



HRVATSKA NARODNA BANKA

Informacija o gospodarskim kretanjima i prognozama

srpanj 2016.

1. Sažetak

Domaće se gospodarstvo u 2016. nastavlja oporavljati, a očekuje se stopa realnog rasta BDP-a od 2,3%.

U 2017. gospodarski bi se rast mogao blago ubrzati i dosegnuti 2,5%.

Pritom prevladavaju negativni rizici ostvarivanja projiciranog rasta.

Povoljna kretanja na tržištu rada u prvom su dijelu 2016. ubrzana.

Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u 2016. mogla bi iznositi -0,9%, a u 2017. očekuje se njezino ubrzanje na 1,2%.

Višak na tekućem i kapitalnom računu u 2016. mogao bi se smanjiti, ponajviše kao posljedica iščezavanja učinka konverzije kredita u švicarskim francima.

Realni BDP mogao bi u 2016. porasti za 2,3%. Iako se prognozira malo niža stopa rasta izvoza robe i usluga u odnosu na prethodnu godinu, inozemna bi potražnja i ove godine mogla dati najveći pozitivan doprinos gospodarskom rastu. Osim toga, očekuje se porast svih komponenti domaće potražnje. Pritom bi se rast osobne potrošnje mogao zamjetljivo ubrzati s obzirom na intenziviranje rasta zaposlenosti, zamjetljiv pad stope nezaposlenosti te povoljna kretanja realnih bruto plaća. Nadalje, očekuje se ubrzanje rasta kapitalnih ulaganja, koji će u većoj mjeri generirati privatni sektor, dok će realizacija javnih investicija vjerojatno biti malo sporija nego što se očekivalo. Državna potrošnja i nadalje će bilježiti niske stope rasta, pa će njezin doprinos ukupnoj gospodarskoj aktivnosti biti gotovo neutralan. Dinamiziranje domaće potražnje i zadržavanje relativno visokog rasta izvoza rezultirat će i porastom uvoza robe i usluga, pa bi naposljetku doprinos neto inozemne potražnje ponovo mogao biti blago negativan. Projicirani rast BDP-a veći je nego u projekciji iz prosinca 2015. uglavnom kao posljedica visokih ostvarenja u prva tri mjeseca ove godine.

Očekuje se da bi se u 2017. rast realnog BDP-a mogao ubrzati na 2,5%, čemu bi i nadalje najviše mogao pridonositi izvoz robe i usluga. Pritom bi se rast investicijske aktivnosti mogao intenzivirati te bi se njezin doprinos gospodarskom rastu mogao približiti doprinosu osobne potrošnje. Očekuje se blago povećanje negativnog doprinosa neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu.

Ocjenjuje se da u projekciji BDP-a prevladavaju negativni rizici. Takva ocjena odražava nestabilnu političku situaciju u zemlji koja bi mogla imati znatan negativan utjecaj na rast investicija. Nadalje, ako kućanstva sadašnju neizvjesnost glede budućih ekonomskih i finansijskih događanja ugrade u svoja očekivanja, optimizam potrošača mogao bi se pogoršati, a njihova potrošnja ostvariti niže stope rasta. Nadalje, iako bi ishod referendumu o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije mogao smanjiti perspektive rasta u cijeloj Europi, međunarodne su institucije zasad oprezne s kvantifikacijom potencijalnih učinaka. Kako je izvoz glavni generator gospodarskog rasta, eventualni slabiji rast glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske mogao bi imati negativan učinak i na domaće gospodarske kretanja, dok bi se potencijalna povišena globalna neizvjesnost negativno odrazila na uvjete financiranja.

Porast broja zaposlenih znatno se ubrzao u prvom tromjesečju 2016. u odnosu na kraj 2015., a slična kretanja nastavljena su tijekom drugog tromjesečja, iako neznatno sporijom dinamikom. Povoljna dinamika zaposlenosti odrazila se i na promjene nezaposlenosti, što potvrđuje i kretanje međunarodno usporedive stope nezaposlenosti, koja se u prvom tromjesečju 2016. spustila na 14,6%. Na razini cijele 2016. godine očekuje se rast zaposlenosti od 1,5%, dok bi se broj nezaposlenih mogao znatno smanjiti, a anketna stopa nezaposlenosti iznositi 15%. Također, prognozira se rast nominalnih i realnih plaća na razini cijele godine, što je u skladu s dinamikom zabilježenom u prvih pet mjeseci. Povoljna kretanja trebala bi se nastaviti i u 2017. godini, iako malo sporijim intenzitetom.

Najveći negativni doprinos inflaciji u 2016. daje energija, što je rezultat pada cijena prirodnog plina i naftnih derivata. U nastavku 2016. očekuje se blago povećanje cijena sirove nafte, što bi uz pozitivan učinak baznog razdoblja (smanjenje cijena naftnih derivata tijekom istog razdoblja prošle godine) trebalo rezultirati postupnim povećanjem ukupne inflacije i njezinim pozitivnim vrijednostima potkraj godine. Prosječna godišnja stopa promjene cijena prehrane mogla bi u 2016. biti blago negativna zbog prelijevanja nižih cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu na domaće cijene te zbog viškova na tržištu EU-a. Ocjenjuje se da će se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez prehrane i energije u 2016. usporiti, ali bi trebala ostati blago pozitivna, što će malim dijelom ublažiti negativan doprinos energije i prehrane domaćoj inflaciji. Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2017. mogla bi porasti na 1,2%, ponajviše pod utjecajem očekivanog jačanja uvoznih inflacijskih pritisaka, prije svega rasta cijena sirove nafte.

Višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se smanjiti, s 5,9% BDP-a u 2015. na 3,6% BDP-a u 2016. godini. Isključujući učinak konverzije kredita u švicarskim francima na poslovne rezultate banaka u 2015., smanjenje bi moglo biti vrlo blago, ponajprije pod utjecajem pogoršanja salda u robnoj razmjeni s inozemstvom te malo boljih poslovnih rezultata stranih poduzeća u Hrvatskoj. S druge strane, pozitivno bi na saldo tekućega i kapitalnog računa moglo djelovati daljnje povećavanje neto izvoza usluga, posebice turizma, i intenzivnije korištenje sredstava iz fondova EU-a. U nastavku projekcijskog razdoblja očekuje se daljnje smanjivanje viška na tekućem i kapitalnom

Uz povoljna kretanja uvjeta financiranja, domaća se kreditna aktivnost oporavlja.

Uz održavanje stabilnosti tečaja, HNB nastavlja voditi ekspanzivnu monetarnu politiku koja je dodatno osnažena uvođenjem strukturalnih repo operacija.

Na početku 2016. nastavila su se povoljna fiskalna kretanja, pa bi se manjak na razini cijele godine mogao spustiti ispod referentne granice od 3% BDP-a.

računu. Tokove kapitala s inozemstvom u 2016. i 2017. mogao bi obilježiti neto odljev kapitala, ponajviše zbog poboljšanja neto inozemne pozicije kreditnih institucija, koji bi s postupnim smanjivanjem viška na tekućem i kapitalnom računu trebao slabjeti. U istom bi se razdoblju relativni pokazatelji inozemne zaduženosti mogli znatno poboljšati, kao rezultat nižeg stanja bruto inozemnog duga te nominalnog rasta BDP-a.

Domaći troškovi financiranja svih sektora uglavnom su se nastavili smanjivati tijekom prve polovine godine. U takvim je uvjetima porasla domaća kreditna aktivnost usmjerena prema stanovništvu i poduzećima. S druge strane, u prvom tromjesečju poduzeća su se razdužila prema inozemstvu, što je dovelo do pada ukupnog duga poduzeća i na godišnjoj razini. Bez obzira na to, u 2016. očekuje se blagi rast ukupnog duga poduzeća, kao i porast plasmana kreditnih institucija nakon dvije godine uzastopnog pada (temeljeno na transakcijama). Uz projekciju kreditnog rasta prevladavaju negativni rizici.

U prvoj polovini 2016. godine održane su prve dvije strukturalne repo aukcije na kojima je HNB plasirao ukupno 711,5 mil. kuna na rok od četiri godine, čime je bankama osiguran pristup dugoročnim izvorima kunske likvidnosti. Usto, nastavljeno je održavanje redovitih tjednih obratnih repo aukcija, a HNB je krajem svibnja održao i deviznu intervenciju, čime je zaustavljeno jačanje kune prema euru i kreirana dodatna kunska likvidnost. I u nastavku 2016. te u 2017. godini HNB će zadržati ekspanzivan karakter monetarne politike s ciljem povoljnog djelovanja na domaće troškove financiranja i na oporavak domaće kreditne aktivnosti.

Gotovinski podaci Ministarstva financija te statistika financijskih računa HNB-a upućuju na to da se u prvom tromjesečju 2016. nastavio pad manjka opće države na godišnjoj razini. Uz nastavak rasta ekonomske aktivnosti, koji se pozitivno odrazio na dinamiku prihoda, ovakve trendove, čini se, podupiru i uštede na rashodnoj strani proračuna. Saldo opće države u tim bi se okolnostima mogao nastaviti poboljšavati te bi

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)										
BDP	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,4	1,6	2,3	2,5
Osobna potrošnja	1,2	-7,5	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-0,7	1,2	2,9	2,5
Državna potrošnja	-0,7	2,1	-1,6	-0,3	-1,0	0,3	-1,9	0,6	0,4	0,5
Investicije u fiksni kapital	9,2	-14,4	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-3,6	1,6	2,9	6,1
Izvoz robe i usluga	0,8	-14,1	6,2	2,2	-0,1	3,1	7,3	9,2	5,7	5,5
Uvoz robe i usluga	4,0	-20,4	-2,5	2,5	-3,0	3,1	4,3	8,6	6,6	6,7
Tržište rada										
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, u %)	2,3	-2,1	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,5	1,3
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	13,2	14,9	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	15,6	15,3
Stopa nezaposlenosti (anketna)	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,3	15,0	14,6
Cijene										
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-0,9	1,2
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	2,9	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,4	1,1
Vanjski sektor										
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	0,0	1,0	2,1	5,1	2,7	1,9
Roba	-22,4	-16,5	-13,2	-14,3	-14,3	-15,1	-14,8	-15,1	-15,5	-16,0
Usluge	14,4	12,8	12,8	13,8	14,8	15,6	16,8	18,0	18,0	18,0
Primarni dohodak	-3,0	-3,6	-3,1	-2,9	-3,3	-2,0	-2,0	-0,6	-2,8	-2,9
Sekundarni dohodak	2,2	2,2	2,4	2,7	2,8	2,6	2,1	2,9	2,9	2,8
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-8,7	-5,0	-1,0	-0,6	0,1	1,2	2,3	5,9	3,6	3,1
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	84,3	101,1	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	103,7	96,9	91,3
Monetarna kretanja (stope promjene, %)										
Ukupna likvidna sredstva – M4	4,1	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	3,4	3,7
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	3,8	-0,8	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	3,4	3,7
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	10,7	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-2,5	1,2
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^b	8,7	-0,3	2,3	3,5	-1,2	1,0	-1,5	-2,2	0,8	1,5

^a Isključujući utjecaj tečajnih promjena. ^b Stope promjene izračunate su na temelju podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu br. 221).

Napomena: Ocjene za 2016. i projekcije za 2017. izvedene su iz podataka dostupnih do početka srpnja 2016.

Izvori: DZS; MF; HNB

RH u 2016. mogla nakon duljeg razdoblja ostvariti manjak opće države niži od 3% BDP-a. Dug opće države u prva tri mjeseca u apsolutnom se iznosu smanjio u odnosu na kraj 2015. zbog aprecijacije tečaja kune prema euru, a padu relativnog pokazatelja zaduženosti pridonio je i rast BDP-a.

2. Kretanja u globalnom okružju

U 2016. i 2017. globalni gospodarski rast trebao bi se polako dinamizirati, nakon što se usporio prošle godine. Međutim, očekivani globalni rast revidiran je naniže u odnosu na prethodnu projekciju, pa sada iznosi 3,2% odnosno 3,5%. Malo slabija očekivanja podjednako se odnose na zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju, kao i na razvijene zemlje. Rast zemalja u razvoju i zemalja s tržištima u nastajanju pao je u 2015. na najnižu razinu u posljednjih nekoliko godina, ponajviše zbog usporavanja kineskoga gospodarstva te pooštavanja političke i ekonomske krize u pojedinim velikim tržištima. Kretanja na početku 2016. upućuju na blago poboljšanje gospodarskih trendova u ovoj skupini zemalja, a njihove kratkoročne izglede i nadalje opterećuju otežani uvjeti financiranja te u mnogim slučajevima akumulirane neravnoteže. Dugotrajno niske cijene sirovina na svjetskom tržištu s jedne strane omogućuju zemljama uvoznicama dodatni prostor za rast domaće potrošnje, dok s druge strane zemljama izvoznicama i nadalje ograničavaju njihove investicijske potencijale i sputavaju rast. Kod razvijenih zemalja stabilan rast osigurava snažna domaća potražnja koja uspijeva

nadoknaditi slabosti globalne potražnje, iako ograničen prostor za provođenje aktivnih mjera ekonomske politike sputava srednjoročne izglede mnogih razvijenih ekonomija. Osim toga, nedavno referendumsko izglasavanje izlaska Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije snažno je kratkoročno uzburkalo globalna financijska tržišta te bi moglo dodatno ograničiti rast europskih gospodarstava.

