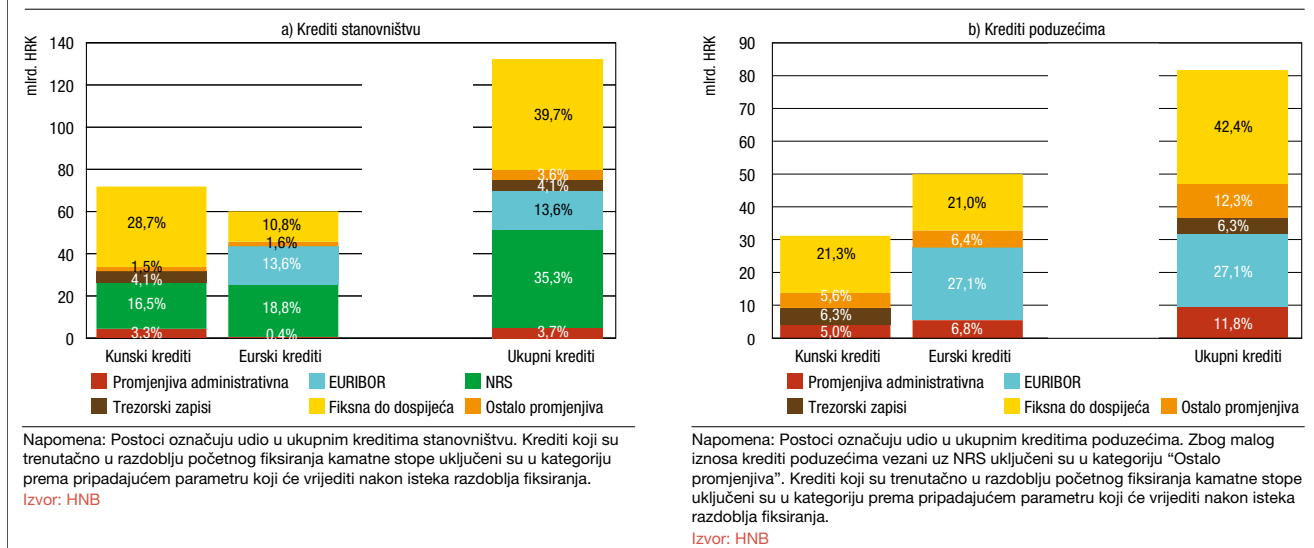


Napomena: Prikazane stope odnose se na stope za sve fizičke i pravne osobe.

Izvor: HUB

22 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 7.6. Struktura kamatnih stopa, listopad 2019.



je višegodišnjeg trenda. Na smanjenje standarda odobravanja kredita poduzećima u trećem tromjesečju uglavnom su djelovali pozitivna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima i povoljni uvjeti na bankovnom tržištu (konkurencija među bankama i likvidnost banaka). S druge strane, potražnja poduzeća za kreditima u trećem se tromjesečju 2019. smanjila, nakon višegodišnjeg razdoblja u kojem se uglavnom bilježilo povećanje potražnje. Smanjenje potražnje bilo je najizraženije kod kratkoročnih kredita i kod kredita velikim poduzećima. Najveći negativan doprinos kreditnoj potražnji imalo je korištenje alternativnih izvora financiranja do kojeg obično lakše dolaze velika poduzeća. Više o ograničenjima privatnih poduzeća u pribavljanju izvora financiranja vidi u Okviru 5. Pristup poduzeća izvorima financiranja.

Kad je riječ o standardima odobravanja kredita stanovništvu, u trećem se tromjesečju 2019. nastavilo njihovo pooštavanje (Slika 7.8.). Kao i u drugom tromjesečju, pooštavanje standarda bilo je izraženije kod odobravanja potrošačkih i ostalih kredita, na što je utjecalo usklađivanje s Preporukom o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima, kojom se, između ostalog, kreditnim institucijama preporučuje primjena

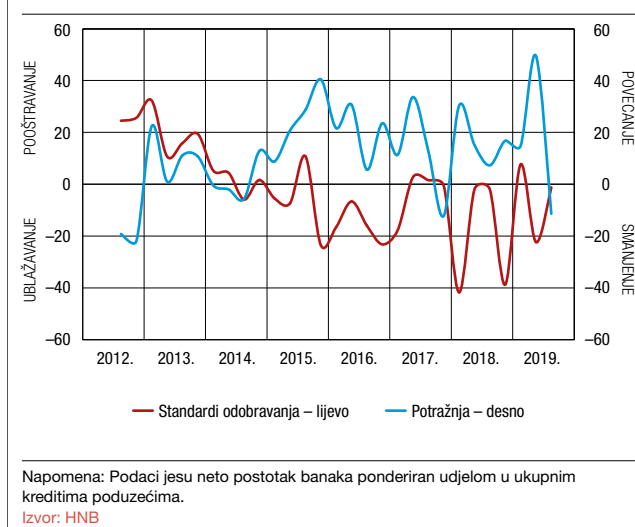
opreznijih uvjeta novoga gotovinskog nenamjenskoga kreditiranja, posebno onog s duljim rokovima dospelja. Pritom se potražnja za potrošačkim i ostalim kreditima nastavila smanjivati, i to znatno izraženije nego u drugom tromjesečju, dok je potražnja za stambenim kreditima nastavila rasti potaknuta rastom pouzdanja potrošača i boljom perspektivom tržišta nekretnina.

Ukupni dug nefinancijskih poduzeća smanjio se u trećem tromjesečju 2019. godine, ponajviše zbog smanjenja inozemnog duga poduzeća, a primjetno se smanjio i dug poduzeća prema domaćim vjerovnicima (Slika 7.9.). Pritom se godišnja stopa promjene ukupnog duga na kraju trećeg tromjesečja spustila u negativno područje, na $-1,1\%$ (na osnovi transakcija). Pokretač godišnjeg pada ukupnog duga bilo je razduživanje privatnih poduzeća, posebice u zemlji, što odražava i jednokratne učinke aktivacije državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima i smanjivanje potraživanja od grupe Agrokor, dok su javna poduzeća povećala inozemni dug koji je tek donekle bio ublažen padom domaćeg duga.

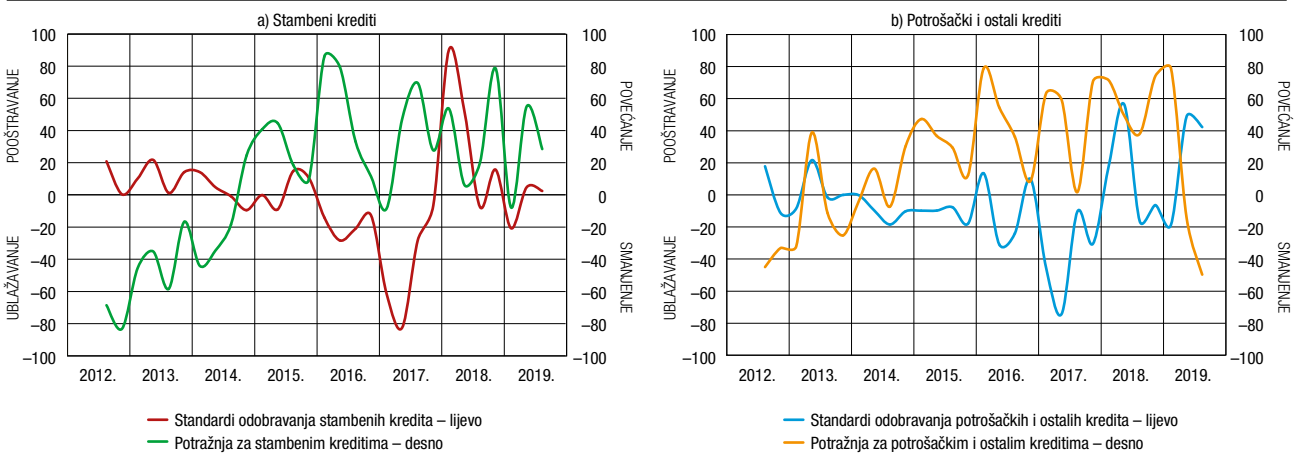
Domaći plasmani kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima smanjili su se u prvih deset mjeseci 2019. za 0,9 mlrd. kuna ili $-1,1\%$ (na osnovi transakcija, Slika 7.10.). Promatra li se na godišnjoj razini, plasmani poduzećima krajem listopada zabilježili su smanjenje od $-2,5\%$. Osim slabljenja kreditne aktivnosti, na to su uvelike utjecali jednokratni učinci (aktivacija državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima i smanjivanje potraživanja od grupe Agrokor, povezano i s operativnom provedbom nagodbe) koji su potisnuli godišnju stopu promjene plasmana poduzećima u negativno područje. Ako se isključe spomenuti jednokratni učinci, plasmani poduzećima usporili su se, što je posljedica pada kreditiranja velikih poduzeća, dok su istovremeno mikro, mala i srednja poduzeća ostvarivala rast (Slika 7.11.). Što se tiče nominalnog stanja, godišnji pad plasmana poduzećima produbio se na $-4,4\%$ te je bio zamjetno niži od rasta na osnovi transakcija, što je uglavnom posljedica prodaja nenaplativih plasmana poduzećima.

Promatra li se kreditiranje poduzeća po djelatnostima (Slika 7.12.), primjećuje se da djelatnost pružanja smještaja i hrane i nadalje pozitivno pridonosi rastu plasmana, no taj se doprinos smanjuje tijekom posljednje dvije godine. Blagim pozitivnim doprinosom rastu plasmana ističu se još djelatnosti trgovine, ali i građevinarstva, u kojem su povoljna kretanja uslijedila nakon višegodišnjeg razduživanja. S druge strane, za razliku od nekoliko prethodnih godina, prerađivačka industrija negativno je

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima

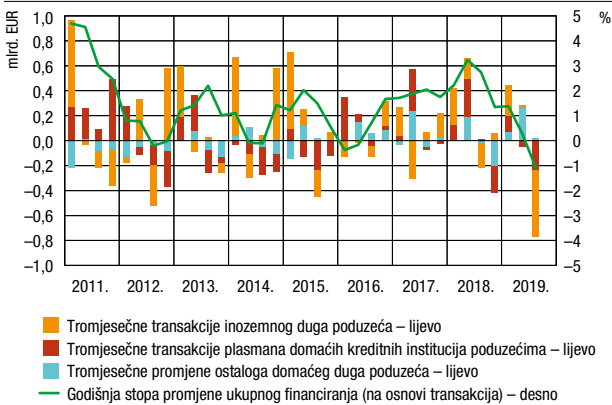


Slika 7.8. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu



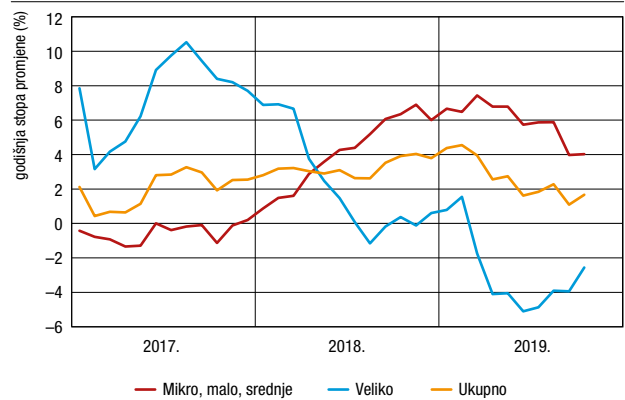
Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.
Izvor: HNB

Slika 7.9. Financiranje poduzeća



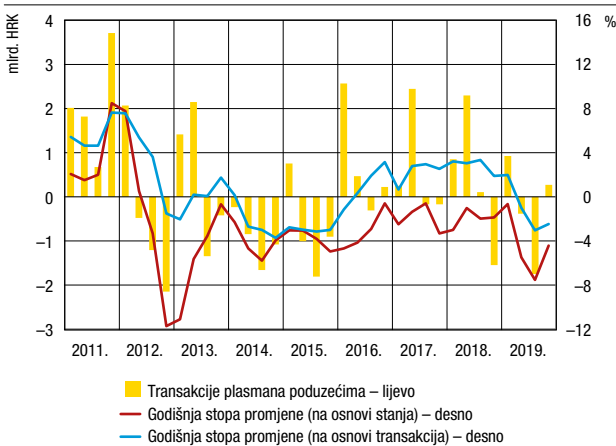
Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za leasing i HBOR-a. Inozemni dug isključuje učinak pretvaranja inozemnog duga u kapital. Sve su promjene izračunate na osnovi transakcija (osim za ostali domaći dug).
Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.11. Rast plasmana poduzećima po veličini na osnovi transakcija