U skupini razvijenih tržišta europodručje se u 2015. istaknulo oporavkom gospodarskog rasta (ostvaren je rast od 1,6%, najviši u posljednjih pet godina). Tome je najviše pridonijelo jačanje rasta u Španjolskoj i Francuskoj te izlazak Italije iz recesije, zahvaljujući poticajnim mjerama ekonomske politike, ali i vanjskim činiteljima poput niske cijene energije. U prvom je tromjesečju 2016. također nastavljen relativno dinamičan rast (0,6% u odnosu na prethodno tromjesečje), a pozitivna kretanja očekuju se i u ostatku 2016. te 2017., premda bez dodatnog zamaha. Najveći doprinos očekuje se od Njemačke, Španjolske i Francuske, dok bi i izlazak Grčke iz dugotrajne recesije mogao dodatno olakšati gospodarski uzlet. Rast bi i nadalje trebale poticati niske cijene

Tablica 2.1. Kretanja u svjetskom gospodarstvu i okružju

	2014.	2015.	2016.		2017.
			Aktualna projekcija	Δ Prethodna projekcija	Aktualna projekcija
BDP (realne stope promjene, %)					
Svijet	3,4	3,1	3,2	-0,4	3,5
Europodručje	0,9	1,6	1,5	-0,1	1,6
SAD	2,4	2,4	2,4	-0,4	2,5
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,6	4,0	4,1	-0,4	4,6
Srednja i Istočna Europa	2,8	3,5	3,5	0,5	3,3
Kina	7,3	6,9	6,5	0,2	6,2
Glavni vanjskotrgovinski partneri RH	1,3	1,8	1,8	-0,2	2,0
Italija	-0,3	0,8	0,9	-0,4	1,2
Njemačka	1,6	1,5	1,6	0,0	1,6
Slovenija	3,0	2,9	1,9	0,1	2,0
Austrija	0,4	0,9	1,2	-0,3	1,4
Bosna i Hercegovina	1,1	2,8	3,0	0,0	3,2
Srbija	-1,8	0,7	1,8	0,3	2,3
Cijene					
HICP u europodručju ^a	0,4	0,0	0,2	-0,8	1,3
Cijene nafte (USD/barel) ^b	98,9	52,4	44,6	-24,9	50,9
Cijene nafte (godišnja stopa promjene)	-9,1	-47,1	-14,8	-26,5	14,1
Cijene sirovina bez energije (godišnja stopa promjene)	-4,0	-17,5	-6,0	-5,3	-1,7
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	0,08	-0,13	-0,28	-	-
Tečaj EUR/USD (prosječni) ^d	1,33	1,11	1,12	0,00	1,11
Tečaj EUR/CHF (prosječni) ^d	1,21	1,07	1,10	0,05	1,12

^a ESB, lipanj 2016.; ^b Bloomberg, *Brent crude oil futures*; ^c Bloomberg; ^d *Foreign Exchange Consensus Forecast*, lipanj 2016.
Izvor: MMF (*World Economic Outlook*, WEO), travanj 2016.

energenata, slab tečaj eura, izrazito akomodativna monetarna politika te blaga fiskalna ekspanzija. Jačanju investicijske aktivnosti privatnog sektora pridonosit će i *Plan ulaganja za Europu* nakon što veći broj projekata krene u fazu implementacije. U takvim bi uvjetima i inflacija potrošačkih cijena, premda sporije nego što se predviđalo, trebala postupno konvergirati prema malo višim razinama (do kraja 2017. očekuje se inflacija od 1,3%). Međutim, izgledi za gospodarski rast izloženi su negativnim rizicima, posebno stoga što bi povoljni učinci tečaja i niske cijene energenata mogli iščezavati, a tome valja dodati i porast neizvjesnosti zbog predstojećeg procesa razdruživanja Ujedinjene Kraljevine s Europskom unijom te moguće pogoršanje vanjskotrgovinske razmjene ili smanjenje ulaganja. Izbjeglička kriza također je velik kratkoročni izazov za europska gospodarstva, ali i prilika za povećanje njihova potencijalnog rasta u budućnosti.

Rast američkoga gospodarstva u 2015. godini ocjenjuje se na 2,4%, a ista dinamika očekuje se i u 2016. Preliminarni podaci upućuju na usporavanje rasta u prvom tromjesečju na samo 0,2%, što je najslabije ostvarenje u posljednjih nekoliko tromjesečja. Navedeno usporavanje ponajviše je odraz slabljenja osobne potrošnje, pada privatnih investicija, posebno u nestambene objekte, te pogoršanja u trgovinskoj razmjeni koje se bilježi već nekoliko tromjesečja zaredom zbog slabljenja cjenovne konkurentnosti. Međutim, niske cijene energije, kao i vrlo dobri uvjeti na tržištu rada, uz poboljšane bilance sektora kućanstva te rast cijena nekretnina, trebali bi u sljedećem razdoblju ipak osigurati solidan rast osobne potrošnje i ulaganja u stambene objekte koji imaju znatan učinak na cjelokupno gospodarstvo. Blago ekspanzivna fiskalna politika te odgođeno pooštavanje monetarne politike također bi trebali davati dodatni doprinos solidnom gospodarskom rastu.

Gospodarski rast zemalja u razvoju te zemalja s tržištima u nastajanju iznosio je 4,0% u 2015., što je najniža razina od 2009. godine. Očekivanja rasta za 2016. (4,1%) znatno su ublažena u odnosu na raniju projekciju zbog slabijih rezultata nekih velikih tržišta na početku godine. Osjetnije dinamiziranje rasta očekuje se tek u 2017. godini (4,6%), sa stabiliziranjem cijena sirovina, izlaskom Brazila i Rusije iz recesije, kao i nastavkom strukturnih prilagodbi u nekim zemljama. Kinesko bi gospodarstvo trebalo nastaviti dugogodišnji trend usporavanja rasta. Kao dio završetka investicijske ekspanzije te konvergencije prema održivijem rastu zasnovanom na potrošnji i uslugama, kineski je gospodarski rast u 2015. pao ispod 7%, što nije zabilježeno u posljednjih 25

godina. Osim smanjenja investicija, kineski je izvoz prvi put u višegodišnjem razdoblju zabilježio godišnji pad. Kretanja u prvom tromjesečju 2016. na tragu su spomenutog trenda, pa se do kraja godine očekuje daljnje usporavanje kineskog rasta na 6,5%.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Nakon rasta od 1,5% u 2015., rast njemačkoga gospodarstva trebao bi se zadržati otprilike na istoj razini i u 2016. U prvom je tromjesečju ostvaren rast od 0,7% u odnosu na prethodno razdoblje, pri čemu snažna domaća potražnja nadomješta slabljenje inozemne potražnje. Pritom domaću potražnju nastavljaju poticati ekspanzivna monetarna te donekle fiskalna politika, kao i niske cijene energenata. Osim toga, dobri uvjeti na tržištu rada kao i dinamiziranje tržišta nekretnina povećavaju raspoloživi dohodak kućanstava. U 2017. očekuje se slična dinamika, a ograničeni rast inozemne potražnje trebao bi i nadalje biti glavna prepreka bržem rastu njemačkoga gospodarstva. Kao pojedinačno najveći vanjskotrgovinski partner Ujedinjene Kraljevine među europskim gospodarstvima, Njemačka je izložena i velikoj neizvjesnosti oko predstojećeg procesa razdruživanja uz moguće usporavanje rasta izvoza i investicija.

Nakon što je u 2015. s rastom od 0,8% talijansko gospodarstvo izašlo iz dugogodišnje recesije uzrokovane dužničkom krizom, za 2016. i 2017. očekuje se njegov daljnji blagi oporavak. Najveći doprinos i nadalje će davati osobna potrošnja potaknuta rastućom zaposlenošću i poreznim rasterećenjem. Investicijsku potrošnju trebao bi potaknuti *Plan ulaganja za Europu*, a dodatni prostor za ulaganja otvara i poboljšana bilančna pozicija sektora poduzeća. Kao i kod većine drugih zemalja europodručja, najveći rizik za daljnji oporavak čine neizvjesnost u međunarodnom okružju i izvozna potražnja, ali i nadalje prisutna neizvjesnost na domaćem tržištu koja sputava investicije.

Nakon malo slabijeg rasta u prethodnim godinama, austrijsko bi gospodarstvo u 2016. moglo ostvariti rast od 1,2%, pod pozitivnim utjecajem osnažene osobne potrošnje potaknute smanjenjem poreza na dohodak, kao i oporavka investicija te ubrzanja rasta izvoza. Austrija je, naime, za razliku od većih razvijenih europskih tržišta manje pogođena usporavanjem potražnje iz tržišta u nastajanju jer je većina njezine vanjske trgovine povezana sa zemljama Europske unije i SAD-om.

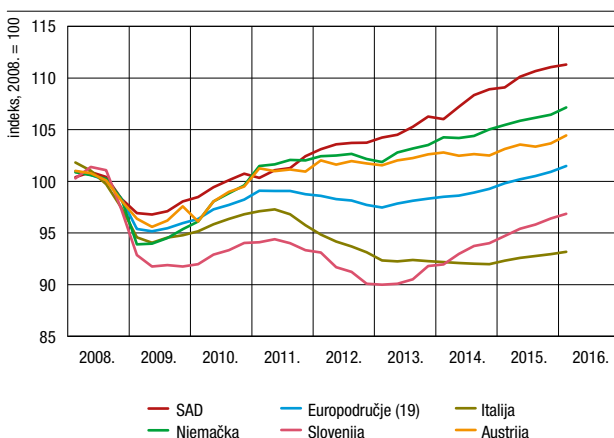
Natprosječnom rastu slovenskoga gospodarstva u 2015. (2,9%) pridonijeli su rast izvoza i iznimno visoki priljevi fondova EU-a korišteni za financiranje javnih investicija. U tekućoj bi, pak, godini taj rast mogao znatno oslabjeti (1,9%) te ostati prigušen i u sljedećem razdoblju. Naime, dok će izvoz i osobna potrošnja nastaviti davati pozitivan doprinos rastu, javne investicije mogle bi znatno pasti ove godine zbog manjeg priljeva iz fondova EU-a.

Kod važnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera izvan Europske unije uglavnom se očekuje nastavak pozitivnih trendova iz 2015. U Srbiji bi se gospodarski rast u 2016. mogao ubrzati na 1,8%, više od očekivanja, potaknut snažnim investicijama i izvozom. Osobna potrošnja, nakon više godina slabljenja, također bi trebala porasti, potaknuta rastom plaća i zaposlenosti. Kod Bosne i Hercegovine, nakon što je rast prošle godine nadmašio očekivanja, u 2016. se predviđa nastavak sličnih trendova uz rast od 2,8%. Zaključenje trogodišnjega kreditnog aranžmana s MMF-om, koje se očekuje u srpnju 2016., trebalo bi djelovati stabilizirajuće na javne financije Bosne i Hercegovine, dok bi strukturne reforme uvjetovane programom trebale stvoriti temelj za brži rast u sljedećem razdoblju.

Tečajevi i cjenovna kretanja

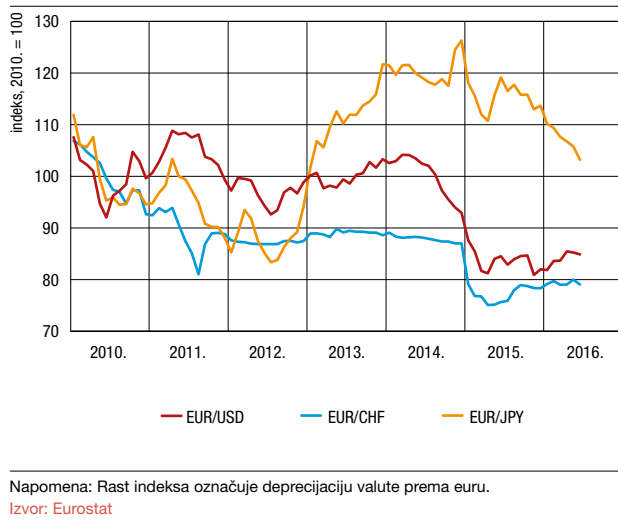
Očekuje se blago jačanje američkog dolara prema euru do kraja tekuće i u prvoj polovini 2017. godine. Tečaj američkog

Slika 2.1. Bruto domaći proizvod izabranih gospodarstava
sezonski prilagođeni podaci, stalne cijene



Izvori: Eurostat; BEA

Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru

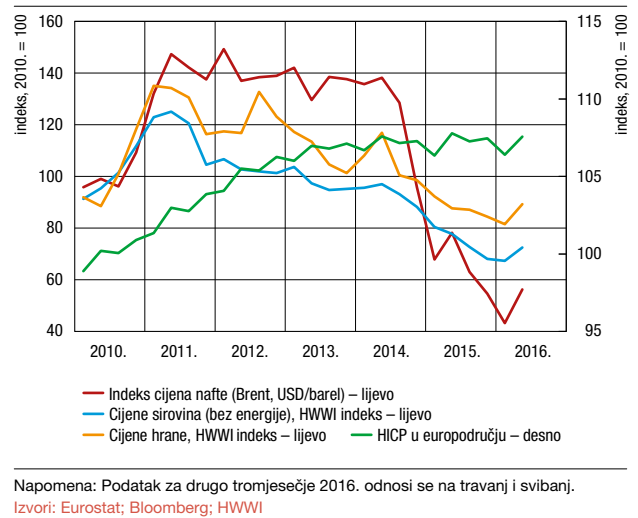


dolara prema euru kretao se u razdoblju od početka travnja do sredine lipnja 2016. u rasponu od $\pm 2,5\%$ oko prosječne vrijednosti od 1,13 EUR/USD, što je malo viša razina u odnosu na prosjek prvog tromjesečja, kada je iznosio 1,10 EUR/USD. Blagom slabljenju američkog dolara prema euru u prvoj polovini 2016. najviše su pridonijela očekivanja tržišnih sudionika kako bi Fed mogao odgoditi daljnje povećanje ključne kamatne stope zbog slabijih od očekivanih ekonomskih pokazatelja u SAD-u te zabrinutosti oko potisnutoga globalnoga gospodarskog rasta. Ipak, većina tržišnih sudionika očekuje kako bi Fed do kraja 2016. mogao donijeti odluku o daljnjem podizanju ključne kamatne stope, što bi pridonijelo jačanju američkog dolara prema euru, koje bi se moglo nastaviti do sredine 2017. godine. Pritom bi na razini cijele 2016. tečaj američkog dolara prema euru mogao iznositi 1,12 EUR/USD. Osim toga, nakon nedavnoga referendumske izglasavanja izlaska Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije, tečaj eura mogao bi biti izložen deprecijacijskim pritiscima, što će prije svega ovisiti o tijeku pregovora između Europske unije i Ujedinjene Kraljevine. Tečaj švicarskog franka u odnosu na euro bio je stabilan u prvoj polovini 2016. te se kretao u uskom rasponu oko vrijednosti tečaja od 1,10 EUR/CHF, dok se do kraja tekuće godine te u 2017. očekuje blago slabljenje švicarskog franka u odnosu na euro.