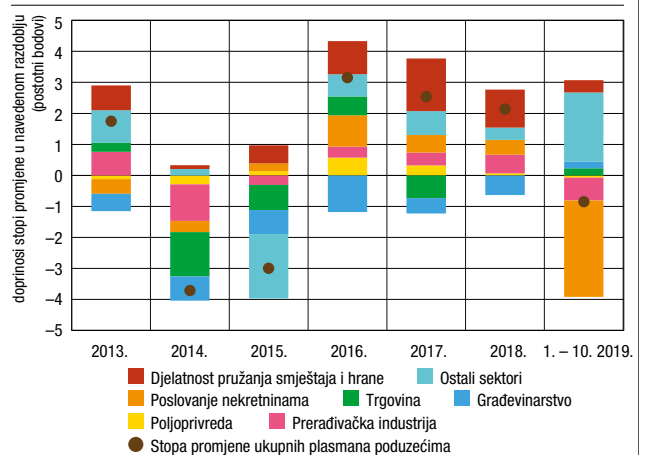
Napomena: Podaci su prilagođeni za procjenu učinka aktivacije državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima te smanjivanja potraživanja od grupe Agrokor, povezanog i s operativnom provedbom nagodbe.
Izvor: HNB

Slika 7.10. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



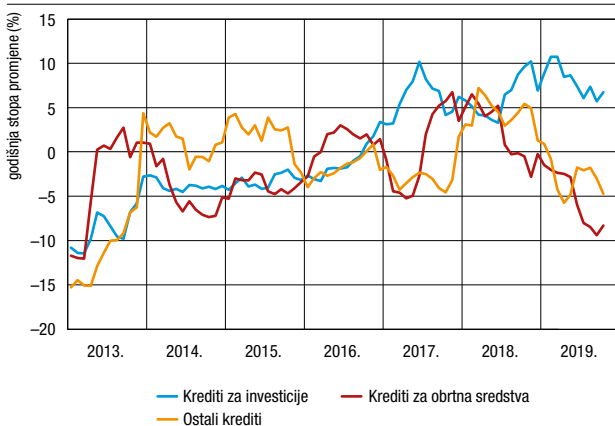
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na listopad.
Izvor: HNB

Slika 7.12. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 7.13. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



Izvor: HNB

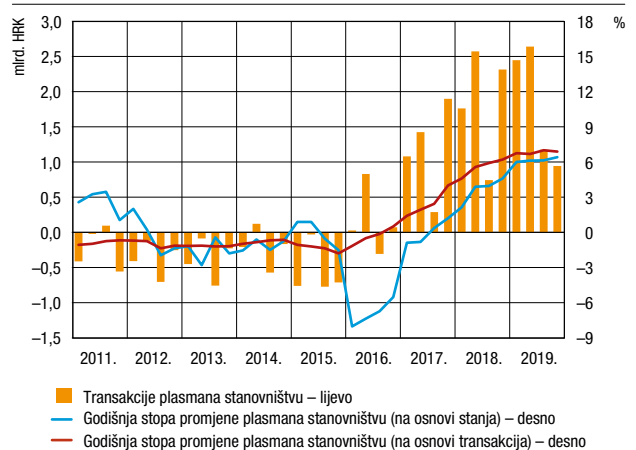
pridonijela rastu plasmana, na što je djelomice utjecala i aktivacija državnih jamstava za kredite brodogradilištima. Negativan doprinos zabilježen je i kod poslovanja nekretnina, no on je isključivo posljedica promjene djelatnosti jednoga velikog poduzeća.²³ Promatraju li se krediti poduzeća prema namjeni, slabljenje ukupne kreditne aktivnosti posljedica je godišnjeg pada kredita za obrtna sredstva i ostalih kredita, dok krediti za investicije i dalje bilježe godišnji rast, premda nešto malo sporiji nego krajem prethodne godine (Slika 7.13.).

Oporavak kreditiranja stanovništva započeo krajem 2016. bio je praćen kontinuiranim ubrzavanjem godišnjeg rasta koji se tijekom druge polovine 2019. stabilizirao na razini od oko 7% (na osnovi transakcija, Slika 7.14.). Na kreditnu aktivnost stanovništva i nadalje povoljno utječu pad troškova financiranja, rast zaposlenosti i snažno pouzdanje potrošača. Promatra li se struktura kredita, glavni pokretač rasta i dalje su gotovinski nenamjenski krediti (Slika 7.15.), no njihov se godišnji rast polako usporio nakon veljače te je na kraju listopada iznosio 11,8% (na osnovi transakcija). Na to je utjecala i spomenuta Preporuka HNB-a o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima. S druge strane, stambeni su krediti tijekom druge polovine ubrali svoj rast na godišnjoj razini koji je u listopadu dosegao 5,1% (na osnovi transakcija). Na to je utjecao i nastavak provođenja programa Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita.

Projicirana kretanja

Ukupni plasmani (isključujući državu) u 2019. mogli bi ostvariti porast na godišnjoj razini od 3,1% (na osnovi transakcija), nakon 4,4% u 2018. Ocjenjuje se kako bi sporiji rast

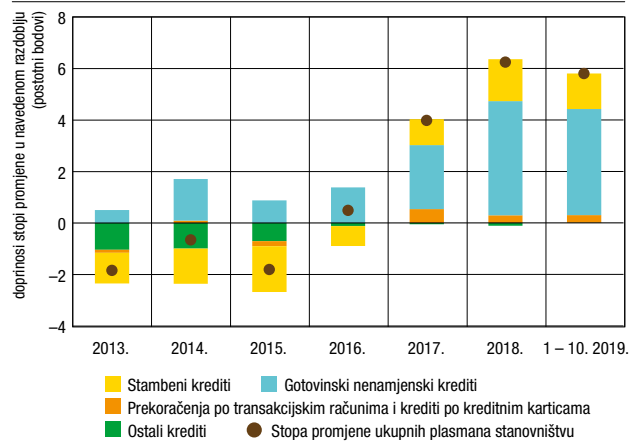
Slika 7.14. Plasmani stanovništvu



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na listopad.

Izvor: HNB

Slika 7.15. Rast plasmana stanovništvu po vrsti kredita na osnovi transakcija



Izvor: HNB

ukupnih plasmana mogao biti posljedica pada plasmana poduzećima i ostalim financijskim institucijama, dok bi kreditiranje stanovništva bilo intenzivnije nego na kraju prethodne godine. Što se tiče nominalnog stanja, rast ukupnih plasmana u 2019. i dalje će biti niži od rasta na osnovi transakcija zbog nastavka utjecaja prodaja nenaplativih potraživanja. Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta ocjenjuju se kao uravnoteženi.

²³ U listopadu je jedno veliko poduzeće zabilježilo promjenu djelatnosti iz L Poslovanje nekretninama u E Opskrba vodom, uklanjanje otpadnih voda, gospodarenje otpadom te djelatnosti sanacije okoliša. Zbog toga je zabilježen snažan pad plasmana kod djelatnosti Poslovanja nekretninama, a značajan rast kod Ostalih sektora u koje je uključena i djelatnost Opskrbe vodom.

Okvir 5. Pristup poduzeća izvorima financiranja

Rezultati analize ne upućuju na postojanje znatnih poteškoća poduzeća u pribavljanju izvora financiranja budući da u posljednje tri godine financijska ograničenja ne odstupaju znatno od onih zabilježenih u razdoblju prije financijske krize. Tako je udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem u razdoblju od 2016. do 2018. iznosio 8%, s relativnim ograničenjem 49% te poduzeća bez financijskog ograničenja 43%. Nakon izbijanja krize 2008. vidljivo je pooštavanje financijskih ograničenja, koja su vrhunac dosegla 2010., a snažnije ublažavanje ograničenja krenulo je 2013., neposredno prije početka oporavka gospodarske aktivnosti. Naj snažnije pooštavanje financijskih ograničenja zabilježeno je u građevinarstvu, a potom u trgovini i prerađivačkoj industriji, dok je u ostalim djelatnostima taj rast bio manje izražen.

Financijska ograničenja, odnosno poteškoće poduzeća u pribavljanju izvora financiranja po prihvatljivoj cijeni, mogu biti prepreka produktivnim investicijama, što negativno djeluje na dugoročni gospodarski rast i zaposlenost. Budući da u financijskim izvještajima poduzeća ne postoji posebna stavka koja bi upućivala na probleme poduzeća u pristupu financiranju, u literaturi se za procjenu financijskih ograničenja, između ostaloga, koriste financijski pokazatelji na razini poduzeća.

U ovom se okviru koriste međudnosi pet financijskih

pokazatelja²⁴ na razini poduzeća, a to su investicije, jaz financiranja, promjena financijskog duga, promjena vlasničke glavnice i kamatna stopa na financijski dug.²⁵ Za izračun financijskih pokazatelja koriste se podaci godišnjih financijskih izvještaja Fine od 2002. do 2018., pri čemu su obuhvaćena samo nefinancijska poduzeća iz privatnog sektora koja imaju zaposlene osobe u barem dvije godine te imaju financijski dug, što rezultira prosječnim godišnjim obuhvatom od oko 25 tisuća poduzeća koja u prosjeku obuhvaćaju oko 65% zaposlenih i prihoda od prodaje privatnih poduzeća.

Poduzeća se na osnovi 11 kombinacija financijskih pokazatelja razvrstavaju u jednu od tri skupine: (i) poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem, (ii) poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem i (iii) poduzeća bez financijskog ograničenja (Tablica 1.). Općenito, poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem jesu poduzeća koja nemaju pristup financiranju, poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem imaju pristup samo skupim izvorima financiranja, dok se poduzeća bez financijskih ograničenja mogu jeftinije financirati na tržištu ili im dodatna financijska sredstva nisu ni potrebna.

Prije krize, u razdoblju od 2003. do 2007., udjeli poduzeća prema stupnju financijskog ograničenja u ukupnom broju

Tablica 1. Klasifikacija financijskih ograničenja²⁶

Oznaka ograničenja	% opažanja	Investicije	Jaz financiranja	Promjena financijskog duga	Promjena vlasničke glavnice	Kamatna stopa na dug
Poduzeća bez financijskog ograničenja (N)						
1	1,7	<0	<0	>0	>0	
2	4,1	<0	<0	<=0	>0	
3	19,4	>=0	<0	>0		
4	15,9	>0	>=0	>0		<=medijan
Poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem (R)						
5	32,5	>=0	<0	<=0		
6	5,4	>=0	>=0	<=0	>0	
7	0,9	<0	<0	>0	<=0	
8	7,8	>=0	>=0	>0		>=medijan
Poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem (A)						
9	7,7	>=0	>=0	<=0	<=0	
10	2,3	<0	>=0			
11	2,2	<0	<0	<=0	<=0	

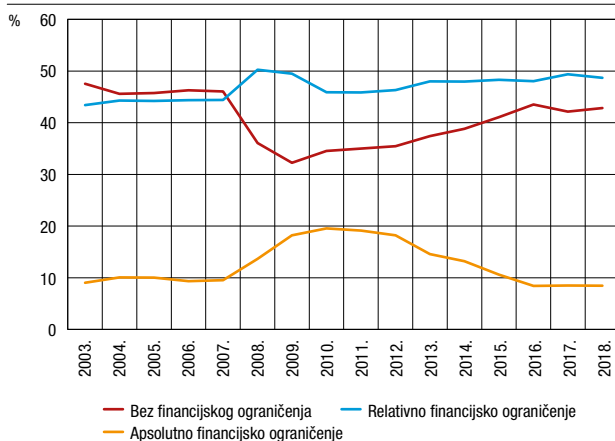
Izvori: Fina; izračun HNB-a

24 Ova se metodologija često koristi u literaturi, iako postoje varijacije u broju financijskih pokazatelja, međudnosima koji se koriste za određivanje stupnja financijskog ograničenja, ali i samim klasifikacijama tih međudnosa. Vidi, primjerice, Pál, R. i Ferrando, A. (2006.): *Financing constraints and firm's cash policy in the euro area*, ECB Working Paper br. 642; Ferrando, A., Iudice, M., Altomonte, C., Blank, S., Felt, M.-H., Meinen, P., Neugebauer, K. i Siedschlag, I. (2015.): *Assessing the financial and financing conditions of firms in Europe: the financial module in CompNet*, ECB Working Paper br. 1836; Ferrando, A. i Ruggieri, A. (2018.): *Financial constraints and productivity: Evidence from euro area companies*, International Journal of Finance & Economics br. 23.

25 Investicije se definiraju kao promjena dugotrajne materijalne imovine uvećana za amortizaciju, dok se jaz financiranja odnosi na razliku između investicija i novčanog toka koji se aproksimira kao zbroj dobiti ili gubitka razdoblja i amortizacije. Pritom negativna vrijednost jaza financiranja označuje poduzeće koje može u potpunosti iz vlastitoga novčanog toka financirati investicije, dok je u suprotnom potrebno pribaviti i vanjska sredstva. Financijski dug, koji se također koristi kao jedan od pokazatelja, obuhvaća dug prema bankama i dug po vrijednosnim papirima. Nadalje, pokazatelj koji odražava ukupno poslovanje poduzeća jest promjena vlasničke glavnice ili kapitala. Računovodstvena dobit ili gubitak koje poduzeće ostvaruje najvažniji je izvor varijacije kapitala, ali promjena vlasničke glavnice rezultat je i drugih činitelja, poput pribavljanja novoga vanjskog vlasničkog financiranja. Posljednji korišteni pokazatelj, kamatna stopa na dug, aproksimira se omjerom troškova kamata i prosječnoga financijskog duga.

26 Manji dio poduzeća bez financijskog ograničenja odnosi se na poslovne subjekte koji povećavaju vlasničku glavnica (oznaka 2 u Tablici 1.) ili glavnica i dug (1) u uvjetima negativnih investicija i negativnog jaza financiranja. S druge strane, najveći broj poduzeća bez financijskog ograničenja odnosi se na poduzeća koja imaju pozitivne investicije, i to ona koja se zadužuju unatoč dostatnim vlastitim sredstvima (3) i ona koja nedostajuća sredstva pribavljaju uz kamatnu stopu nižu od medijalne pri čemu se medijalna kamatna stopa izračunava za pojedinu godinu (4). Najveći dio poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem obuhvaća ona poduzeća koja ne povećavaju dug u uvjetima dostatnih vlastitih sredstava za financiranje investicija (5), dok drugu najbrojniju skupinu čine poduzeća koja nedostajuća sredstva za investicije pribavljaju uz kamatnu stopu višu od medijalne u pojedinoj godini (8). Ostala poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem obuhvaćaju poduzeća koja ne povećavaju dug, ali povećavaju vlasničku glavnica kako bi zbog nedostajućih sredstava financirala investicije (6) i ona poduzeća koja ne povećavaju vlasničku glavnica, ali povećavaju dug u uvjetima negativnih investicija (7). Što se tiče poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem, naj snažnije ograničenje imaju poduzeća s negativnim investicijama i pozitivnim jazom financiranja (10) budući da to upućuje na negativni novčani tok. Ostala poduzeća s apsolutnim ograničenjem ne povećavaju ni financijski dug ni vlasničku glavnica (9 i 11).

Slika 1. Financijska ograničenja poduzeća



Napomena: Prikazani su udjeli u ukupnom broju poduzeća uzorka.
Izvori: Fina; izračun HNB-a

poduzeća bili su stabilni (Slika 1.). Pritom je udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem iznosio oko 10%, dok je udio poduzeća bez financijskog ograničenja (46%) bio tek neznatno veći od udjela poduzeća s relativnim ograničenjem (44%). Nastupom krize 2008., ograničenja se počinju pooštavati pa se udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem udvostručio, dok se udio poduzeća bez ograničenja znatno smanjio. U godinama oporavka koje su uslijedile nakon krize, financijska

Tablica 2. Matrica tranzicije

Tekuća godina	Iduća godina			%
Cijelo razdoblje 2003. – 2018.				
	N	R	A	Ukupno
N	33,8	51,9	14,3	100
R	28,6	58,9	12,5	100
A	21,3	35,7	43,0	100
Prije krize 2003. – 2007.				
	N	R	A	Ukupno
N	40,8	47,8	11,4	100
R	33,5	57,1	9,4	100
A	30,6	33,4	36,0	100
Kriza 2008. – 2014.				
	N	R	A	Ukupno
N	30,9	51,5	17,6	100
R	25,3	58,6	16,1	100
A	17,6	33,9	48,5	100
Nakon krize 2015. – 2018.				
	N	R	A	Ukupno
N	34,4	56,0	9,6	100
R	30,3	60,8	8,9	100
A	19,2	40,1	40,6	100

Napomena: Prikazani su prosječni godišnji udjeli (%) poduzeća prema financijskom ograničenju u dvije uzastopne godine unutar navedenih razdoblja. N – bez financijskog ograničenja, R – relativno financijsko ograničenje, A – apsolutno financijsko ograničenje
Izvori: Fina; izračun HNB-a

su se ograničenja zamjetno ublažila, a od 2016. udjeli svih skupina ponovno su se stabilizirali, i to na razinama podjednakima onima prije krize. Tako je udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem u razdoblju od 2016. do 2018. iznosio 8%, dok je udio poduzeća bez financijskog ograničenja (43%) bio nešto niži od onog s relativnim ograničenjem (49%).

Financijska ograničenja poduzeća relativno su stabilna budući da u prosjeku oko 45% poduzeća dvije uzastopne godine ne mijenja skupinu u kojoj se nalazi, neovisno o promatranom razdoblju (Tablica 2.). Pritom na uzorku cijelog razdoblja 33,8% poduzeća bez financijskog ograničenja ne prelazi u drugačiju skupinu u idućoj godini, u usporedbi s 58,9% poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem. Što se tiče prelazaka između skupina, primjerice, godišnje je tijekom krize prosječno 17,6% poduzeća bez financijskog ograničenja postalo apsolutno financijski ograničeno, u usporedbi s 9,6% poduzeća nakon krize.

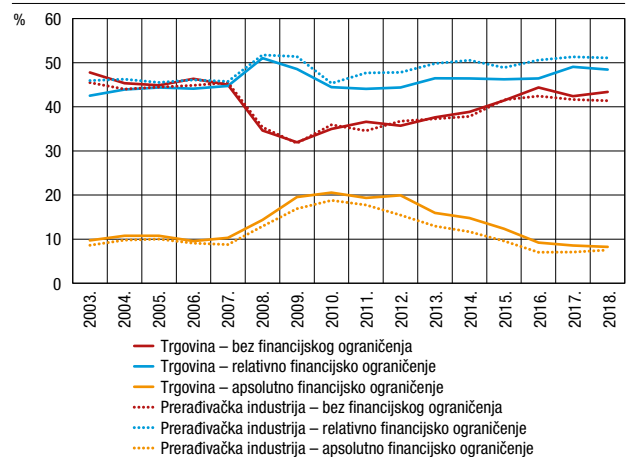
Financijska ograničenja prema djelatnosti

Trgovina i prerađivačka industrija dvije su najzastupljenije djelatnosti²⁷ u analiziranom uzorku. Kretanja financijskih ograničenja tih dviju djelatnosti vrlo su slična u promatranom razdoblju od 2003. do 2018. (Slika 2.), pri čemu trgovina bilježi malo veći udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem i niži udio poduzeća s relativnim financijskim ograničenjem, dok su udjeli poduzeća bez financijskog ograničenja gotovo jednaki.

Za razliku od trgovine i prerađivačke industrije, financijska ograničenja građevinske djelatnosti zamjetno su kolebljivija (Slika 3.). Prije krize najveći su udio imala poduzeća bez financijskog ograničenja, dok je u krizi udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem utrostručen, s oko 9% u 2007. na gotovo 27% u 2011. godini. Oporavkom gospodarske aktivnosti i potražnje za nekretninama udio poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem vratio se na prekriznu razinu, a udio poduzeća bez financijskog ograničenja opet je postao najzastupljeniji. Takva kretanja odražavaju snažnu cikličnost građevinarstva i usku povezanost s investicijama koje su najkolebljivija komponenta bruto domaćeg proizvoda.

Glavnina poduzeća ostalih djelatnosti odnosi se na stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti, djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane kao i prijevoz te skladištenje.

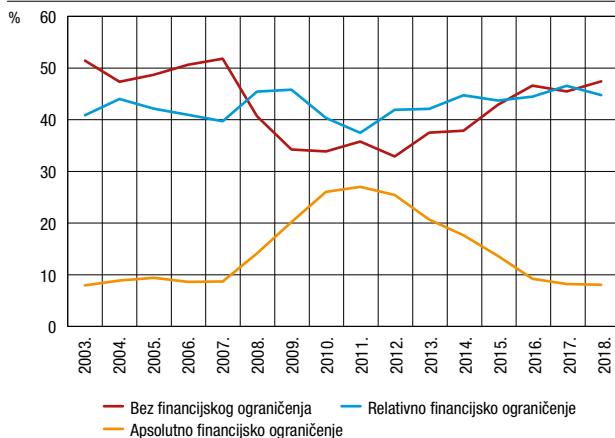
Slika 2. Financijska ograničenja poduzeća u trgovini i prerađivačkoj industriji



Napomena: Prikazani su udjeli u ukupnom broju poduzeća pripadajuće djelatnosti.
Izvori: Fina; izračun HNB-a

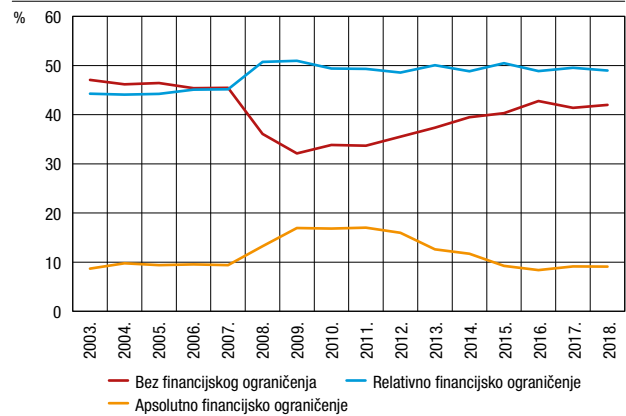
²⁷ Djelatnosti se odnose na jednoslovne oznake područja NKD-a 2007., pri čemu su nazivi pojedinih djelatnosti skraćeni pa se primjerice Trgovina odnosi na djelatnost G-Trgovina na veliko i malo; Popravak motornih vozila i motocikala.

Slika 3. Financijska ograničenja poduzeća u građevinarstvu



Napomena: Prikazani su udjeli u ukupnom broju poduzeća građevinske djelatnosti.
Izvori: Fina; izračun HNB-a

Slika 4. Financijska ograničenja poduzeća u ostalim djelatnostima



Napomena: Prikazani su udjeli u ukupnom broju poduzeća ostalih djelatnosti. Ostale djelatnosti uključuju sve djelatnosti osim trgovine, prerađivačke industrije i građevinarstva.
Izvori: Fina; izračun HNB-a

Kretanja financijskih ograničenja poduzeća ostalih djelatnosti slična su ukupnim kretanjima, ali zabilježene su uglavnom povoljnije razine ograničenja (Slika 4.). U krizi je rast udjela poduzeća s apsolutnim financijskim ograničenjem bio manje izražen

nego kod triju najzastupljenijih djelatnosti. Također, u posljednjim se godinama taj udio stabilizirao na malo povoljnijoj razini u odnosu na prethodne godine.

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

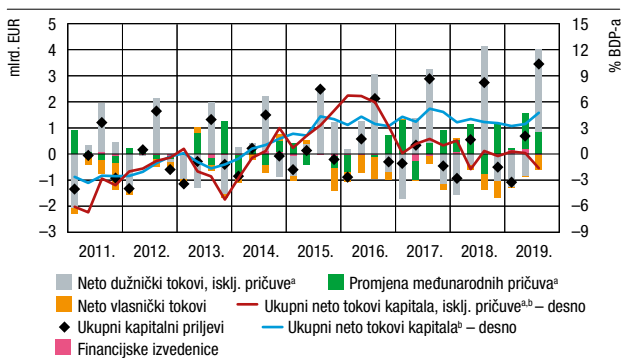
Povećanje viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u trećem je tromjesečju 2019. bilo praćeno zamjetnim neto odljevom kapitala na financijskom računu (Slika 8.1.). Tako su neto inozemne obveze, isključujući promjenu pričuva i obveza HNB-a, smanjene za 2,6 mlrd. EUR kao rezultat smanjenja neto dužničkih obveza svih domaćih sektora, a poglavito banaka. Nasuprot tome, povećane su neto vlasničke obveze. Istodobno se neto inozemna pozicija središnje banke dodatno poboljšala.

Ostvareni neto priljev vlasničkih ulaganja od 0,5 mlrd. EUR u trećem tromjesečju 2019. ponajviše se odnosi na zadržanu dobit domaćih poduzeća u vlasništvu nerezidenata (poglavito

u djelatnostima financijskog posredovanja, pružanja smještaja i trgovini), koja se blago povećala u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Na godišnjoj su se razini primjetno povećala i nova izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku, koja su osim ulaganja u nekretnine u znatnoj mjeri ostvarena i u prerađivačkoj industriji, posebice automobilske industriji te djelatnosti proizvodnje prehrambenih proizvoda (Slika 8.2.). Istodobno su na strani imovine porasla portfeljna ulaganja domaćih institucionalnih ulagača u inozemne dionice i vlasničke udjele.