Nakon cijene barela sirove nafte tipa Brent od 52 USD u 2015., cijena bi u 2016. mogla iznositi 45 USD, što je za oko 12% više u odnosu na očekivanja na terminskom tržištu nafte iz prvog tromjesečja 2016. Oporavak cijena sirove nafte započeo sredinom siječnja nastavio se i u drugom tromjesečju 2016. Pritom je cijena barela sirove nafte tipa Brent porasla s 33 USD, koliko je iznosila na kraju siječnja, na 47 USD sredinom lipnja 2016. Na rast cijena nafte djelovali su činitelji na strani ponude i potražnje. S jedne strane nastavilo se smanjivanje proizvodnje iz novih tehnologija u SAD-u, a došlo je i do pada proizvodnje u Nigeriji, Libiji, Kuvajtu, Venezueli te Kanadi. S druge strane, rastu cijena sirove nafte pridonio je pomalo neočekivani blagi rast potražnje za naftnim derivatima u Kini, Indiji i Rusiji. Tržišna očekivanja ugrađena u ugovore za terminsku isporuku upućuju na nastavak trenda blagog rasta cijena sirove nafte do kraja tekuće godine te u 2017., na što bi mogli utjecati očekivano smanjenje jaza između globalne ponude i potražnje za sirovom naftom te mogući dogovor čelnika zemalja OPEC-a o zamrzavanju razine proizvodnje.

Očekuje se zamjetljivo usporavanje pada cijena sirovina bez

Slika 2.3. Cijene

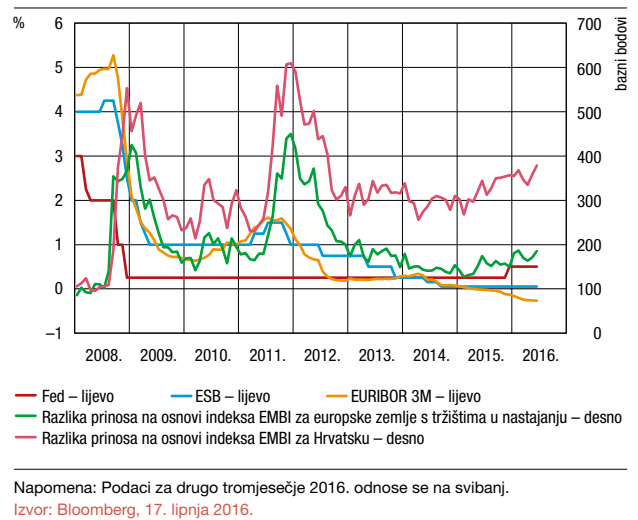


energije u 2016. i 2017. godini (u američkim dolarima) nakon snažnog pada u 2015. godini. Rast cijena sirovina bez energije mjerene HWWI indeksom, koji je započeo u veljači, nastavio se tijekom sljedeća tri mjeseca, premda smanjenim intenzitetom. Takvim je kretanjima najviše pridonio rast cijena prehrambenih proizvoda, i to ponajprije soje, kukuruza i riže zbog lošijih vremenskih prilika u proizvođačkim regijama u Južnoj Americi i Aziji. Osim toga, zamjetljivo su porasle i cijene metala, posebice željezne rude (za gotovo trećinu) i cinka zbog pada proizvodnje u rudnicima u Kini. Trenutna tržišna očekivanja upućuju na stagnaciju cijena sirovina na svjetskim tržištima do kraja godine te blagi pad cijena u 2017. godini.

Kretanja kamatnih stopa

Nakon što je krajem 2015., prvi put u posljednjih devet godina, Fed povisio ciljani raspon za referentnu kamatnu stopu na razinu od 0,25 do 0,5 postotnih bodova, u prvoj polovini 2016. nije bilo dodatnih promjena. Štoviše, nositelji američke monetarne politike najavili su da bi dizanje kamatne stope do kraja godine moglo biti malo postupnije nego što se prvobitno planiralo. Odgađanje povećanja kamatne stope odražava njihovu zabrinutost

Slika 2.4. Referentne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih zemalja s tržištima u nastajanju



glede usporavanja američkoga gospodarstva na početku godine u uvjetima i nadalje izraženih globalnih rizika i nesigurnosti na financijskim tržištima. ESB je, pak, u ožujku 2016. dodatno olabavio monetarnu politiku, smanjenjem ključne kamatne stope s 0,05 postotnih bodova na nultu razinu (uz smanjenje granične kamatne stope te kamatne stope na depozite banaka za 5, odnosno 10 postotnih bodova), uz najavu njezina zadržavanja na istoj ili čak nižoj razini tijekom duljeg razdoblja. Osim toga, u okviru nekonvencionalnih mjera monetarne politike, počevši od travnja 2016., ESB je povećao i mjesečni iznos programa otkupa obveznica na sekundarnom tržištu sa 60 na 80 milijardi eura te proširio obuhvat vrijednosnih papira na korporativne obveznice.

Prema najavama, program kupnji provodit će se do kraja ožujka 2017., ali i duže ako bude potrebno, dok se god cjenovna kretanja ne usklade s cilnom razinom stope inflacije.

Unatoč izraženim kolebanjima, uvjeti inozemnog financiranja za zemlje Srednje i Istočne Europe nisu se znatno promijenili tijekom prvih pet mjeseci 2016. Razlika prinosa na hrvatsku državnu obveznicu kretala se oko 350 baznih bodova, što je i nadalje znatno više od prosjeka usporedivih europskih rastućih tržišta. Na kretanje ovog pokazatelja za Hrvatsku u sljedećem će razdoblju bitno utjecati stabilizacija političke situacije, kao i provođenje fiskalnih i strukturnih mjera nužnih za jačanje gospodarskih izgleda.

3. Agregatna potražnja i ponuda

Rast BDP-a na razini cijele 2016. mogao bi dosegnuti 2,3%, pri čemu bi izvoz robe i usluga trebao ostati glavnim pokretačem rasta. Na potrošnju kućanstava povoljno će utjecati rast plaća, nastavak rasta zaposlenosti te pad cijena energije i prehrane. Doprinos investicija agregatnom rastu također bi trebao biti pozitivan, iako bi planirana realizacija javnih projekata mogla biti usporena zbog političke situacije u zemlji. Jačanje domaće potražnje i nastavak rasta ukupnog izvoza vjerojatno će se odraziti na daljnji rast ukupnog uvoza, pa bi nakon četiri godine doprinos neto izvoza ukupnom gospodarskom rastu ponovo mogao biti blago negativan. U 2017. očekuje se blago ubrzanje rasta BDP-a (na 2,5%), ponajprije pod utjecajem izrazitijega rasta investicija.

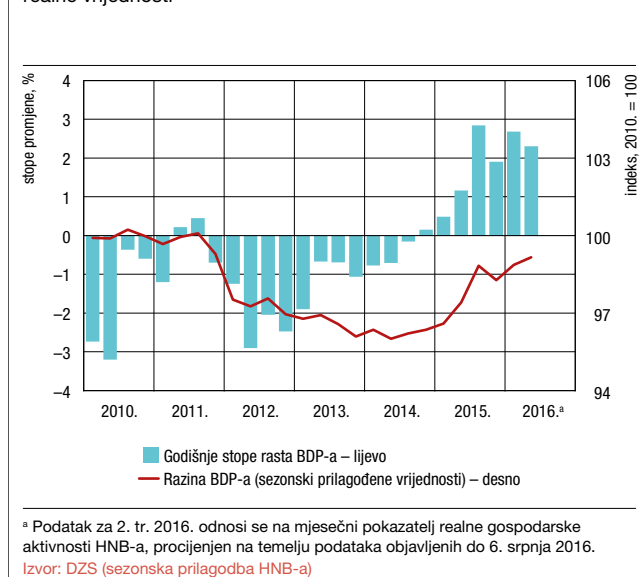
Realni BDP je, nakon pada na kraju protekle godine, u prvom tromjesečju 2016. godine ostvario rast od 0,6% u odnosu na prethodno tromjesečje (godišnji rast bio je relativno visok i iznosio 2,7%). Pritom je gospodarska kretanja u prva tri mjeseca ove godine obilježilo nastavak oporavka domaće potražnje, pri čemu su najveći rast ostvarile investicije u fiksni kapital, dok se izvoz zadržao na razini dosegnutoj krajem prethodne godine. U preostalom dijelu godine očekuje se nastavak pozitivnih

trendova. Tako HNB-ov model brze procjene BDP-a upućuje na to da bi u drugom tromjesečju realni rast BDP-a mogao iznositi oko 0,3% u odnosu na početak godine.¹

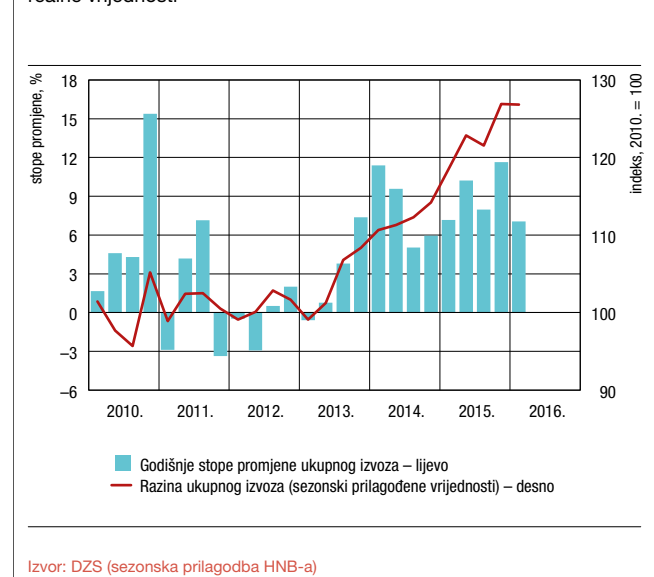
Realni izvoz robe i usluga u prvom se tromjesečju 2016. zadržao na razini ostvarenoj krajem prethodne godine, no godišnja stopa rasta bila je i nadalje visoka i iznosila je 7,1%. Usporevanje rasta na tromjesečnoj razini ponajprije odražava smanjenje realnog izvoza robe. Nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju smanjenje izvoza energije, kapitalnih proizvoda te trajnih proizvoda za široku potrošnju, dok je izvoz intermedijarnih proizvoda nastavio rasti, kao i izvoz netrajnih proizvoda, koji se šesto uzastopno tromjesečje povećava. Realni izvoz usluga također je blago smanjen u odnosu na prethodno tromjesečje. Međutim, ostvarenja u turizmu bila su dobra te je na godišnjoj razini ostvaren rast fizičkih pokazatelja dolazaka i noćenja stranih turista, kao i nominalnih vrijednosti prihoda od turizma iz platne bilance.

Izvoz robe i usluga mogao bi snažno porasti u godini kao cjelini, iako bi godišnja stopa rasta mogla biti niža nego u 2015., kada su zabilježene iznimno visoke stope rasta, i kod izvoza robe i kod izvoza usluga. Nastavak rasta robnog izvoza odražava

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod
realne vrijednosti

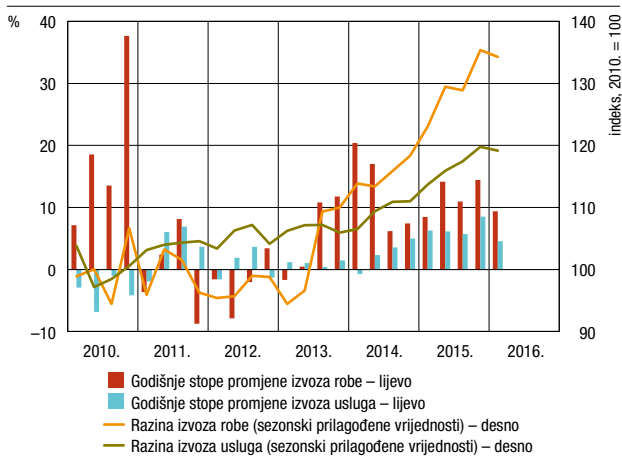


Slika 3.2. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



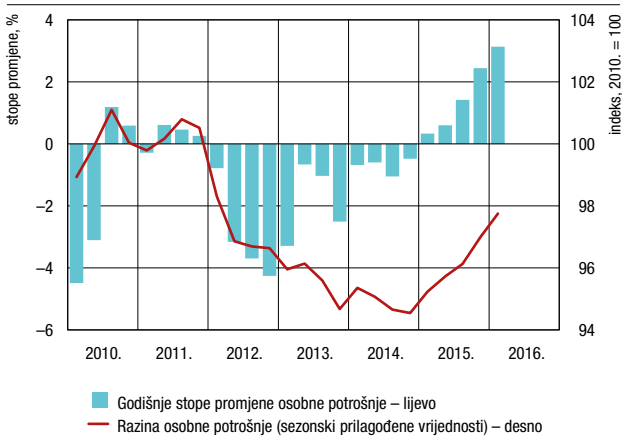
¹ Ocjena se zasniva na raspoloživim mjesečnim podacima za travanj. Opis modela nalazi se u radu D. Kunovca i B. Špalata: Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora (1-42, lipanj 2014.).

Slika 3.3. Realni izvoz robe i usluga



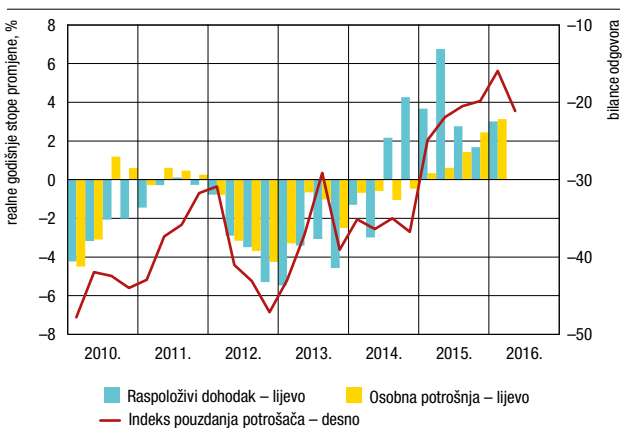
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Osobna potrošnja realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Odrednice osobne potrošnje



Napomena: Vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača u mjesecu izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

daljnji oporavak zemalja koje su glavni vanjskotrgovinski partneri Hrvatske te nastavak povećavanja udjela hrvatskih proizvođača na inozemnom tržištu s obzirom na olakšane procedure trgovanja koje su se počele primjenjivati od ulaska Hrvatske u Europsku uniju, kao i veću usmjerenost domaćih proizvođača na inozemna tržišta. Izvoz usluga, koji se prije svega odnosi na izvoz usluga u turizmu, također bi mogao nastaviti rasti, na što upućuju i podaci platne bilance te fizički pokazatelji noćenja i dolazaka stranih turista u prvom dijelu ove godine. Međutim, godišnji bi rast izvoza turističkih usluga ipak mogao biti niži nego lani.

Uz izvoz robe i usluga, i sve sastavnice domaće potražnje (osim promjene zaliha) ostvarile su u prvome tromjesečju rast i tako pridonijele nastavku oporavka domaćega gospodarstva. Slična bi kretanja trebala obilježiti i nastavak godine.

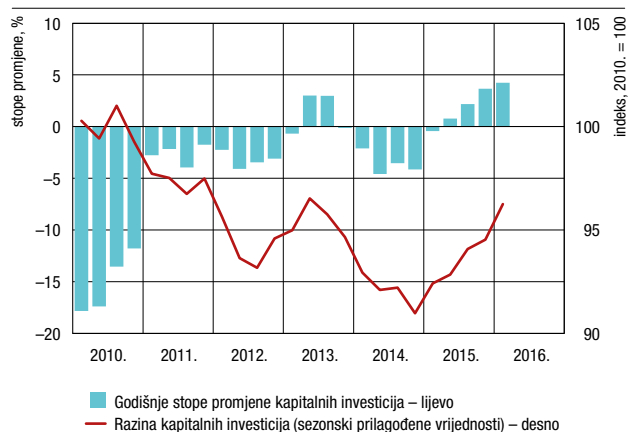
Osobna potrošnja nastavila je rasti u prvom tromjesečju 2016. i povećala se za 0,8% u odnosu na prethodna tri mjeseca, dok je na godišnjoj razini ostvarila rast od 3,1%. Dobra ostvarenja posljedica su nastavka rasta zaposlenosti i znatnog smanjenja stope nezaposlenosti. Anketna stopa nezaposlenosti tako se u prvom tromjesečju spustila na 15,4% (14,6% prema desezoniranim podacima), pa je u odnosu na isto razdoblje protekle godine bilo gotovo 60 tisuća nezaposlenih manje. I administrativni podaci o nezaposlenosti upućuju na povoljna kretanja, pa je tako krajem lipnja pri HZZ-u bilo registrirano oko 220 tisuća ljudi, što je posljednji put zabilježeno sredinom 2008. godine. Nadalje, u prvom je tromjesečju ostvaren visok godišnji rast bruto plaća (2,6%), pri čemu je do zamjetljivog rasta došlo i u privatnom i u javnom sektoru. Rast realnih plaća bio je još snažniji zbog smanjenja stope inflacije.

U nastavku godine na rast osobne potrošnje pozitivno će djelovati očekivani daljnji rast zaposlenosti (dok bi se stopa nezaposlenosti za cijelu godinu mogla spustiti na 15%, sa 16,3% u 2015.). Na razini cijele godine očekuje se snažan rast realnih plaća zbog rasta bruto plaća i negativne prosječne stope inflacije. S druge strane, nakon što je indeks pouzdanja potrošača u 2015. znatno porastao i dosegnuo razinu iz pretkriznog razdoblja, optimizam potrošača u prvoj se polovini ove godine pogoršao zbog nepovoljnih očekivanja glede ekonomske i financijske situacije u nadolazećem razdoblju, a vjerojatno i zbog političke situacije u zemlji. Daljnje pogoršanje optimizma potrošača moglo bi povećati stopu štednje i negativno se odraziti na projekciju rasta osobne potrošnje (više o stopi štednje kućanstava vidi u Okviru 1. Stopa štednje kućanstava).

Na početku 2016. godine zabilježeno je povećanje bruto investicija u fiksni kapital, i to već peto uzastopno tromjesečje, a godišnja stopa rasta dosegla je 4,3%. Takva kretanja odražavaju jačanje građevinske aktivnosti, i to kod radova na zgradama i ostalim građevinama, što upućuje na povoljna kretanja u privatnom i javnom sektoru. Osim toga, na povećano ulaganje u privatnog sektora u prvom tromjesečju ove godine također upućuju podaci o povećanju proizvodnje i uvoza kapitalnih proizvoda, što se može povezati s povećanim ulaganjem poduzeća u opremu i postrojenja.

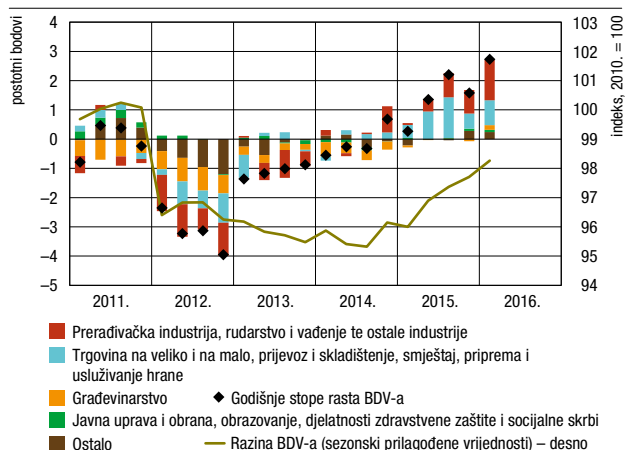
Očekuje se kako će se i na razini cijele godine ostvariti ubrzanje rasta kapitalnih ulaganja u usporedbi s 2015. godinom. Pritom bi rast trebao generirati privatni sektor, unatoč činjenici da se velik broj poduzeća nastavlja suočavati s relativno visokom razinom zaduženosti (više o utjecaju prekomjerne zaduženosti na investicijsku aktivnost poduzeća vidi u Okviru 2. Utjecaj prekomjerne zaduženosti poduzeća na investicijsku aktivnost). S druge strane, iako bi i javne investicije mogle ostvariti godišnji porast zbog boljega korištenja fondova Europske unije, realizacija bi ipak mogla biti malo sporija nego što je predviđeno

Slika 3.6. Bruto investicije u fiksni kapital



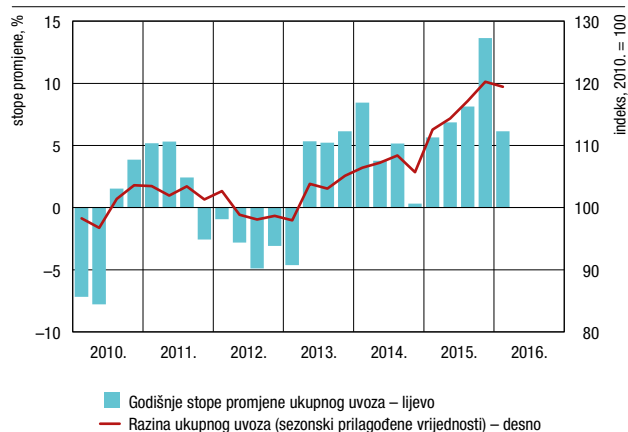
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.9. Promjena BDV-a doprinosi po komponentama



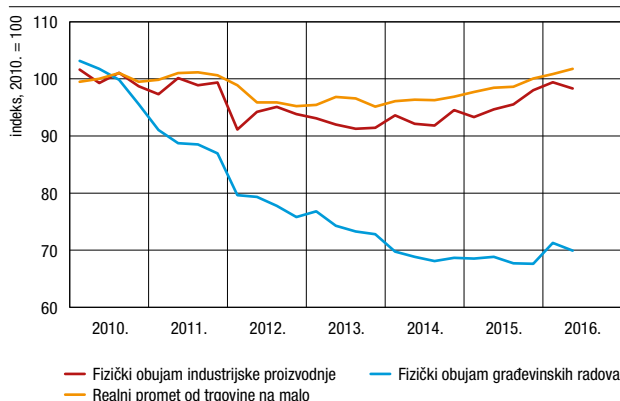
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.7. Uvoz robe i usluga realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

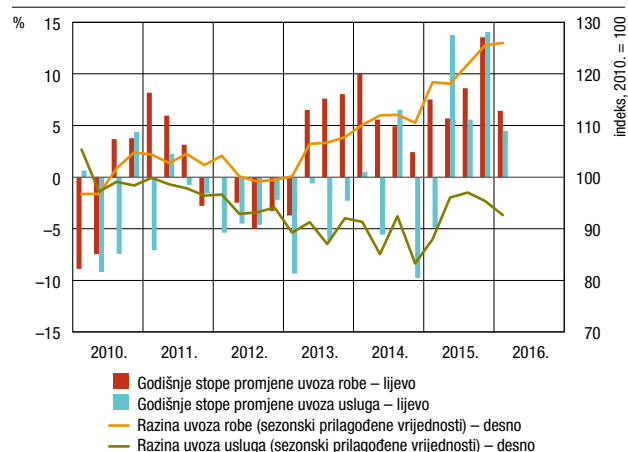
Slika 3.10. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za drugo tromjesečje za građevinarstvo odnose se na travanj, a za industrijsku proizvodnju i trgovinu na malo na travanj i svibanj.

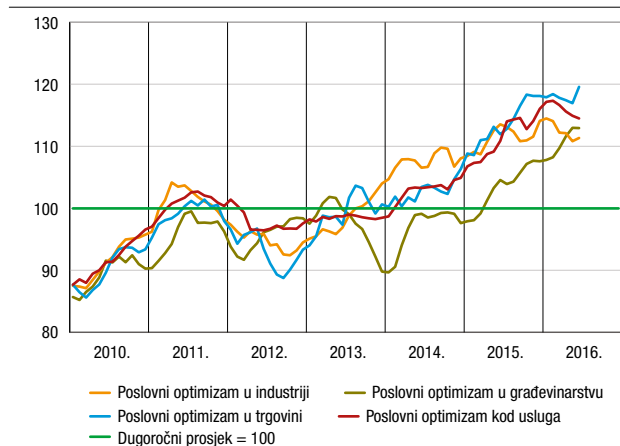
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.8. Realni uvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.11. Pokazatelji poslovnog i potrošačkog optimizma standardizirane desezonirane vrijednosti, tročlani pomični prosjeci



Napomena: posljednji podatak odnosi se na lipanj 2016.

Izvori: Eurostat; Ipsos; HNB

državnim proračunom, djelomice i zbog sadašnje političke situacije u zemlji.

Kada je riječ o državnoj potrošnji, ona se početkom 2016. zadržala na razini ostvarenoj krajem protekle godine, dok je u odnosu na prvo tromjesečje 2015. ostvaren porast od 0,6%. Fiskalni podaci kao i podaci o kretanju broja zaposlenih upućuju na to da je rast posljedica nastavka povećanja broja zaposlenih u javnim i državnim službama, kao i povećanja intermedijarne potrošnje. Iako se na razini cijele godine očekuje nastavak fiskalne konsolidacije, realna državna potrošnja mogla bi ostvariti blagi rast, ali će njezin doprinos rastu gospodarske aktivnosti i u ovoj godini ostati gotovo neutralan.