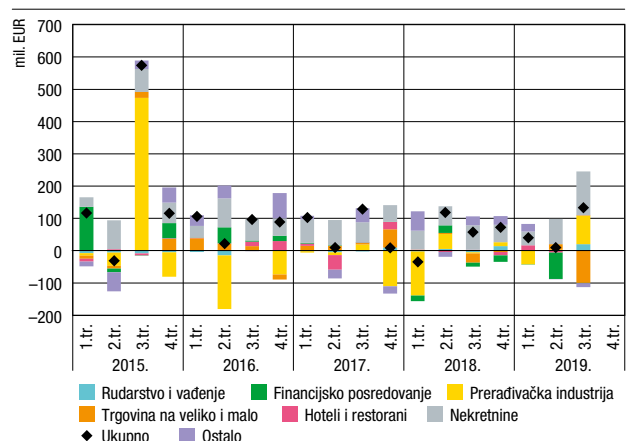
Snažno smanjenje neto dužničkih obveza u trećem tromjesečju 2019. (za 3,2 mlrd. EUR, isključujući promjenu

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



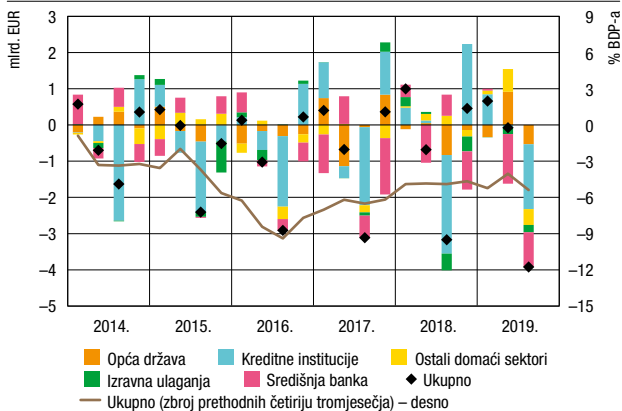
^a Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.
^b Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja
Napomena: Neto tokovi jesu razlika između promjene sredstava i obveza. Vlasnički tokovi obuhvaćaju samo promjenu inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja, zadržane dobiti i portfeljnih vlasničkih ulaganja, dok je neto zaduživanje kod vlasnički povezanih poduzeća dio dužničkih tokova kapitala. Pozitivna vrijednost označuje neto odljev kapitala u inozemstvo.
Izvor: HNB

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



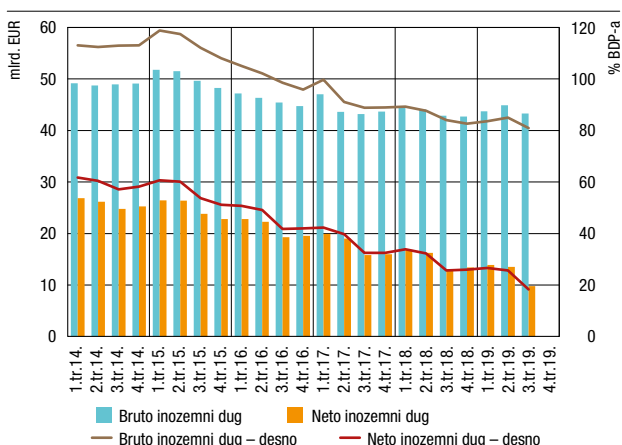
Napomena: Transakcije čine promjenu duga isključujući međuvalutne promjene i ostale prilagodbe. Neto inozemni dug jest bruto inozemni dug umanjen za dužnička potraživanja prema inozemstvu.

Izvor: HNB

međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) posljedica je povećanja inozemne imovine praćenog još izrazitijim smanjenjem inozemnih obveza domaćih sektora. Pritom su svoju neto inozemnu poziciju najviše poboljšale kreditne institucije (Slika 8.3.), iako manje nego u istom razdoblju prethodne godine. Nadalje, svoju su neto inozemnu poziciju znatno poboljšali ostali domaći sektori, prije svega privatna nefinancijska poduzeća razduživanjem prema vlasnički povezanim i ostalim vjerovnicima. Također su se smanjile neto obveze sektora države. Istodobno poboljšanje neto inozemne pozicije središnje banke odražava rast međunarodnih pričuva zbog otkupa deviza putem deviznih intervencija te, u manjoj mjeri, porasta depozita države.

Relativni pokazatelji inozemne zaduženosti dodatno su se poboljšali (Slika 8.4.). Tako je na kraju rujna 2019. bruto inozemni dug iznosio 43,3 mlrd. EUR odnosno 81,0% BDP-a, što je za 1,7 postotnih bodova manje nego na kraju 2018. godine, a posljedica je rasta nominalnog BDP-a, dok se stanje bruto duga u apsolutnom iznosu povećalo zbog nepovoljnog učinka međuvalutnih promjena i ostalih prilagodbi. S obzirom na to da se istodobno snažno povećala inozemna imovina, poboljšanje relativnog pokazatelja neto inozemne zaduženosti bilo je još

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

izrazitije. Tako je na kraju rujna 2019. neto inozemni dug iznosio 9,8 mlrd. EUR, odnosno 18,4% BDP-a, što je za 7,6 postotnih bodova manje nego na kraju 2018. godine.

Zamjetno smanjenje neto inozemne zaduženosti odrazilo se i na snažno poboljšanje stanja međunarodnih ulaganja (Slika 8.5.), koje je na kraju rujna 2019. iznosilo -49,7% BDP-a, u usporedbi s -57,9% BDP-a na kraju 2018. godine. Takva su kretanja posljedica nastavka smanjivanja neto dužničkih obveza domaćih sektora, pri čemu se ističe pozitivan doprinos poboljšanja neto inozemne pozicije središnje banke te, u manjoj mjeri, kreditnih institucija.

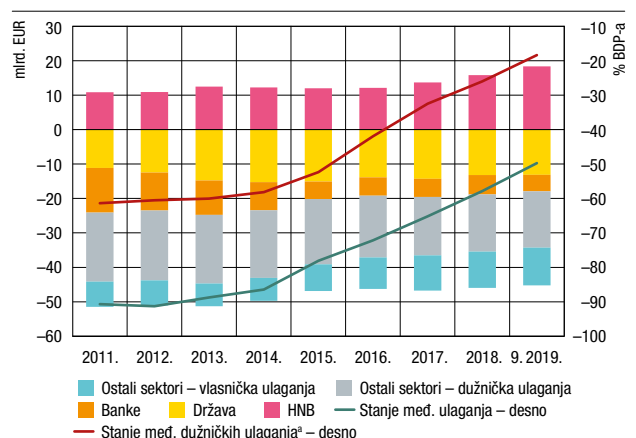
Projicirana kretanja

Na financijskom računu platne bilance na razini cijele 2019. mogao bi se nastaviti neto odljev kapitala, i to snažnijim intenzitetom negoli prethodne godine. Pritom neto odljev kapitala odražava nastavak smanjivanja neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu te znatan rast međunarodnih pričuva. Istodobno bi neto priljev vlasničkih ulaganja mogao biti manji nego prethodne godine.

Ocjena neto priljeva vlasničkih ulaganja u cijeloj 2019. manja je od prošlogodišnjeg ostvarenja ponajprije zbog slabijeg rasta obveza uz istodobno malo snažniji rast inozemne imovine. Slabiji rast obveza na osnovi vlasničkih ulaganja posljedica je manje zadržane dobiti u odnosu na prethodnu godinu, čime se uvažavaju ostvarenja u dosadašnjem dijelu godine. Naime, podaci za prvih devet mjeseci pokazuju da se profitabilnost banaka i poduzeća u stranom vlasništvu povećala, ali je rast isplaćenih dividendi bio još snažniji, pa se stoga zadržana dobit smanjila. S druge strane, isključuje li se transakcije pretvaranja duga u kapital, očekuje se malo veći priljev novih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku u usporedbi s prethodnom godinom, pri čemu bi ona, na tragu ostvarenja u posljednjih nekoliko godina, uglavnom mogla biti zabilježena u sektorima nerazmjernih dobara i usluga. Istodobno je veća ocjena rasta inozemne imovine uglavnom povezana s portfeljnim vlasničkim ulaganjima u inozemstvo, u skladu s kretanjima u prva tri tromjesečja 2019. godine.

Što se tiče neto dužničkih obveza, u 2019. očekuje se nastavak trenda razduživanja domaćih sektora prema inozemstvu i poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Tako bi, dijelom i zbog povoljnog utjecaja rasta nominalnog BDP-a, do kraja godine omjer bruto duga i BDP-a mogao pasti na oko 76%. Relativni pokazatelji neto inozemne zaduženosti i stanja međunarodnih

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



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

Izvor: HNB

ulaganja također bi se trebali dodatno poboljšati.

U 2020. neto odljev kapitala mogao bi se usporiti. Pritom se očekuje veći neto priljev vlasničkih ulaganja zbog veće zadržane dobiti na strani obveza i izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku. Neto dužničke obveze domaćih sektora mogle bi se dodatno smanjiti, uz daljnje poboljšavanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Tako bi se do kraja 2020. bruto inozemni dug mogao smanjiti na oko 71% BDP-a. Istodobno se očekuje

nastavak rasta međunarodnih pričuva.

Rizici povezani s projekcijom tokova kapitala ponajviše pro- izlaze iz mogućeg pogoršanja investicijske klime. Istodobno su rizici koji se odnose na moguće pogoršanje uvjeta financiranja slabiji. Unatoč postupnom smanjivanju relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, zbog otprije akumuliranih visokih obveza prema inozemstvu rizici za vanjsku poziciju Hrvatske i nadalje su izraženi.

9. Monetarna politika

HNB je tijekom druge polovine 2019. nastavio voditi ekspanzivnu monetarnu politiku i održavati tečaj kune prema euru relativno stabilnim. Zbog aprecijacijskih pritisaka na tečaj središnja je banka intervenirala u veljači i kolovozu otkupivši od poslovnih banaka ukupno 1,1 mlrd. EUR. Od početka 2019. do početka prosinca HNB je neto otkupio i 224,9 mil. EUR od Ministarstva financija. Tako je svim deviznim transakcijama središnja banka

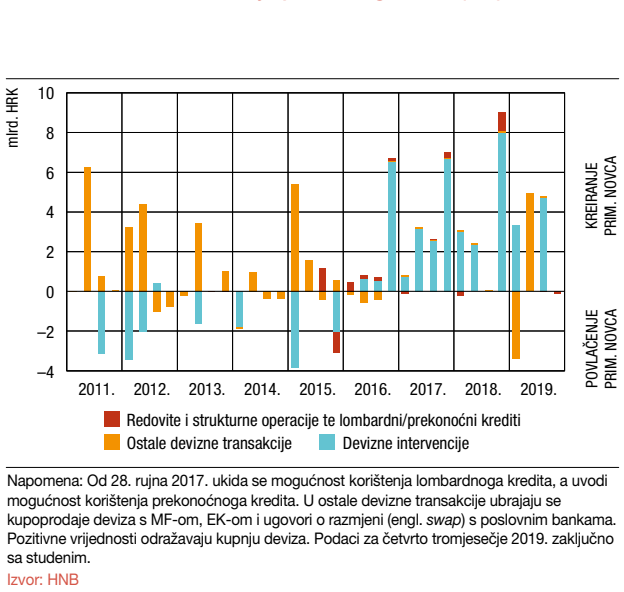
kreirala 9,7 mlrd. kuna primarnog novca (Slika 9.1.).

Kad je riječ o kunkskim operacijama, HNB je nastavio održavati redovite tjedne operacije uz fiksnu kamatnu stopu od 0,3%. Međutim, u uvjetima izrazito velikog viška kunske likvidnosti, još od prosinca 2017. u potpunosti je izostao interes banaka za sredstvima ponuđenima putem ovog instrumenta monetarne politike. Tijekom druge polovine 2019. strukturnim operacijama nisu kreirana dodatna sredstva, a njihovo se stanje blago smanjilo na 1,9 mlrd. kuna krajem studenoga, što je bilo rezultat djelomične prijevremene otplate od strane banaka.

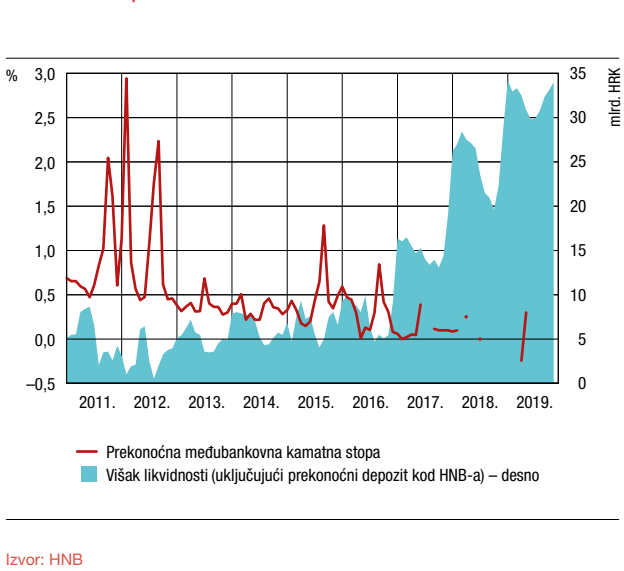
Višak kunske likvidnosti monetarnog sustava nastavio je rasti tijekom druge polovine 2019. dosegnuvši razinu od 34,0 mlrd. kuna u studenome (Slika 9.2.). Ako se promatra prvih jedanaest mjeseci 2019., prosječni višak kunske likvidnosti dosegnuo je 32,2 mlrd. kuna ili gotovo 30% više od prosječnog viška u 2018. godini, što je ponajprije bilo rezultat kreiranja primarnog novca kupnjama deviza od poslovnih banaka. Zbog iznimno visoke likvidnosti, promet na domaćem prekonočnom međubankovnom tržištu bio je vrlo oskudan te je od početka 2019. ostvaren tek u travnju i svibnju. Također, tijekom dva navedena mjeseca provedeno je samo pet transakcija pa prosječna kamatna stopa ne oslikava dobro visoku likvidnost tržišta.

Tečaj kune prema euru na kraju studenoga 2019. iznosio je 7,44 EUR/HRK, što je za 0,3% više nego na kraju istog mjeseca 2018., dok je prosječni tečaj u prvih jedanaest mjeseci 2019. iznosio 7,41 EUR/HRK i bio gotovo jednak tečaju ostvarenom u istom razdoblju prethodne godine (Slika 9.3.). Deviznim intervencijama HNB-a ublaženi su aprecijacijski pritisci na tečaj koji su rezultat viška na tekućem računu u bilanci plaćanja,

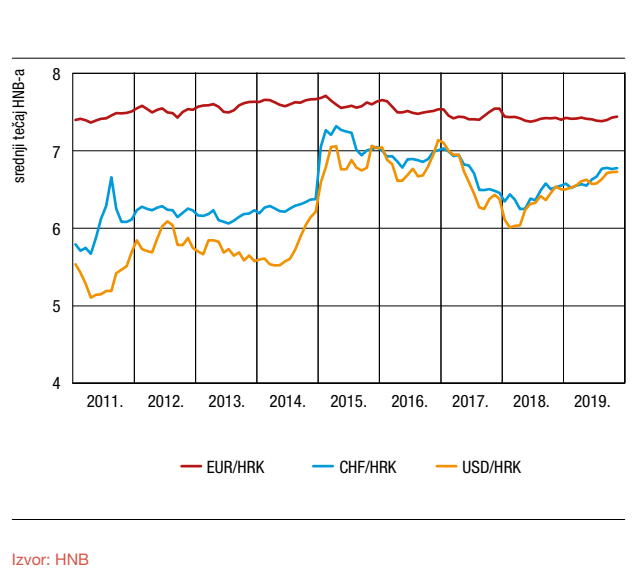
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



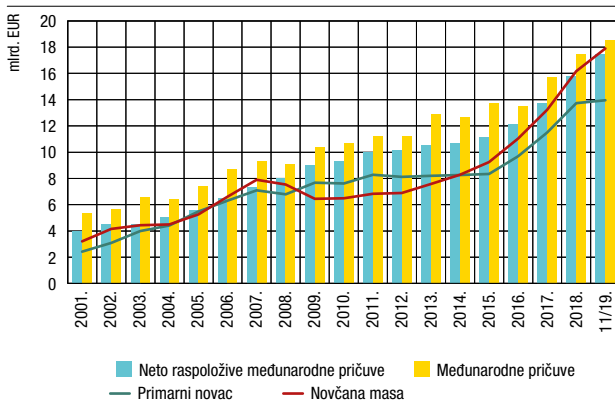
Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekonočna međubankovna kamatna stopa



Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



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). Podatak za novčanu masu u 2019. odnosi se na listopad.

Izvor: HNB

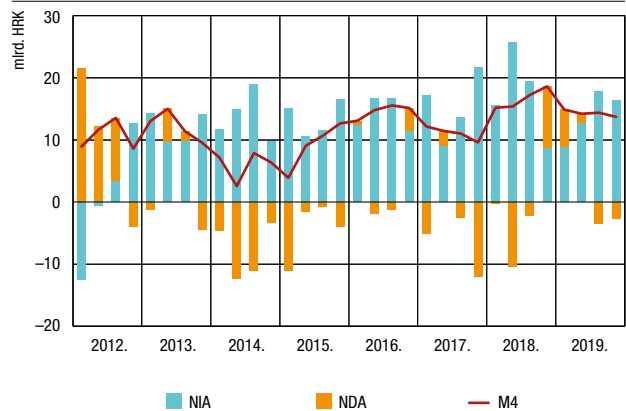
kapitalnih priljeva sredstava od fondova EU-a te smanjenja euroizacije. Tečaj kune prema američkom dolaru i švicarskom franku na kraju studenoga 2019. bio je viši nego na kraju istog mjeseca 2018., što odražava slabljenje eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

Bruto međunarodne pričuve RH na kraju studenoga 2019. iznosile su 18,5 mlrd. EUR (Slika 9.4.) i bile su za 1,1 mlrd. EUR (6,2%) veće nego na kraju 2018. godine. Neto raspoložive pričuve u tom su se razdoblju također povećale za 1,6 mlrd. EUR te su na kraju studenoga dosegnule 17,4 mlrd. EUR. Na povećanje bruto i neto pričuva najviše je djelovao otkup deviza od poslovnih banaka i države, a manjim dijelom i 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).

Iako je godišnji rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) i dalje zamjetan, u listopadu 2019. nastavio se blago usporavati u odnosu na kraj prethodne godine (Slika 9.5.). Pritom je rast M4 i dalje rezultat pozitivne dinamike neto inozemne aktive monetarnog sustava, dok se neto domaća aktiva blago smanjila na godišnjoj razini.

Snažan rast realnih monetarnih agregata nastavio se tijekom prvih deset mjeseci 2019. (Slika 9.6.). Godišnja stopa realnog rasta ukupnih likvidnih sredstava (M4) tako je na kraju listopada iznosila 3,0%, dok su realna novčana masa (M1) i primarni novac (M0) zabilježili godišnje povećanje od 17,4% odnosno 22,1%. Višegodišnjem trendu rasta M1 najviše pridonosi 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

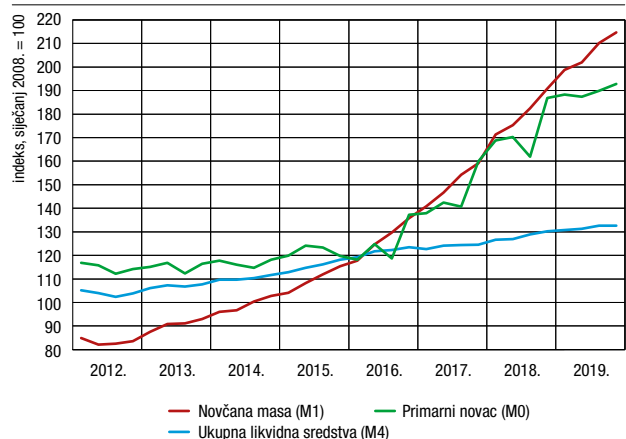
Slika 9.5. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4 apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

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



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

deviznim transakcijama HNB-a.

Monetarna politika zadržat će ekspanzivan karakter uz nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. U uvjetima niske inflacije, povoljnog stanja u bilanci plaćanja i umjerenog rasta plasmana, središnja će banka tako i dalje podupirati visoku likvidnost monetarnog sustava, što pridonosi daljnjem poboljšanju uvjeta financiranja.

10. Javne financije

Prema dostupnim tromjesečnim podacima o izvršenju proračuna konsolidirane opće države u prvoj polovini 2019. ostvaren je, prema metodologiji ESA 2010, proračunski višak od 0,2 mlrd. kuna, što je blago poboljšanje u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine, kada je bio ostvaren manjak od 0,1 mlrd. kuna. Pritom pozitivni saldo opće države u prvoj polovini 2019. odražava ponajprije povoljna kretanja u drugom tromjesečju kada je ostvaren višak od 2,5 mlrd. kuna, dok je u prvom tromjesečju ostvaren manjak proračuna od 2,2 mlrd. kuna. Prema podacima MF-a povoljna kretanja u javnim financijama nastaviti će se i u trećem tromjesečju 2019.

Vlada RH početkom studenoga 2019. usvojila je izmjene i dopune Državnog proračuna i Financijskih planova proračunskih korisnika, pri čemu je smanjila očekivani manjak opće države u 2019. na 0,1% BDP-a s 0,3% BDP-a prema izvornom proračunu. Promjene u rebalansu odražavaju povoljnija ostvarenja prihoda od poreza, najviše od PDV-a, te trošarina i poreza na dobit na temelju povoljnijih makroekonomskih kretanja. Prema

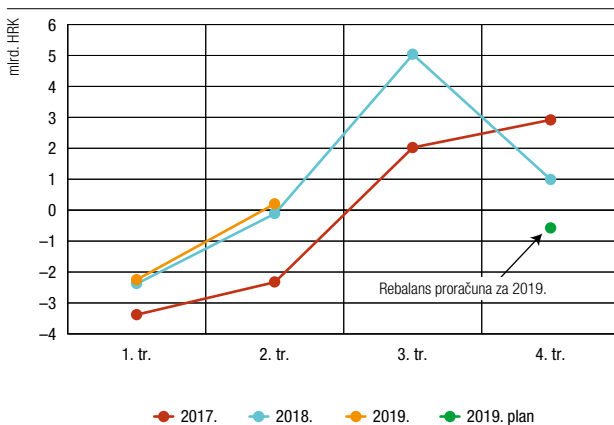
prijedlogu proračuna za 2020. u toj godini predviđa se višak u iznosu od 0,2% BDP-a.

U prvom polugodištu 2019. ostvaren je godišnji rast ukupnih prihoda konsolidirane opće države od 7,5%. Pritom je najznačajniji pozitivan doprinos rastu ukupnih prihoda došao od neizravnih poreza, najviše PDV-a, te ostalih prihoda i izravnih poreza. Kretanje kategorije ostalih prihoda, koja se sastoji od subvencija, vlasničkih dohodaka i ostalih tekućih transfera, vrlo vjerojatno odražava intenziviranje apsorpcije sredstava iz fondova EU-a, a djelomično i bazni učinak slabijeg ostvarenja u istom razdoblju prethodne godine. Izravni su porezi pozitivno pridonijeli rastu ukupnih prihoda, najviše zbog prihoda od poreza na dohodak kao posljedica primjetnog rasta mase plaća zahvaljujući povoljnoj situaciji na tržištu rada. Prihodi od socijalnih doprinosa također su pridonijeli rastu ukupnih prihoda, no nešto slabijim intenzitetom. Pritom je unutar ove kategorije bio primjetan dvojak utjecaj, odnosno pozitivan utjecaj zbog povoljnih kretanja zaposlenosti i plaća te negativan utjecaj uzrokovan izmjenama u sustavu socijalnih doprinosa.

Kada je riječ o rashodnoj strani proračuna konsolidirane opće države, u prvom je polugodištu 2019. zabilježeno znatno povećanje ukupnih rashoda od 7,2% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Navedenom je povećanju ponajviše pridonijela kategorija ostalih rashoda koja uvelike odražava povećanje uplate sredstava u proračun EU-a, ali i bazni učinak. U istom su smjeru na rast ukupnih rashoda djelovale i investicije opće države, podjednako kao i naknade zaposlenicima, intermedijarna potrošnja te socijalne naknade. Nasuprot tome, rashodi za kamate bilježe blagi pad u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine, što odražava nastavak relativno povoljnijih financijskih uvjeta na tržištu kapitala. Nadalje, u istom su smjeru djelovali i rashodi za subvencije, pri čemu se smanjenje može objasniti razlikama u unutargodišnjem rasporedu isplata.