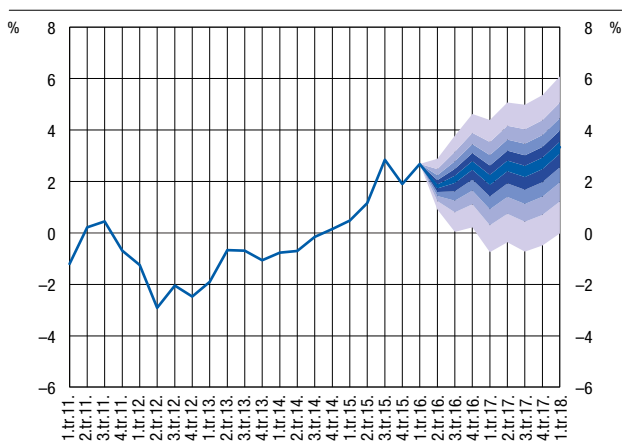
Rast domaće potražnje i izvoza rezultirao je i nastavkom povećavanja uvoza robe i usluga, pa je godišnja stopa u prvom tromjesečju 2016. dosegla 6,1%, dok je u usporedbi s prethodnim tromjesečjem zabilježen blagi pad od 0,7%. Tromjesečno smanjenje ukupnog uvoza posljedica je pada uvoza usluga, dok se rast uvoza robe znatno usporio u usporedbi s prethodnim tromjesečjem. Prema nominalnim podacima o robnoj razmjeni, usporavanje rasta robnog uvoza posljedica je znatnoga smanjenja uvoza nafte i naftnih derivata, dok je istodobno uvoz kod ostalih skupina GIG-a povećan. Na razini cijele 2016. godine očekuje se relativno visok rast uvoza, pri čemu bi stopa ipak mogla biti niža nego u 2015., što se povezuje s istodobnim usporavanjem rasta izvoza.

Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje da je u prvom tromjesečju ostvaren rast bruto dodane vrijednosti (BDV) od 2,7% na godišnjoj razini, što odražava povoljna kretanja kod svih djelatnosti. Pritom je rastu gospodarske aktivnosti najviše pridonio rast BDV-a u prerađivačkoj industriji te u djelatnostima trgovine na veliko i malo, prijevozu i skladištenju, smještaju, pripremi i usluživanju hrane. Osim toga, povoljnija kretanja u građevinarstvu rezultirala su rastom BDV-a u toj djelatnosti, pa je ona prvi put od kraja 2008. pridonijela ukupnom gospodarskom rastu. Dostupni mjesečni podaci pokazuju kako se industrijska proizvodnja u travnju i svibnju smanjila u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca, pri čemu su, promatra li se prema glavnim industrijskim grupacijama, smanjenje proizvodnje zabilježile sve komponente GIG-a osim trajnih proizvoda za široku potrošnju. Istodobno se građevinska aktivnost smanjila nakon visokih ostvarenja u prva tri mjeseca ove godine, dok je trgovina na malo blago porasla. Rezultati Ankete poslovnog optimizma (sezonski prilagođeni podaci) za drugo tromjesečje 2016. godine upućuju na nastavak rasta optimizma u građevinarstvu u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca, a poboljšanje poslovnog optimizma vidljivo je i u trgovini. S druge strane, očekivanja u industriji i uslužnim djelatnostima nastavila su se pogoršavati.

4. Tržište rada

U prvoj polovini 2016. godine na tržištu rada kretanja su bila povoljna. Tako se prema podacima HZMO-a u prvom tromjesečju 2016. u odnosu na kraj 2015. godine znatno ubrzao rast broja zaposlenih, a slična kretanja nastavljena su i tijekom drugog tromjesečja, iako neznatno sporijom dinamikom.² Pritom su rast generirale uslužne djelatnosti privatnog sektora s najvećim pojedinačnim doprinosom djelatnosti trgovine, dok je doprinos ostalih djelatnosti bio zanemariv (Slika 4.1). U preostalom dijelu

Slika 3.12. Projekcija dinamike realnog BDP-a godišnje stope rasta



Izvori: DZS; HNB

Rizici

Ocjenuje se da za projekciju BDP-a u projekcijskom razdoblju prevladavaju negativni rizici. Naime, nestabilna politička situacija mogla bi imati znatniji negativan utjecaj na rast investicija nego što je ugrađeno u trenutnu projekciju. Osim što bi realizacija javnih investicija u 2016. godini mogla biti usporena više nego što je pretpostavljeno, nepostojanje funkcionalne vlade moglo bi se nepovoljno odraziti i na izdavanje potrebnih dozvola privatnim ulagačima i sporiji rast njihovih ulaganja. Osim toga, optimizam potrošača mogao bi se dodatno pogoršati, što bi posljedično moglo rezultirati nižom osobnom potrošnjom.

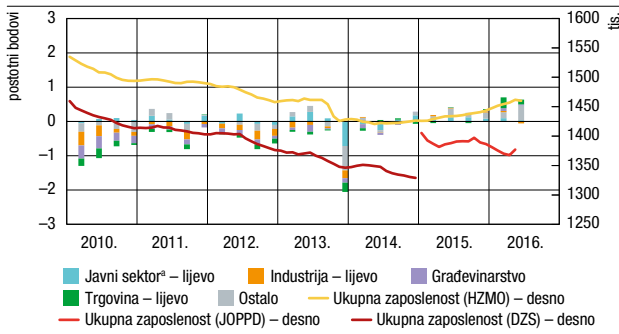
Nadalje, iako bi ishod referenduma o izlasku Velike Britanije iz Europske unije mogao smanjiti perspektive rasta u cijeloj Europi, međunarodne su institucije zasad oprezne s kvantifikacijom potencijalnih učinaka. Kako je izvoz glavni generator gospodarskog rasta, eventualni slabiji rast glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske mogao bi imati negativan učinak i na domaća gospodarska kretanja, dok bi se potencijalna povišena globalna neizvjesnost negativno odrazila na uvjete financiranja. Naposljetku, u dužem roku moglo bi doći i do smanjivanja fondova EU-a, s obzirom na to da je Velika Britanija neto uplatitelj sredstava.

godine očekuje se malo slabiji rast zaposlenosti, pa bi na razini cijele 2016. zaposlenost mogla porasti za 1,5%. U 2017. godini zaposlenost bi mogla rasti sličnim intenzitetom s obzirom na to da se ne očekuje izraženije ubrzavanje gospodarskog rasta.

Povoljna dinamika zaposlenosti odrazila se i na promjene nezaposlenosti, čiji se trend opadanja ubrzao u prvom dijelu 2016. godine. Tako se zbog povećanih odljeva na osnovi zasnivanja radnog odnosa i drugih poslovnih aktivnosti, ali i ostalih razloga,

² HNB o kretanju zaposlenosti donosi zaključke na osnovi podataka o osiguranicima HZMO-a. Službeni podaci DZS-a o broju zaposlenih koji se prikupljaju na osnovi obrasca JOPPD upućuju na nepovoljna kretanja zaposlenosti u prvih pet mjeseci 2016.

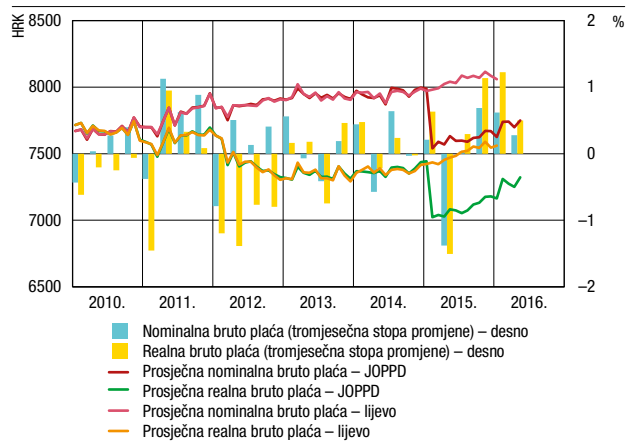
Slika 4.1. Ukupna zaposlenost i doprinosi tromjesečnoj promjeni zaposlenosti po sektorima
sezonski prilagođene serije



^a Javna uprava i obrana; obvezno socijalno osiguranje, Obrazovanje, Djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi
Napomena: U listopadu 2013. godine došlo je do administrativnog brisanja oko 20 tisuća osiguranika iz evidencije HZMO-a. DZS je promijenio metodologiju prikupljanja i obrade podataka o zaposlenima i plaćama od siječnja 2015. godine, za koje je izvor sada obrazac JOPPD. Strukturni stupci prikazuju doprinose po sektorima u skladu s podacima HZMO-a. Podaci o broju zaposlenih prema obrascu JOPPD za drugo tromjesečje 2016. godine odnose se na travanj i svibanj.

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

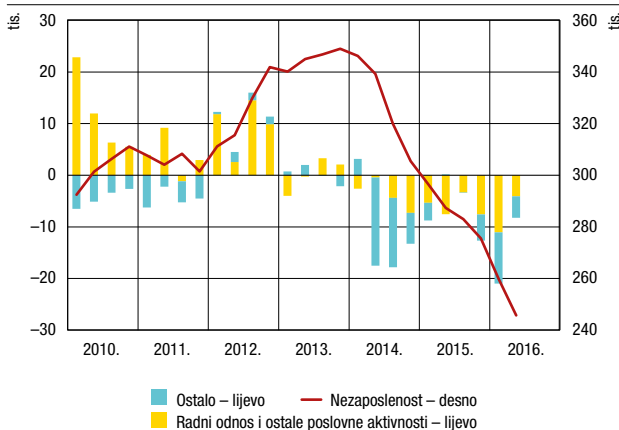
Slika 4.4. Prosječne bruto plaće
sezonski prilagođene serije



Napomena: Od drugoga tromjesečja 2015. stope promjene zasnivaju se na podacima iz obrasca JOPPD. Podaci za drugo tromjesečje 2016. odnose se na travanj i svibanj.

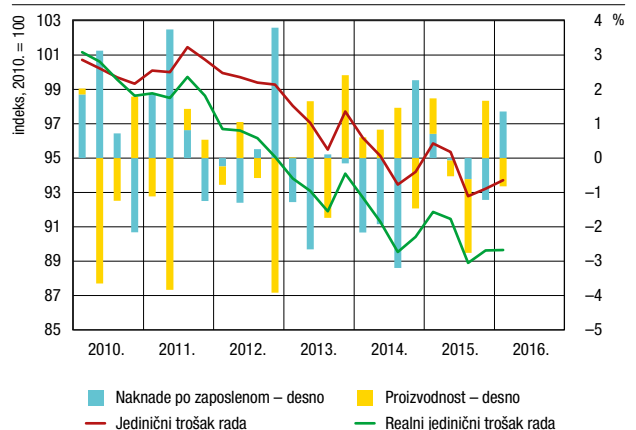
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.2. Ukupna nezaposlenosti i neto priljevi u nezaposlenost
sezonski prilagođene serije



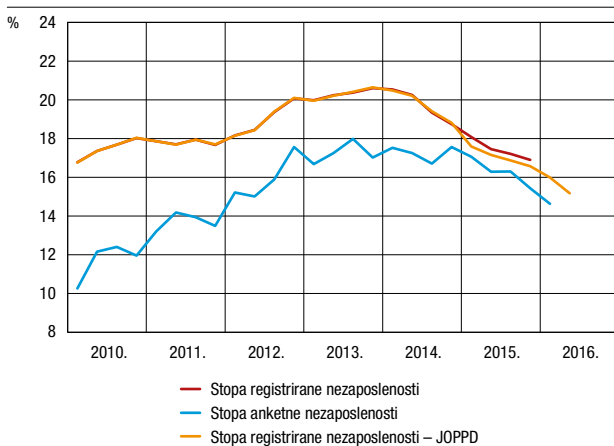
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2016. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.5. Naknade po zaposlenom, proizvodnost i jedinični trošak rada
sezonski prilagođene serije, razine i tromjesečne stope promjene



Napomena: Porast proizvodnosti ima negativan predznak.
Izvori: DZS; Eurostat (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.3. Administrativna i anketna stopa nezaposlenosti
sezonski prilagođene serije



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2016. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

broj nezaposlenih znatno smanjio (za 5,6%) u prvom tromjesečju 2016. u odnosu na posljednje tromjesečje 2015. Isti je trend zadržan i u travnju i svibnju, što upućuje na to da bi se i na razini cijele 2016. godine administrativna nezaposlenost mogla snažno smanjiti (Slika 4.2).

U skladu s navedenim kretanjima nastavila se smanjivati administrativna stopa nezaposlenosti, koja je u svibnju iznosila 15%, prema sezonski prilagođenim podacima (Slika 4.3.). U prvom tromjesečju 2016. međunarodno usporediva stopa nezaposlenosti (desezonirani podaci) smanjila se na 14,6% (u odnosu na 15,4% u posljednjem tromjesečju 2015.). Anketna stopa nezaposlenosti mogla bi u 2016. iznositi oko 15% te se nastaviti smanjivati u 2017. godini.

Tijekom prvoga tromjesečja 2016. nastavljen je razmjerno snažan rast plaća, nakon čega je tijekom travnja i svibnja došlo do njegova usporavanja. Zamjetljiv rast nominalnih bruto i neto plaća u prvom tromjesečju 2016. u odnosu na prethodno tromjesečje (Slika 4.4.) generiran je ponajprije u privatnom sektoru, i to u djelatnostima industrije i trgovine, dok je pozitivan doprinos javnog sektora bio zamjetljivo manji. Realne su plaće u promatranom razdoblju imale malo veće stope rasta od nominalnih

vrijednosti zbog pada potrošačkih cijena, čime je nastavljen rast njihove kupovne moći. Jedinični trošak rada, koji dovodi u vezu troškove uloženog rada s njihovom proizvodnošću, u prvom se

tromjesečju 2016. povećao (Slika 4.5.), a slična kretanja očekuju se i na razini cijele godine s obzirom na to da bi rast plaća mogao biti viši od rasta proizvodnosti rada.