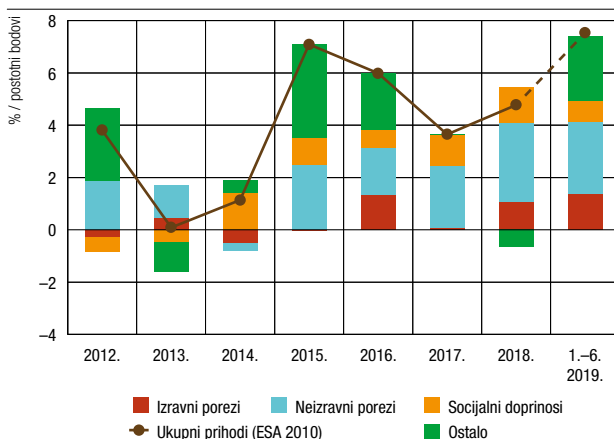
Raspoloživi gotovinski podaci Ministarstva financija za konsolidiranu opću državu za treće tromjesečje 2019., prema metodologiji GFS 2001, upućuju na zamjetno brži rast prihoda (10,7%) u odnosu na rast rashoda (6,2%) na godišnjoj razini. Najveći pozitivni doprinos rastu ukupnih prihoda bilježe porezni prihodi, poglavito PDV-a. Promatra li se rashodna strana proračuna, ukupnom rastu rashoda najviše su pridonijeli izdaci

Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima ESA 2010



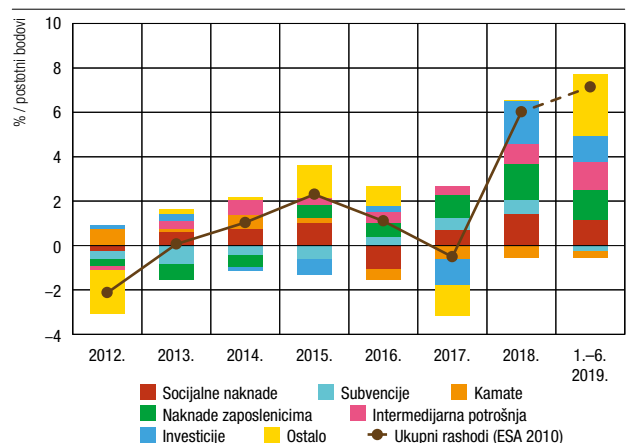
Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

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



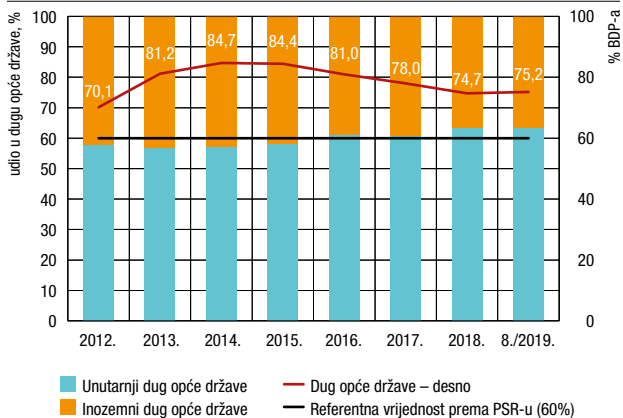
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

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



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

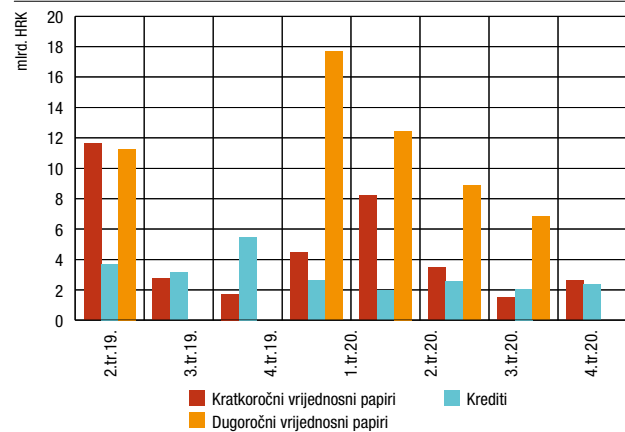
Slika 10.4. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju kolovoza 2019. korišten je nominalni BDP u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

Izvor: HNB

Slika 10.5. Dospijeca duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 30. studenoga 2019., a kredita na dan 30. rujna 2019.

Izvori: MF; HNB

za socijalne naknade, naknade zaposlenima i ostali rashodi. U istom su smjeru djelovali rashodi za korištenje dobara i usluga, subvencije te kategorija pomoći. Nasuprot tome, rashodi za kamate pridonijeli su smanjenju ukupnih rashoda. Navedena kretanja rezultirala su viškom konsolidirane opće države u trećem tromjesečju 2019. u iznosu od 6,0 mlrd. kuna, što je znatno poboljšanje u odnosu na ostvareni višak od 4,0 mlrd. kuna u istom razdoblju prethodne godine.

Dug konsolidirane opće države na kraju kolovoza 2019. iznosio je 297,9 mlrd. kuna ili oko 11,8 mlrd. kuna više u usporedbi sa stanjem na kraju 2018., unatoč povoljnom utjecaju aprecijacije, odnosno jačanja tečaja kune u odnosu na euro u promatranom razdoblju. Porast duga odražava izdanje inozemne obveznice u iznosu od 1,5 mlrd. EUR u lipnju, kojim su prikupljena sredstva za otplatu inozemne obveznice istog iznosa koja dopijeva u studenome. Kada je riječ o relativnom pokazatelju javnog duga, unatoč povoljnom utjecaju gospodarskog rasta, u kolovozu 2019. udio javnog duga u BDP-u povećao se na 75,2% BDP-a, sa 74,7% koliko je iznosio na kraju 2018. godine. Na

blago povećanje razine javnog duga utjecala je resektorizacija većeg broja statističkih jedinica u sektor opće države (što se pretežno odnosi na uključivanje lučkih uprava).

Kada je riječ o obveznicama, u lipnju je izdana inozemna obveznica u iznosu od 1,5 mlrd. EUR uz ostvareni prinos od 1,324% u svrhu refinanciranja 15-godišnje međunarodne obveznice u iznosu od 1 mlrd. EUR koja je dospjela u studenome ove godine. Dodatno, u studenome su izdane dvije domaće obveznice u ukupnom iznosu od 11 mlrd. kuna uz prinos od 0,36% (3,5 mlrd. kuna), odnosno 1,1%. Pritom je važno naglasiti da su navedena izdanja euroobveznice iz lipnja te domaćih obveznica iz studenoga ove godine dosad najpovoljnija zaduženja Hrvatske na međunarodnom i domaćem tržištu kapitala, što je posljedica iznimno povoljnih uvjeta na financijskim tržištima, ali i smanjivanja makroekonomskih neravnoteža te ponovnog postizanja investicijskoga kreditnog rejtinga. Osim toga, kod eurskih trezorskih zapisa izdanih na domaćem tržištu prvi su put zabilježene i negativne kamatne stope.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Projekcija realnih kretanja u međunarodnom okruženju za 2019. nepovoljnija je nego što se očekivalo u srpanjskom ciklusu projekcije. Tako je ocijenjena stopa rasta globalnoga gospodarstva u 2019. smanjena za 0,3 postotna boda i trenutačno iznosi samo 3,0%. Tome je najviše pridonijelo pogoršanje očekivanja glede rasta zemalja s tržištima u nastajanju, posebice Indije, najvećih ekonomija Južne Amerike i Kine. Osim toga, zbog usporavanja gospodarskog rasta u drugom tromjesečju, očekivani rast europodručja u 2019. revidiran je naniže za 0,1 postotni bod. Istodobno, s obzirom na to da su rezultati američkoga gospodarstva bili nešto bolji od očekivanja u prvoj polovini godine, a posebno u prvom tromjesečju, neznatno je povećana ocjena rasta za tekuću godinu za 0,1 postotni bod. Što se tiče monetarne politike, očekivana politika Feda za 2019. značajno se promijenila u odnosu na prošlu projekciju kada se još očekivalo da bi Fed mogao ostaviti ciljane kamatne stope nepromijenjenima. Međutim, uslijedio je ciklus od tri spuštavanja pa je očekivana kamatna stopa na kraju 2019. niža nego u prethodnoj projekciji.

Za razliku od prethodne projekcije, trenutačno se ne očekuje podizanje ključnih kamatnih stopa ESB-a do kraja projekcijskog razdoblja.

Očekivana stopa gospodarskog rasta Hrvatske u 2019. slična je onoj iz projekcije iz srpnja ove godine pa bi se njezin realni BDP mogao povećati za 3,0% (prethodno 3,1%). Pritom je najznačajnija korekcija zabilježena kod izvoza robe i usluga koji bi mogao rasti stopom od 3,7% (prethodno 2,7%), odražavajući pritom jači izvoz i robe i usluga u trećem tromjesečju ove godine nego što se projiciralo. Nadalje, povećana je i očekivana stopa rasta državne potrošnje zbog boljih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju ove godine nego što se očekivalo. Konačno, blago je podignuta i stopa rasta kapitalnih ulaganja, odražavajući ponajprije znatno bolja ostvarenja u drugom tromjesečju ne samo privatnog nego i javnog sektora. Na takva kretanja upućuju nominalni podaci o uvozu kapitalnih dobara te podaci o godišnjem rastu građevinskih radova na zgradama i ostalim građevinama. Suprotno tome, povećanje osobne potrošnje moglo bi biti

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2019.		
	Prethodna projekcija (7./2019.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	3,3	3,0	-0,3
Europodručje	1,3	1,2	-0,1
SAD	2,3	2,4	0,1
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,4	3,9	-0,4
Zemlje Srednje i Istočne Europe	0,8	1,8	1,0
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	1,8	1,7	-0,2
Cijene			
HICP u europodručju ^a	1,3	1,2	-0,1
Cijene nafte (USD/barel) ^b	64,8	63,7	-1,1
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,31	-0,47	-0,2
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,0
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	2,50	1,75	-0,8

^a ESB, rujan 2019.; ^b Bloomberg, Brent crude oil futures; ^c Bloomberg
Izvor: MMF (WEO), listopad 2019.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2019.			2020.		
	Prethodna projekcija (7/2019.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (7/2018.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	3,1	3,0	-0,1	2,7	2,8	0,2
Osobna potrošnja	4,2	3,5	-0,8	3,7	3,7	0,0
Državna potrošnja	2,7	3,2	0,5	2,4	2,8	0,3
Investicije u kapital	8,0	8,2	0,2	6,5	7,1	0,5
Izvoz robe i usluga	2,7	3,7	1,0	2,8	3,3	0,4
Uvoz robe i usluga	5,8	5,3	-0,6	5,3	5,3	0,0
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	1,9	2,3	0,4	1,2	1,8	0,6
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	8,6	7,7	-0,8	7,8	7,0	-0,9
Stopa nezaposlenosti (anketna)	7,2	6,7	-0,5	6,5	5,9	-0,6
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	0,7	0,8	0,04	1,1	1,4	0,3
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	1,3	1,9	0,6	0,4	1,2	0,8
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	3,1	3,9	0,8	2,2	3,2	1,0
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	69,5	75,7	6,2	65,3	70,6	5,3
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	2,9	4,0	1,1	4,2	4,5	0,3
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	3,4	4,6	1,2	4,3	4,6	0,3
Plasmani kreditnih institucija	3,9	2,0	-1,9	3,9	3,6	-0,2
Plasmani kreditnih institucija ^b	4,3	3,1	-1,3	4,3	4,0	-0,3

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

manje nego što je projicirano u srpnju ove godine, pa bi njezina realna stopa rasta mogla iznositi 3,5% (prethodno 4,2%). Spomenuta korekcija naniže ponajprije je posljedica nižih ostvarenja u trećem tromjesečju ove godine, pri čemu su se istodobno nastavila povoljna kretanja na tržištu rada i kreditiranje stanovništva. Nakon službene revizije podataka nacionalnih računa, koju je objavio DZS u studenome 2019., čini se da je niža realna stopa rasta potrošnje kućanstava u trećem tromjesečju zapravo posljedica deflatora osobne potrošnje, koji je nakon revizije bio znatno viši nego što se projiciralo. Konačno, očekuje se da bi uvoz robe i usluga na razini 2019. mogao rasti sporije u odnosu na prethodnu projekciju (5,3% u odnosu na 5,8%), pri čemu korekcija odražava manje ostvarenje u trećem tromjesečju ove godine od prijašnjih očekivanja kao i nižu projiciranu stopu rasta osobne potrošnje. Tako se očekuje da će negativan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu biti znatno manji nego što se projiciralo u srpnju ove godine (-0,8 u odnosu na -1,5 postotnih bodova).

Ocijenjena prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u 2019. iznosi 0,8% i viša je za 0,04 postotna boda u odnosu na projekciju iz srpnja 2019., što je uglavnom rezultat malo više očekivane prosječne godišnje stope rasta cijena energije (1,9% prema 1,5% u prethodnoj projekciji), zbog manje izraženog pojeftinjenja naftnih derivata ostvarenog u razdoblju od lipnja do listopada 2019. nego što se to očekivalo u prethodnoj projekciji. Nadalje, prognozirana prosječna godišnja stopa rasta potrošačkih cijena u 2020. iznosi 1,4% te je za 0,3 postotna boda viša u odnosu na prethodnu projekciju. To je ponajviše rezultat odustajanja Vlade RH od smanjenja opće stope PDV-a za jedan postotni bod (s 25% na 24%) početkom 2020. godine.