5. Inflacija

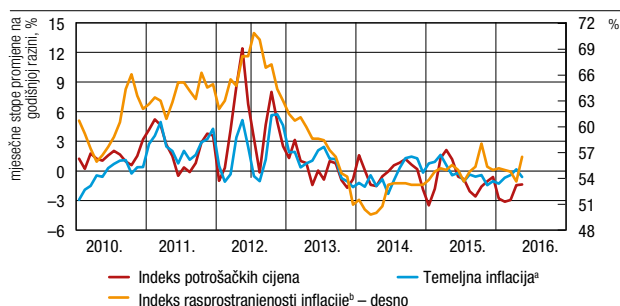
Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena negativna je treću godinu zaredom, što je u znatnoj mjeri posljedica prelijevanja nižih cijena sirovina na svjetskom tržištu (sirove nafte, prehrambenih sirovina) na domaće cijene. Tijekom prvih pet mjeseci 2016. ubrzao se godišnji pad potrošačkih cijena s $-0,6\%$ u prosincu 2015. na $-1,8\%$ u svibnju, što je pretežno bio rezultat smanjenja godišnje stope promjene cijena energije, a potom i industrijskih proizvoda, prerađenih prehrambenih proizvoda te usluga. Temeljna inflacija je ponovo ušla u negativni teritorij, smanjivši se s 0% u prosincu 2015. na $-0,8\%$ u svibnju, uglavnom zbog smanjenja godišnjih stopa promjene cijena komunikacijskih usluga, odjeće, duhana te mlijeka i mesa. Kretanje proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (isključujući energiju) upućuje na nastavak deflatorskih pritisaka iz ovog izvora, pri čemu se negativna godišnja stopa promjene tih cijena ubrzala s $0,5\%$ u

prosincu 2015. na $1,6\%$ u svibnju 2016.

Pokazatelj tekućega kretanja ukupne inflacije potrošačkih cijena (Slika 5.1.) u posljednja se tri mjeseca povećao, ali je i nadalje negativan te je u svibnju iznosio $-1,4\%$. Dodatni pokazatelj kretanja inflacijskih pritisaka – indeks rasprostranjenosti inflacije – upućuje na to da je u posljednja tri mjeseca blago porastao i udio broja proizvoda čije su cijene porasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda te je u svibnju iznosio $56,5\%$. Taj je udio i nadalje malo niži od dugoročnog prosjeka, koji iznosi 63% .

Energija je komponenta koja daje najveći negativan doprinos godišnjoj inflaciji potrošačkih cijena, koji se povećao s $0,9$ postotnih bodova u prosincu 2015. na $1,5$ postotnih bodova u svibnju, ponajviše pod utjecajem sniženja administrativne cijene prirodnog plina. Posljednjih su se mjeseci cijene sirovina na

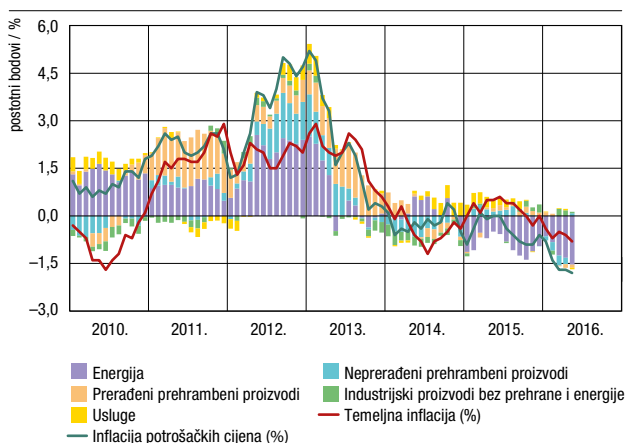
Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja ukupne i temeljne inflacije te indeks rasprostranjenosti inflacije



^a Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, cijene naftnih derivata ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju.
^b Indeks rasprostranjenosti inflacije pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda, a temelji se na mjesečnim stopama promjene izvedenima iz sezonski prilagođenih komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.
Napomena: Mjesečna stopa promjene indeksa potrošačkih cijena i temeljne inflacije izračunata je iz tromjesečnoga pomičnog prosjeka sezonski prilagođenih indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Slika 5.2. Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

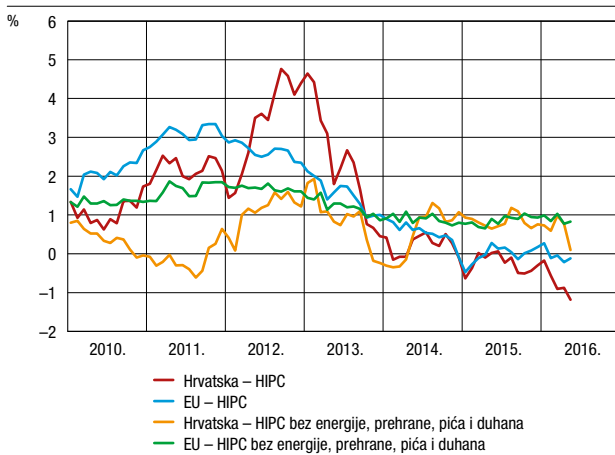
Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

godišnje stope promjene

	2012.	2013.	2014.	2015.	IX.2015.	XII. 2015.	III. 2016.	IV. 2016.	V. 2016.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente									
Ukupni indeks	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-0,8	-0,6	-1,7	-1,7	-1,8
Energija	10,5	3,1	0,9	-4,9	-6,6	-5,0	-7,4	-7,8	-9,1
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	5,8	3,8	-2,8	1,1	0,0	-0,1	-3,4	-2,2	0,9
Prerađeni prehrambeni proizvodi (uključujući alkohol i duhan)	2,6	4,9	0,2	0,3	0,6	0,5	-0,1	-0,5	-0,4
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	0,4	-0,4	-1,0	0,2	0,4	1,1	0,9	0,7	0,2
Usluge	0,5	0,8	0,8	0,9	1,0	0,0	0,1	0,2	-0,2
Ostali cjenovni pokazatelji									
Temeljna inflacija	1,9	1,9	-0,4	0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,6	-0,8
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	7,0	0,5	-2,7	-3,9	-4,8	-4,1	-5,0	-5,8	-6,3

Izvor: DZS

Slika 5.3. Ukupna i temeljna inflacija mjerena kretanjem harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj i Europskoj uniji
godišnje stope promjene



Izvori: DZS; Eurostat

svjetskom tržištu počele oporavljati, pa je tako cijena barela sirove nafte tipa Brent rasla od sredine siječnja (kada je iznosila 26 USD), dosegnuvši razinu od 48 USD krajem svibnja. Doprinos naftnih derivata godišnjoj inflaciji u svibnju 2016. iznosio je -0,9 postotnih bodova. Nadalje, doprinos indeksa potrošačkih cijena bez prehrane i energije godišnjoj inflaciji smanjio se s 0,4 postotna boda u prosincu 2015. na 0,1 postotni bod u svibnju. Pritom se najviše smanjio doprinos cijena telefonskih usluga, odjeće i duhana. Osim toga, negativni doprinos prehrane inflaciji povećao se s 0,1 postotni bod u prosincu 2015. na 0,2 postotna boda u svibnju, što je bio rezultat smanjenja godišnjih stopa promjene mlijeka, voća i mesa.

Godišnja stopa inflacije u Europskoj uniji mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena smanjila se s 0,2% u prosincu 2015. na -0,1% u svibnju 2016. (Slika 5.3.). Ulazak godišnje stope inflacije potrošačkih cijena u negativan teritorij posljedica je nekoliko činitelja. S jedne strane, povećao se negativan doprinos cijena energije zbog učinka baznog razdoblja (unatoč rastu cijena sirove nafte na svjetskim tržištima od početka veljače 2016., cijena je i nadalje znatno ispod razine zabilježene u istom razdoblju prethodne godine). Osim toga, blago se smanjio doprinos cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda te usluga koje se tržišno određuju (usluge putovanja). Usporavanju inflacije pridonijeli su i recentna aprecijacija eura kao i neizravni učinci pojeftinjenja sirove nafte na potrošačke cijene te slabiji od očekivanog oporavak tržišta rada. Kretanje cijena usluga pridonijelo je i blagom padu temeljne inflacije (godišnja stopa promjene HIPC-a bez energije, prehrane, pića i duhana) s 0,9% u prosincu 2015. na 0,8% u svibnju 2016.

Usporavanje inflacije u Hrvatskoj bilo je jače izraženo nego u zemljama Europske unije, pa je godišnja stopa promjene harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj smanjena s -0,3% u prosincu 2015. na -1,2% u svibnju 2016. Usporavanje inflacije u Hrvatskoj bilo je izrazitije osobito kod industrijskih proizvoda, prerađenih prehrambenih proizvoda i usluga. S druge strane, Hrvatska je bila među rijetkim zemljama Europske unije u kojima se u promatranom razdoblju blago povećao doprinos cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda inflaciji. Isključujući se kolebljive komponente energije, prehrane, pića i duhana, pokazatelj temeljne inflacije u Hrvatskoj smanjio se za 0,7 postotnih bodova, znatno više nego u zemljama Europske unije, te je u svibnju 2016. iznosio 0,1%. Doprinos promjene indirektnih poreza inflaciji u Hrvatskoj smanjio se s 0,4 postotna boda u

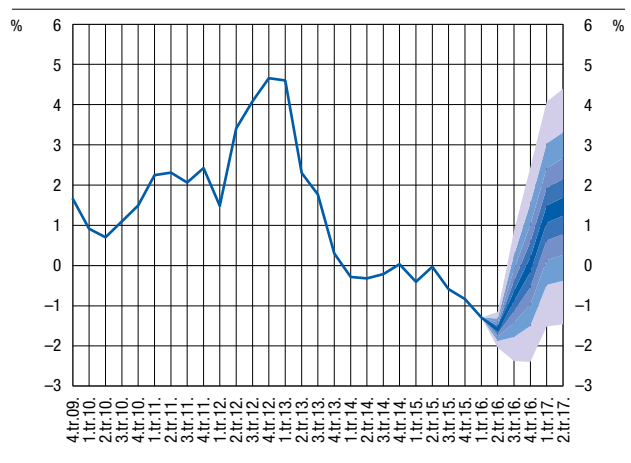
prosincu 2015. na 0 u svibnju 2016. (više o tome vidi u Okviru 3. Procjena učinaka promjena indirektnih poreza na inflaciju).

U 2016. prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena mogla bi se smanjiti na -0,9% (s -0,5% u 2015.), pri čemu bi negativan doprinos inflaciji uz energiju trebala dati i prehrana. Godišnji pad cijena energije rezultat je smanjenja cijena prirodnog plina i naftnih derivata. Od lipnja do kraja godine predviđa se blago povećanje cijena sirove nafte, što bi uz pozitivan učinak baznog razdoblja (zbog sniženja cijena naftnih derivata tijekom istog razdoblja prošle godine) trebalo rezultirati postupnim povećavanjem ukupne inflacije u drugoj polovini 2016. i njezinim ulaskom u pozitivan teritorij potkraj godine. Prognozirano je da bi prosječna godišnja stopa promjene cijena prehrane u 2016. mogla biti blago negativna, zbog preljevanja nižih cijena prehrambenih sirovina i nafte na svjetskom tržištu na domaće cijene te zbog viškova na europskom tržištu poljoprivrednih proizvoda. Ocjenjuje se da će se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez prehrane i energije u 2016. usporiti, ali bi trebala ostati blago pozitivna, što će samo malim dijelom ublažiti negativan doprinos energije i prehrane domaćoj inflaciji.

Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2017. mogla bi porasti na 1,2%, ponajviše zbog povećanja godišnje stope promjene cijena energije. Ono bi trebalo biti rezultat pozitivnoga baznog učinka povezanog sa znatnim pojeftinjenjem naftnih derivata i prirodnog plina početkom 2016. godine, kao i predviđenog rasta prosječne cijene sirove nafte. Osim toga, uvozni inflacijski pritisci mogli bi ojačati i zbog očekivanog ubrzanja inflacije u europodručju. Očekuje se da će se domaći inflacijski pritisci u 2017. blago povećati potaknuti nastavkom gospodarskog oporavka. U spomenutim uvjetima na domaćem tržištu, te uz pretpostavku pozitivnih indirektnih učinaka povećanja cijena sirove nafte, prognozirano je da bi se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez prehrane i energije u 2017. mogla blago povećati. Osim toga, prognozirano je i rast prosječne godišnje stope promjene cijena prehrane.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju jesu slabija domaća potražnja te niže cijene sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu od očekivanih. Padu cijena sirove nafte mogli bi pridonijeti smanjenje globalne potražnje zbog prigušenoga gospodarskog rasta i/ili veći porast proizvodnje od očekivanog, ponajprije u Iranu. S druge strane, postoji nekoliko rizika koji bi mogli utjecati na to da ostvarenje inflacije

Slika 5.4. Projekcija inflacije potrošačkih cijena
godišnje stope promjene



Izvori: DZS; izračun HNB-a

bude više od prognoziranog, među kojima se ističu mogući rast administrativno reguliranih cijena, nepovoljne vremenske prilike koje bi mogle rezultirati izrazitijim rastom cijena poljoprivrednih proizvoda, snažniji rast cijena sirove nafte (zbog geopolitičkih

napetosti i/ili mogućeg dogovora o ograničenju proizvodnje zemalja OPEC-a) te zamjetljivije slabljenje tečaja eura u odnosu na američki dolar.