Kada je riječ o ekonomskim odnosima s inozemstvom, valja voditi računa da tekuća i srpanjska projekcija nisu u potpunosti usporedive jer se tekuća projekcija temelji na podacima platne bilance i inozemnog duga koji sadržavaju značajne učinke revizije povijesnih podataka²⁸. Pritom je povoljnija ocjena ukupnih kretanja na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u odnosu na prethodnu projekciju više nego nadomjestila negativan

učinak koji su imale metodološke promjene i revizija povijesnih podataka. Tako bi višak na tekućem i kapitalnom računu u 2019. mogao biti za 0,8 postotnih bodova viši nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji. Promatrano po pojedinim podračunima, očekuje se znatno veći višak na osnovi sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog pozitivnog učinka revizije povijesnih podataka o osobnim transferima te primjetno povoljnije ocjene glede dinamike isplate sredstava krajnjim korisnicima iz fondova EU-a. Osim toga, ocjena manjka na računu primarnog dohotka niža je nego u prethodnoj projekciji, prije svega zbog povoljnijeg salda u prethodnim godinama zbog naviše revidiranih prihoda od naknada zaposlenima, koji bi ujedno mogli rasti brže nego što se očekivalo. S druge strane, očekuje se manji višak u međunarodnoj razmjeni usluga. Pritom je povoljnija ocjena dinamike prihoda od turizma u 2019. u usporedbi s prethodnom projekcijom uvelike ublažila nepovoljne učinke smanjenja baze u prethodnim godinama. Osim toga, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom mogao bi biti veći nego u srpanjskoj projekciji. Što se tiče inozemne zaduženosti, s revizijom povijesnih podataka pogoršali su se relativni pokazatelji, što se odražava i na projicirana kretanja.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija (isključujući državu) u 2019. smanjena je u odnosu na prethodna očekivanja. Plasmani bi u 2019. tako mogli porasti za 3,1%, u usporedbi s 4,3% u prošloj projekciji (na osnovi transakcija). Slabija kreditna aktivnost poglavito je rezultat slabijega kreditiranja nefinancijskih poduzeća i ostalih financijskih institucija, dok je istodobno kreditiranje stanovništva ostvarilo veći prirast od prethodno očekivanog. Što se tiče nominalne promjene plasmana, u ovoj se projekciji u 2019. očekuje rast (2,0%) koji je zamjetno niži od rasta na osnovi transakcija, što je uglavnom posljedica prodaja nenaplativih plasmana poduzećima.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2019. viši je nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji (4,6% prema 3,4% iz prošle projekcije, na osnovi transakcija). To je posljedica povoljnijih ostvarenja novčane mase, posebice depozitnog novca kao i kvazinovca.

28 Promjene u podacima, među ostalim, odnose se na promjenu metodologije izračuna prihoda od turizma i reviziju povijesnih podataka te uključivanje procjene uvoza rabljenih vozila od fizičkih osoba nakon ulaska u EU, neformalnog dijela radničkih doznaka, kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospijeća do šest mjeseci itd.

12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica.12.1. 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	
	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.
Hrvatska narodna banka (prosinac 2019.)	3,0	2,8	3,5	3,7	8,2	7,1	3,7	3,3	5,3	5,3	-	-	1,4	1,4
Eastern Europe Consensus Forecasts (studenj 2019.)	2,9	2,5	3,3	2,8	7,8	5,0	-	-	-	-	1,2	1,5	0,8	1,4
Europska banka za obnovu i razvoj (studenj 2019.)	3,0	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (studenj 2019.)	2,9	2,6	3,6	3,1	8,8	7,5	3,2	2,7	6,3	5,3	-	-	0,9	1,4
Međunarodni monetarni fond (listopad 2019.)	3,0	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7	1,1
Raiffeisen Research ^a (listopad 2019.)	2,8	2,5	-	-	-	-	5,5	4,7	7,0	5,5	1,5	2,0	1,3	1,7
Ministarstvo financija (srpanj 2019.)	2,8	2,5	3,8	3,5	8,3	5,5	2,7	2,8	6,8	5,4	-	-	1,4	1,8
Svjetska banka (lipanj 2019.)	2,5	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Addiko Bank Economic Research ^a (svibanj 2019.)	2,5	2,8	3,0	2,8	6,3	6,0	5,6	3,9	4,1	7,6	2,4	2,7	1,2	1,2

^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 2019. – 2022.

Izvor: Publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

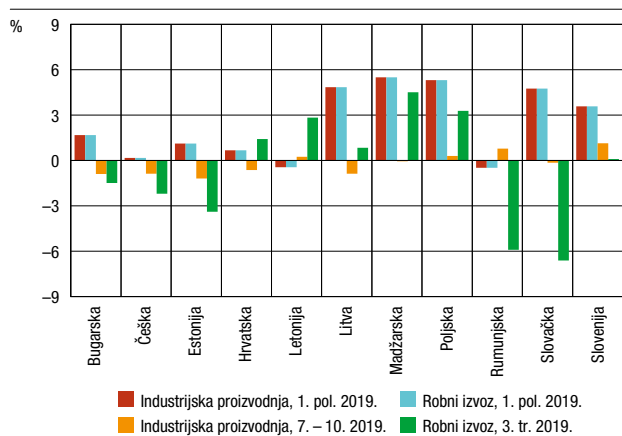
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci			Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2016.	2017.	2018.	4. tr. 2018.	1. tr. 2019.	2. tr. 2019.	3. tr. 2019.
Bugarska	3,8	3,5	3,1	0,9	1,1	0,9	
Češka	2,5	4,4	3,0	0,9	0,6	0,6	0,4
Estonija	2,6	5,7	4,8	1,2	1,0	0,8	1,0
Hrvatska	3,5	3,1	2,7	0,3	1,2	0,5	0,8
Letonija	1,8	3,8	4,6	0,7	-0,3	0,8	0,7
Litva	2,6	4,2	3,6	1,3	1,2	0,9	0,2
Mađarska	2,2	4,3	5,1	1,1	1,4	1,1	1,1
Poljska	3,1	4,9	5,1	0,4	1,5	0,8	1,3
Rumunjska	4,8	7,1	4,0	0,8	1,0	0,8	0,6
Slovačka	2,1	3,0	4,0	-	-	-	-
Slovenija	3,1	4,8	4,1	0,6	0,6	0,0	0,8
Prosjeak ^a	2,9	4,4	4,0	0,8	0,9	0,7	0,8

^a Jednostavni prosjek

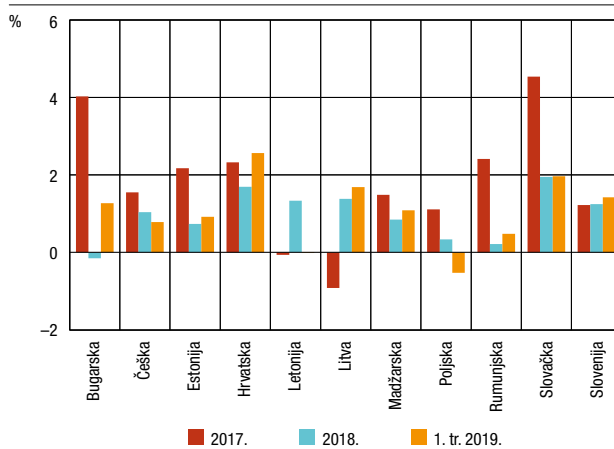
Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz godišnje stope promjene



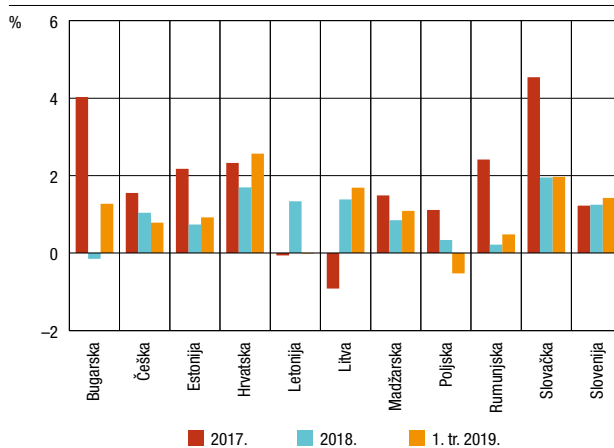
Izvori: Eurostat; DZS

Slika 13.2. Anketna zaposlenost godišnje stope promjene



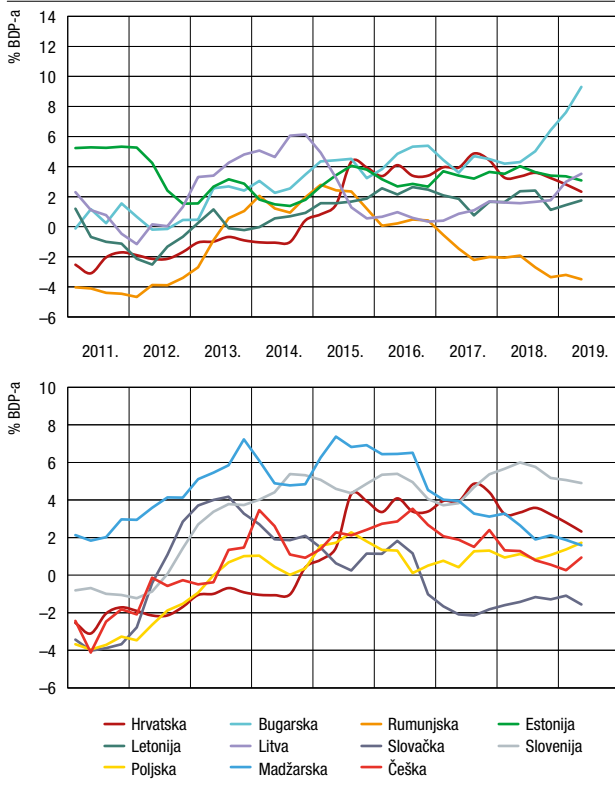
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



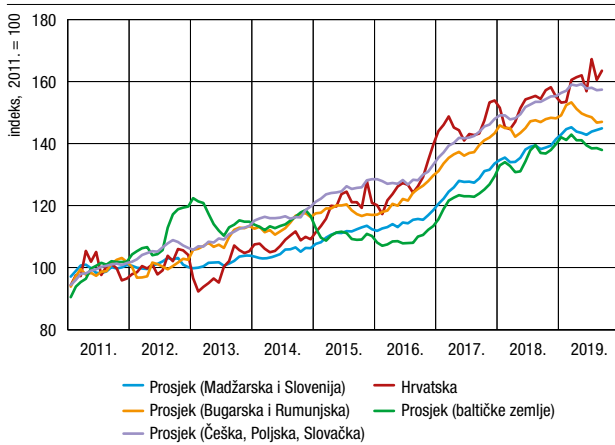
Izvor: Eurostat

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



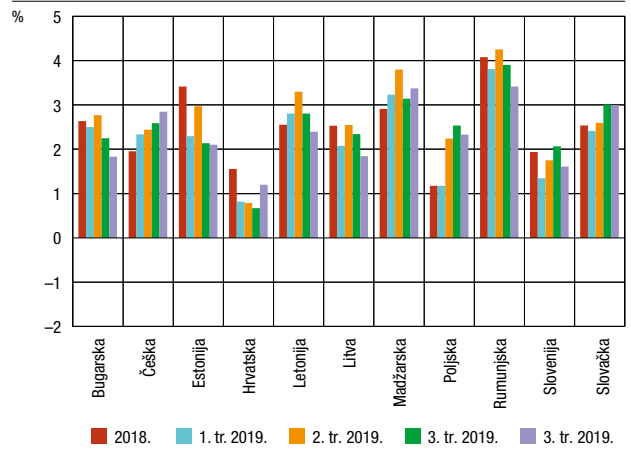
Izvori: Eurostat; HNB

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



Izvori: Eurostat; HNB

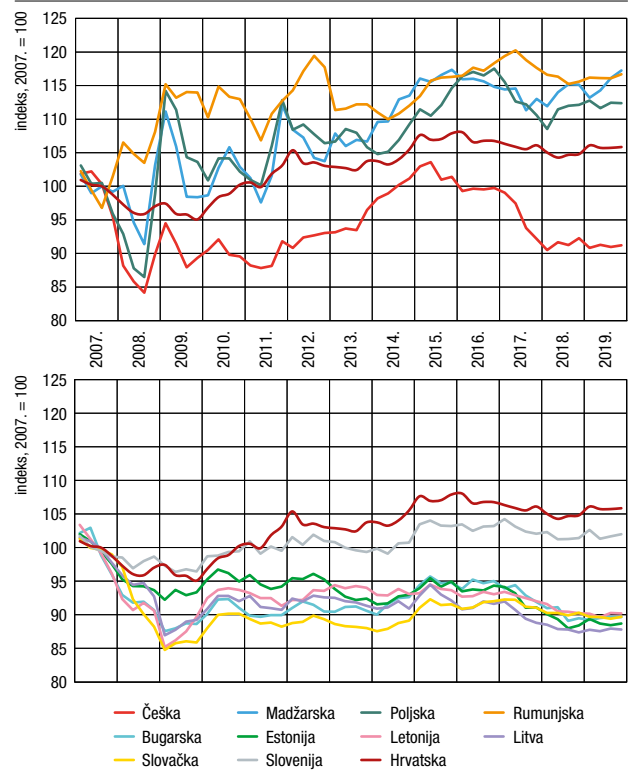
Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2019. odnose se na listopad.