6. Vanjska trgovina i konkurentnost

U prva tri mjeseca 2016. na tekućem i kapitalnom računu platne bilance zabilježen je manjak, koji je, zbog izrazitijega rasta neto rashoda na osnovi izravnih vlasničkih ulaganja te slabijega korištenja sredstava iz fondova EU-a, bio za četvrtinu veći nego u istom razdoblju prethodne godine. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak na tekućem i kapitalnom računu se, nakon što je u trećem tromjesečju 2015. dosegnuo svoj povijesni vrhunac, u prvom tromjesečju 2016. spustio na 5,1% BDP-a, u čemu je sadržan i učinak troška poslovnih banaka povezan s očekivanom konverzijom kredita u švicarskim francima, ocijenjen na oko 2% BDP-a.

Na razini cijele 2016. godine, višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao bi iznositi 3,6% ocijenjenog BDP-a, što je u odnosu na prethodnu godinu (5,9% BDP-a) blago smanjenje isključujući li se učinak konverzije kredita u švicarskim francima (2% BDP-a). Pritom se nepovoljnim utjecajem izdvaja pogoršanje salda u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog izrazitijega prirasta uvoza od izvoza, ali i malo bolji poslovni rezultati stranih trgovačkih društava u Hrvatskoj. Nasuprot tome, pozitivno bi na saldo tekućega i kapitalnog računa moglo djelovati daljnje povećanje neto izvoza usluga, poglavito prihoda od turizma, i jače korištenje sredstava iz fondova EU-a. Slični trendovi mogli bi se nastaviti i u sljedećoj godini te pridonijeti daljnjem smanjivanju viška na tekućem i kapitalnom računu.

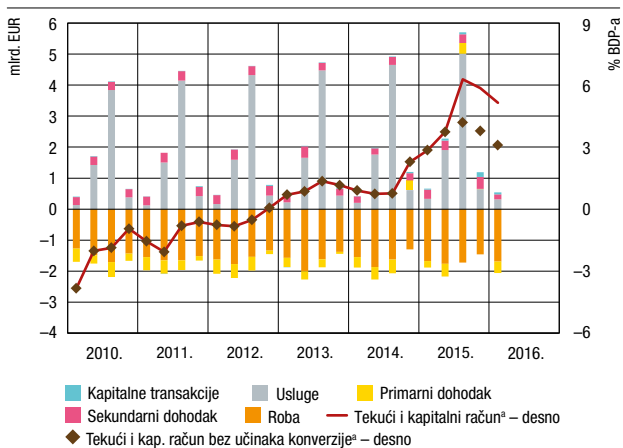
Najveći utjecaj na povećanje manjka na tekućem računu u prvom tromjesečju 2016. došao je od produblivanja negativnog salda na računu primarnog dohotka, zbog povećanja rashoda i smanjenja prihoda od izravnih vlasničkih ulaganja. Pritom je povećanje rashoda bilo potaknuto rastom profitabilnosti trgovačkih društava u stranom vlasništvu, posebice u djelatnostima financijskog posredovanja, hotelijerstva te proizvodnje hrane i pića, dok je smanjenje prihoda rezultat pogoršanja poslovnih rezultata

inozemnih poduzeća u domaćem vlasništvu. S druge strane, kamatni troškovi domaćih sektora na osnovi inozemnih obveza smanjili su se.

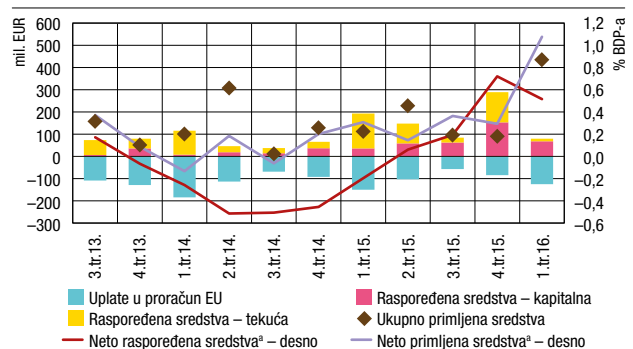
Vrijednost ukupno iskorištenih sredstava iz fondova EU-a u prvom je tromjesečju 2016. bila manja u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. To se poglavito odnosi na tekuće prihode, što je rezultiralo pogoršanjem salda na računu sekundarnog dohotka, dok se istodobno povećala vrijednost sredstava namijenjenih kapitalnim projektima, pa je višak na računu kapitalnih transakcija porastao. Međutim, valja napomenuti da su sredstva primljena iz EU-a na račun Nacionalnog fonda višestruko nadmašila iznose raspoređene krajnjim korisnicima, koji su prikazani na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija, pa se može očekivati da će se potonji povećavati u sljedećim razdobljima, kada bi se primljena sredstva trebala prosljeđivati krajnjim korisnicima. Promotri li se kumulativna vrijednost u posljednjih godinu dana, u prvom tromjesečju 2016. sredstva raspoređena krajnjim korisnicima nadmašila su uplate u proračun EU-a za 0,5% BDP-a (Slika 6.2., plava linija), dok su neto primljena sredstva iz EU-a bila dvostruko veća (Slika 6.2., crvena linija).

Neto izvoz usluga u prvom se tromjesečju 2016. blago smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. To je ponajprije rezultat pogoršanja salda u razmjeni ostalih usluga, na koje je u najvećoj mjeri utjecalo smanjenje prihoda od usluga popravaka te građevinskih usluga, ali i manjeg neto izvoza usluga oplemenjivanja robe u vlasništvu drugih. S druge strane, višak u razmjeni usluga putovanja nastavio se povećavati, uz rast prihoda za 16,2%. Bolji financijski rezultati u turizmu bili su praćeni zamjetljivim poboljšanjem fizičkih pokazatelja: dolazaka stranih gostiju u komercijalne smještajne objekte za 22,8% i noćenja za 27,5%, ponajviše zahvaljujući turistima iz Njemačke, Italije i Slovenije.

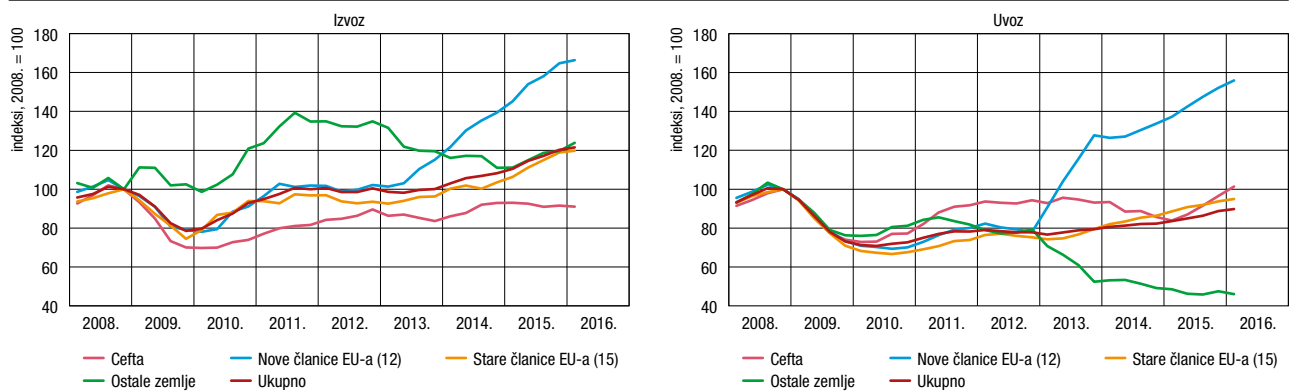
Slika 6.1. Saldo na tekućem i kapitalnom računu i njegova struktura



Slika 6.2. Transakcije s proračunom EU-a



Slika 6.3. Hrvatska robna razmjena prema ekonomskim grupacijama zemalja



Napomena: CEFTA uključuje Albaniju, Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Makedoniju, Moldaviju, Srbiju i UNMIK/Kosovo. Podaci se kod izvoza robe iskazuju prema zemljama namjene, a od 1. srpnja 2013. primjenjuje se kod uvoza robe novi metodološki kriterij iskazivanja podataka, a koji je primijenjen i na podatke za prvih šest mjeseci 2013. godine. U Extrastatu se kod uvoza robe podaci iskazuju prema zemljama podrijetla robe, dok se kod primitaka robe u Intrastatu iskazuju prema zemljama otpreme. Zbog toga, podaci o uvozu za razdoblje nakon siječnja 2013. iskazani prema zemljama nisu usporedivi s podacima prije tog razdoblja. Vrijednosti indeksa izračunate su kao pomični prosjek četiriju tromjesečja.

Izvor: DZS

Manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom (prema vanjskotrgovinskoj statistici) na početku 2016. godine blago se povećao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, uz usporavanje godišnjih stopa rasta izvoza i uvoza na 4,6% i 4,7%. U odnosu na prethodno tromjesečje, manjak se povećao zbog smanjenja robnog izvoza (za 1,8%) uz istodobno neznatno povećanje uvoza. Padu izvoza najviše je pridonijelo smanjenje izvoza nafte i naftnih derivata te brodova. Nasuprot tome, kod izvoza ostale robe zabilježen je rast od 5,0%, ponajprije zbog snažnijeg izvoza kapitalnih (posebno električnih strojeva aparata i uređaja) te prehrambenih (ponajviše šećera i proizvoda od šećera) proizvoda, kao i cestovnih vozila, medicinskih i farmaceutskih proizvoda te raznih gotovih proizvoda. Unatoč smanjenju uvoza nafte i naftnih derivata, ukupan robni uvoz u prva se tri mjeseca 2016. neznatno povećao pod utjecajem rasta uvoza brodova i, poglavito, ostale robe. Rastu uvoza ostale robe (isključujući naftu i brodove) od 2,8% ponajviše je pridonio rast uvoza proizvoda svrstanih prema materijalu, odjeće, medicinskih i farmaceutskih proizvoda te raznih gotovih proizvoda. Podaci o kretanju robne razmjene u travnju upućuju na rast izvoza (za 1,1%) te snažniji rast uvoza (2,9%), koji su doveli do povećanja manjka u odnosu na prvo tromjesečje.

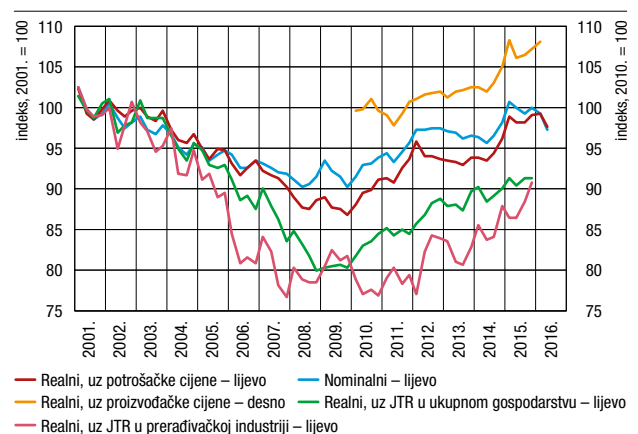
Promatra li se kretanje hrvatske robne razmjene prema pojedinim tržištima, vidljivo je da se i nadalje znatan dio rasta izvoza i uvoza odnosi na tržište Europske unije (detaljnije o obilježjima hrvatskoga robnog izvoza u posljednje tri godine vidi u Okviru 4. Promjene u dinamici i strukturi hrvatskoga robnog izvoza od ulaska u EU). Tako je u prvom tromjesečju 2016. godine, u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, najviše porastao izvoz u zemlje EU-a. Pritom se ističe rast izvoza u Njemačku (najviše električnih strojeva aparata i uređaja i cestovnih vozila), Italiju (posebno šećera i proizvoda od šećera, pluta i drva te medicinskih i farmaceutskih proizvoda) te Sloveniju (prehrambenih proizvoda, kapitalne opreme te pluta i drva). Ujedno se ubrzao rast izvoza u treće zemlje, kao rezultat pojačanog izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda te raznih gotovih proizvoda u SAD. S druge strane, izvoz u zemlje članice Cefta smanjio se, najvećim dijelom zbog smanjenog izvoza nafte i naftnih derivata u Bosnu i Hercegovinu. Rast uvoza u prvom tromjesečju 2016. godine ponajprije odražava veći uvoz iz zemalja članica EU-a, posebice iz Njemačke (ponajviše cestovna vozila), Bugarske (razni gotovi proizvodi) i Slovenije (zemni i industrijski plin, medicinski i farmaceutski proizvodi te cestovna vozila). Uvoz iz

zemalja Cefta također se povećao, čemu su najviše pridonijele Srbija (obojeni metali te električna energija) te Bosna i Hercegovina (posebno uvoz električne energije). S druge strane, smanjio se uvoz iz trećih zemalja, i to najviše pod utjecajem izrazitog smanjenja vrijednosti uvoza nafte i naftnih derivata iz Rusije i Azerbajdžana.

I u cijeloj 2016. očekuje se povećanje manjka robne razmjene, posebice kod suženog agregata koji isključuje brodove i naftu. Rast uvoza zasniva se na očekivanom blagom oporavku domaće potražnje i investicija, jačem korištenju sredstava fondova EU-a kao i na uvažavanju uvozne ovisnosti domaćega gospodarstva. Ipak, zbog nižih cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, vrijednost neto uvoza nafte i naftnih derivata vjerojatno će se smanjiti na godišnjoj razini. Očekivani rast izvoza počiva na pretpostavci o nastavku gospodarskog oporavka u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima te daljnjem korištenju olakšanih procedura pristupu tržištu EU-a.