Izvor: Eurostat

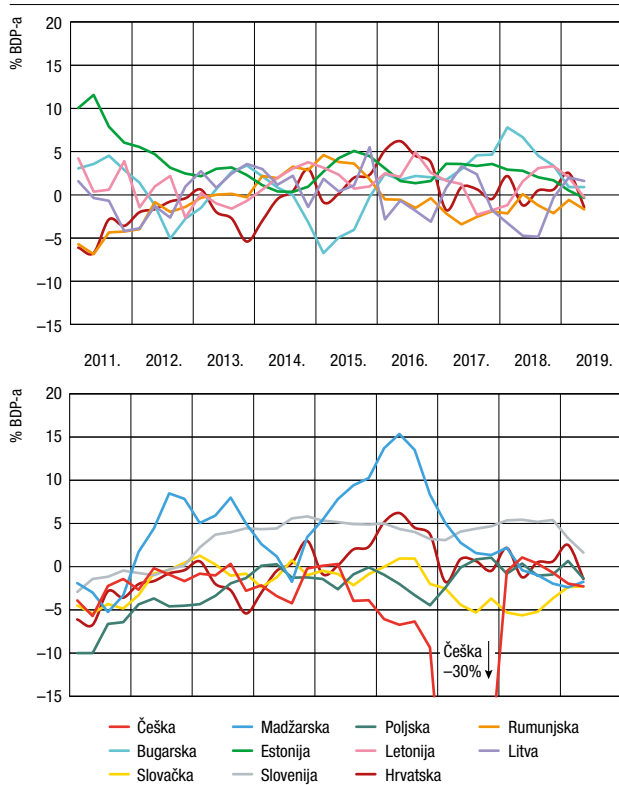
Slika 13.7. Realni efektivni tečaj (deflacioniran potrošačkim cijenama) u odabranim zemljama



Napomena: Podaci za 2019. odnose se na razdoblje od siječnja do listopada. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.

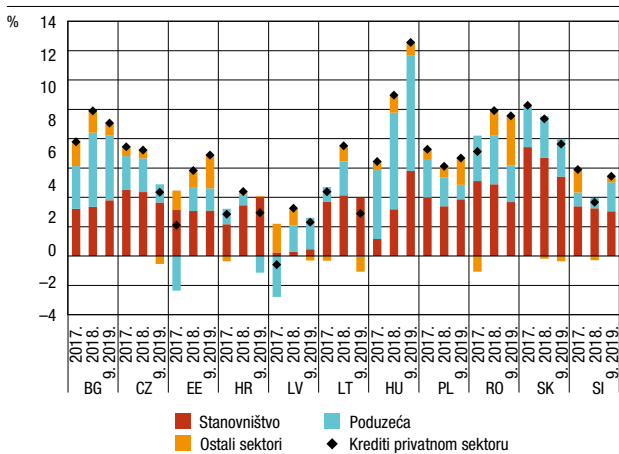
Izvori: BIS; HNB

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



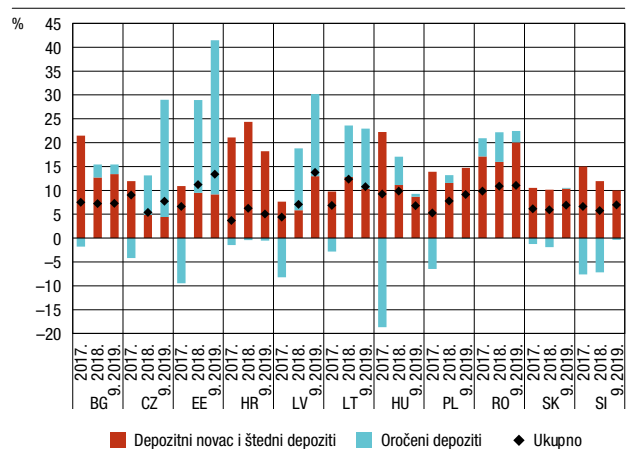
Izvori: Eurostat; HNB

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



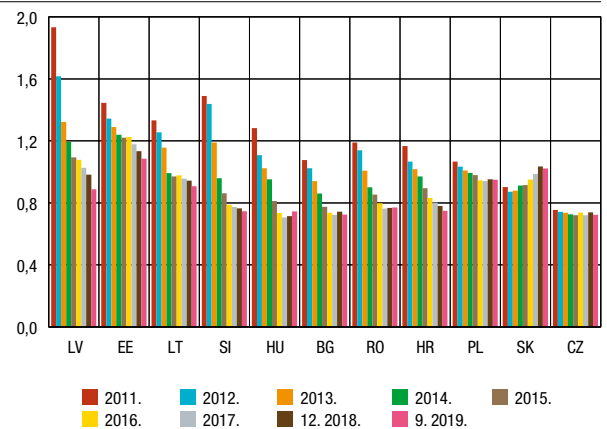
Izvori: ESB; HNB

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



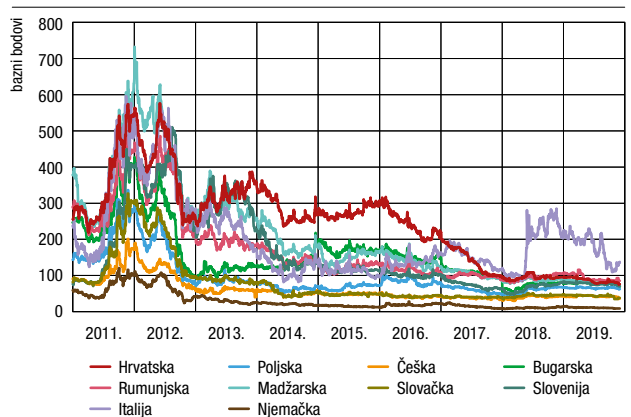
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



Izvori: ESB; HNB

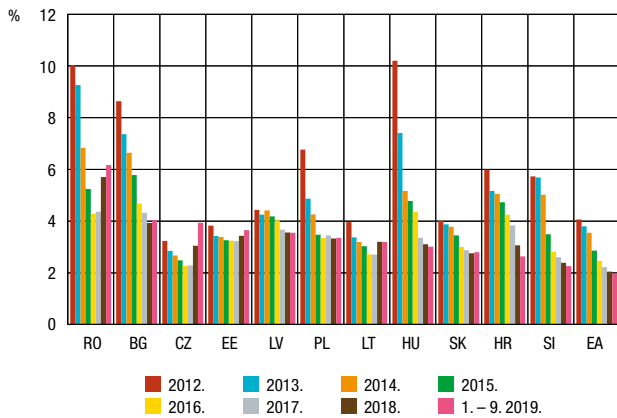
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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.

Izvori: S&P Capital IQ

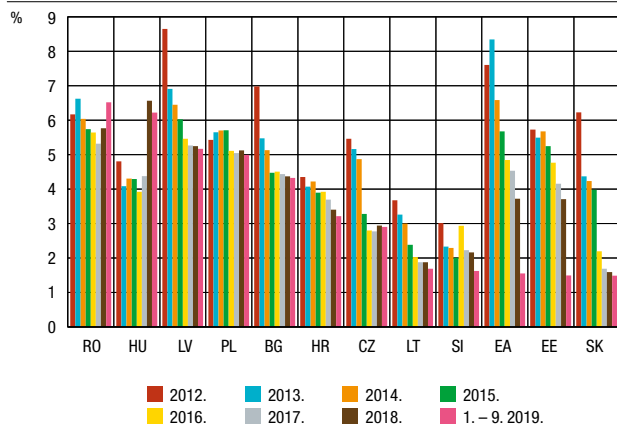
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

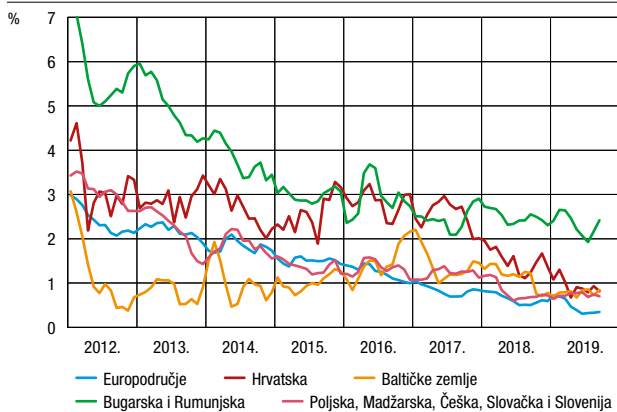
Izvor: ESB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

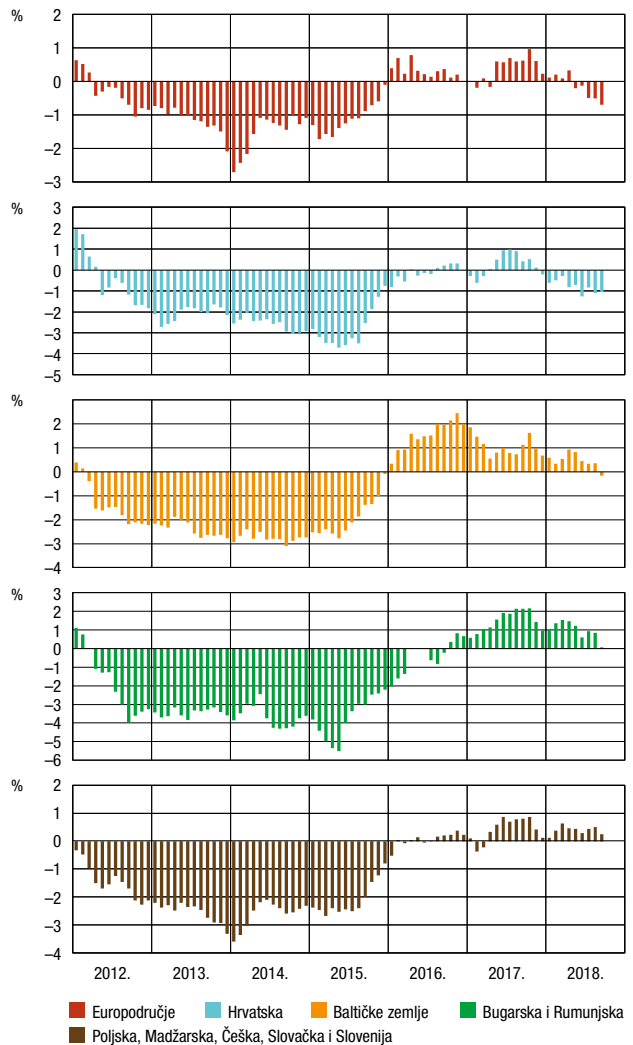
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

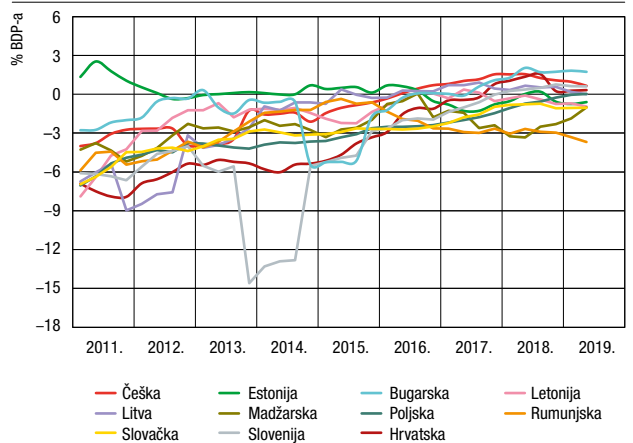
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

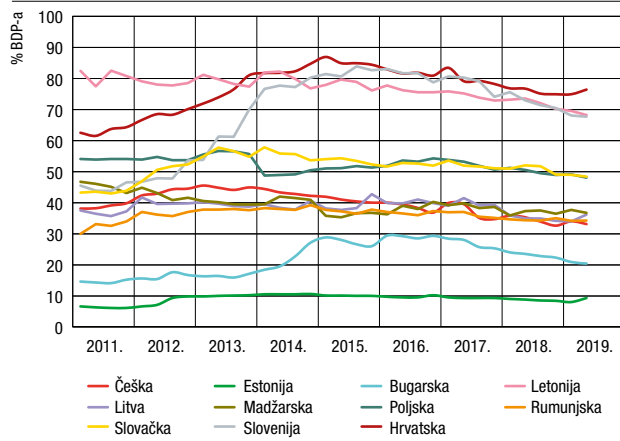
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

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.	– fiksni
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