U prvoj polovini 2016. cjenovna konkurentnost hrvatskog izvoza pogoršala se pod utjecajem nominalne efektivne aprecijacije kune. Realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke i proizvođačke cijene, nakon blage deprecijacije u prvom tromjesečju,

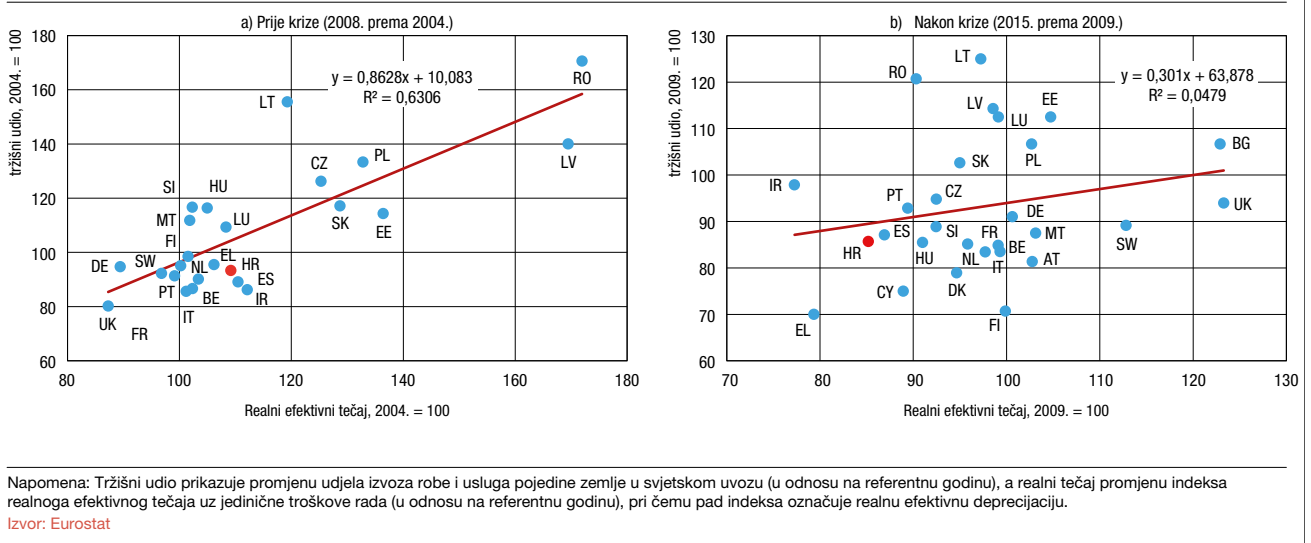
Slika 6.4. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Realni efektivni tečaj kune uz proizvođačke cijene uključuje hrvatski indeks proizvođačkih cijena industrije na nedomaćem tržištu koji je raspoloživ od siječnja 2010. Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune.

Izvor: HNB

Slika 6.5. Promjene tržišnog udjela izvoza robe i usluga te realnoga efektivnog tečaja uz jedinične troškove rada



osjetno su aprecirali tijekom travnja i svibnja 2016. u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja. Pritom je nominalna efektivna aprecijacija kune poništila učinak povoljnijega kretanja domaćih potrošačkih i proizvođačkih cijena u odnosu na glavne vanjsko-trgovinske partnere. Na razini cijele 2016. te u 2017. ipak se očekuje blago poboljšanje cjenovne konkurentnosti hrvatskoga robnog izvoza mjerene indeksom realnoga efektivnog tečaja uz potrošačke cijene, čime bi se nastavio dvogodišnji trend njegova poboljšanja.

Poboljšanje cjenovne i troškovne konkurentnosti hrvatskog izvoza samo se djelomično može povezati s iznimno dobrim izvoznim rezultatima u posljednje dvije godine. Naime, blagi pritisci u smjeru deprecijacije kune postoje još od 2009., pri čemu je realna deprecijacija tečaja bila još i snažnija od nominalne, no izvoz je počeo snažnije rasti tek nakon ulaska Hrvatske u EU. Jačanje hrvatskoga izvoza robe i usluga odrazilo se i na

oporavak udjela hrvatskog izvoza na svjetskom tržištu, osobito u 2015. godini, međutim njegova je razina još niža u odnosu na pretkrizno razdoblje, unatoč relativno zamjetljivom poboljšanju cjenovne i troškovne konkurentnosti. Štoviše, u usporedbi s drugim zemljama Srednje i Istočne Europe, slab i ograničen utjecaj relativno povoljnijega povijesnoga kretanja realnoga efektivnog tečaja hrvatske kune u usporedbi s valutama spomenutih zemalja upućuje na veću važnost necjenovnih činitelja konkurentnosti, koji, među ostalim, uključuju kvalitetu poslovnog okružja, priljev ulaganja u izvozno orijentirane sektore, geografsku i proizvodnu strukturu izvoza, uključenost u globalne lance vrijednosti te ulaganja u istraživanje i razvoj. Pritom je u godinama prije krize najznačajnije rastao izvoz upravo u zemljama s najvećom aprecijacijom realnoga efektivnog tečaja (Slika 6.5.a), a u razdoblju nakon izbijanja krize ta se veza sasvim rasplinula (Slika 6.5.b).

7. Uvjeti financiranja i tokovi kapitala

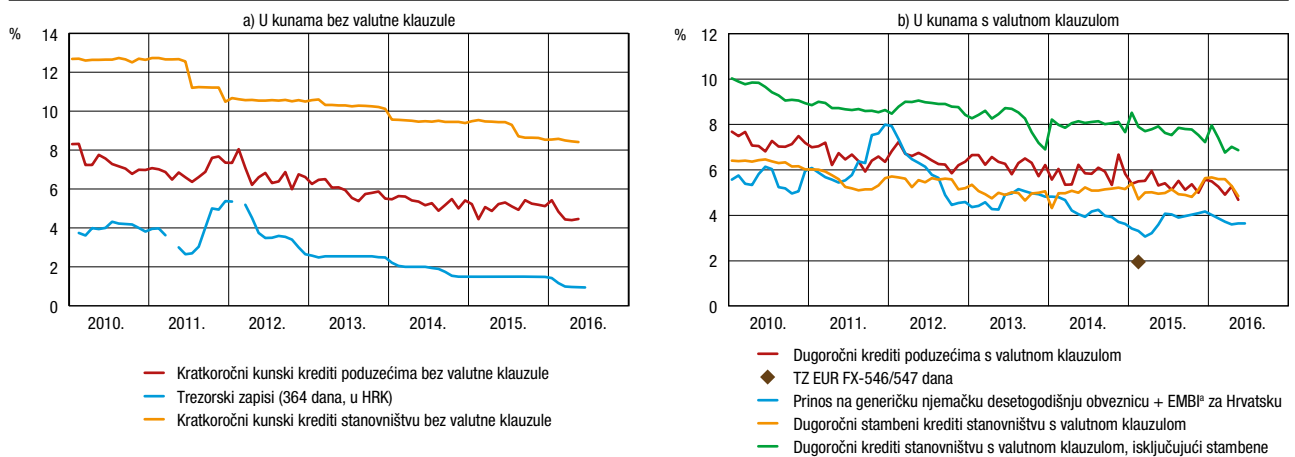
U 2016. godini očekuju se povoljniji uvjeti financiranja u uvjetima rekordno visoke likvidnosti na domaćem i inozemnim financijskim tržištima. Troškovi financiranja domaćih sektora tijekom prve polovine 2016. zabilježili su pretežito povoljna kretanja (Slika 7.1.). Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise pala je s 1,48%, koliko je iznosila krajem 2015., na dosad najnižih 0,94% u lipnju. Prosječna kratkoročna kunska kamatna stopa na kredite banaka niža je za sve sektore u odnosu na prethodnu godinu, a u odnosu na kraj 2015. najveće poboljšanje uvjeta financiranja zabilježeno je za poduzeća. Dugoročni troškovi financiranja s valutnom klauzulom kod banaka isto su bili povoljniji u odnosu na kraj prethodne godine, pri čemu se kamatna stopa na stambene kredite od prosinca do travnja zadržavala na višim razinama nego 2015. godine, što je bila posljedica utjecaja konverzije kredita s valutnom klauzulom u švicarskom franku u kredite s valutnom klauzulom u euru. Padu kamatnih stopa pridonosi i smanjenje troška izvora financiranja

banaka, što se ogleda u padu NRS-a³ i EURIBOR-a. Nadalje, uvjeti financiranja trebali bi ostati povoljniji i u ostatku godine. Pritom se pretpostavlja da će se inozemna tržišta brzo stabilizirati nakon šoka izazvanog referendumskom odlukom o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz EU-a. K tome, u prvim danima nakon odluke šok se nije odrazio na kamatne stope na domaćem bankarskom tržištu, s obzirom na to da banke trenutačno nemaju potrebe za zaduživanjem.

Cijena zaduživanja države u inozemstvu, procijenjena zbrojem prinosa na njemačku državnu obveznicu i pokazatelja EMBI za Hrvatsku, smanjila se tijekom prve polovine godine isključivo zbog pada prinosa na dugoročno zaduživanje Njemačke. Unatoč tome, tijekom svibnja nije došlo do planiranog izdavanja inozemne državne obveznice zbog političke nestabilnosti u zemlji. Krajem lipnja blago su porasli prinosi na hrvatske državne obveznice zbog nestabilnosti na financijskim tržištima nakon referendumске odluke Ujedinjene Kraljevine o napuštanju Europske unije.

3 Nacionalna referentna stopa (NRS) jest prosječna kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se koristi kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite prema članku 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju.

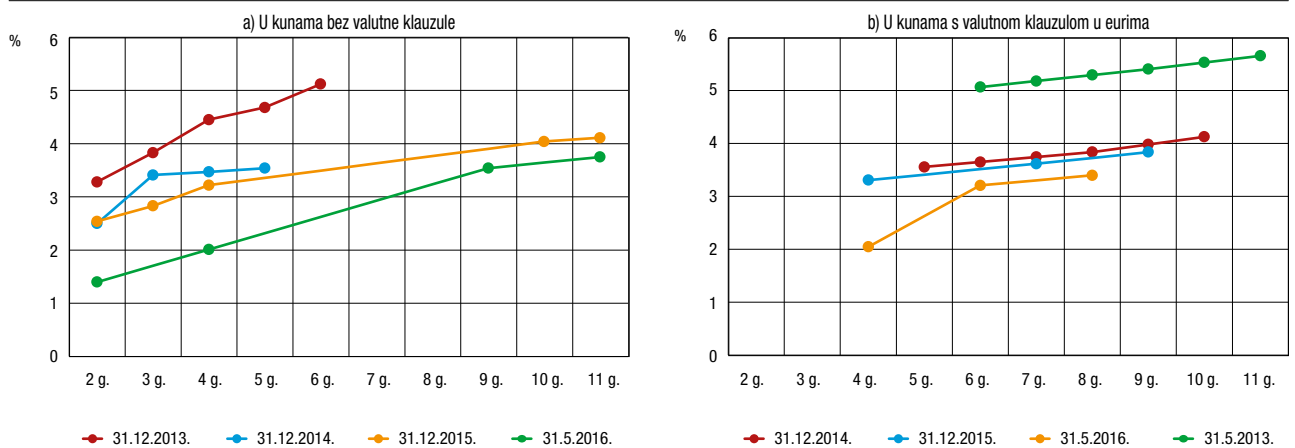
Slika 7.1. Troškovi financiranja domaćih sektora



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

Izvori: MF; Bloomberg; HNB

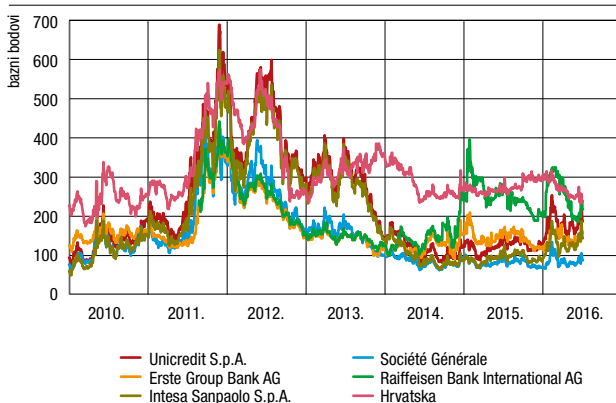
Slika 7.2. Prinosi do dospjeća na obveznice RH



Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane.

Izvor: HNB

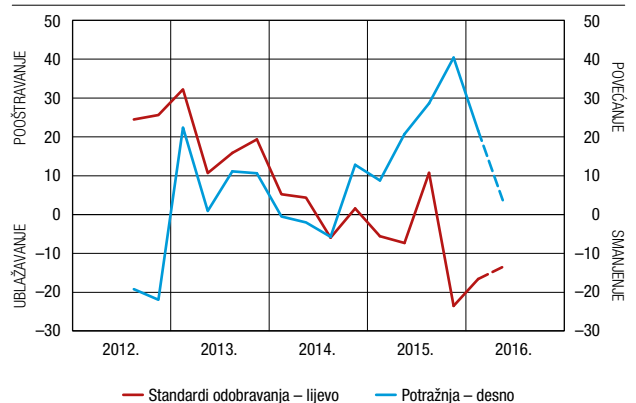
Slika 7.3. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za Hrvatsku i odabrane banke domaćih banaka



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

Izvor: S&P Capital IQ

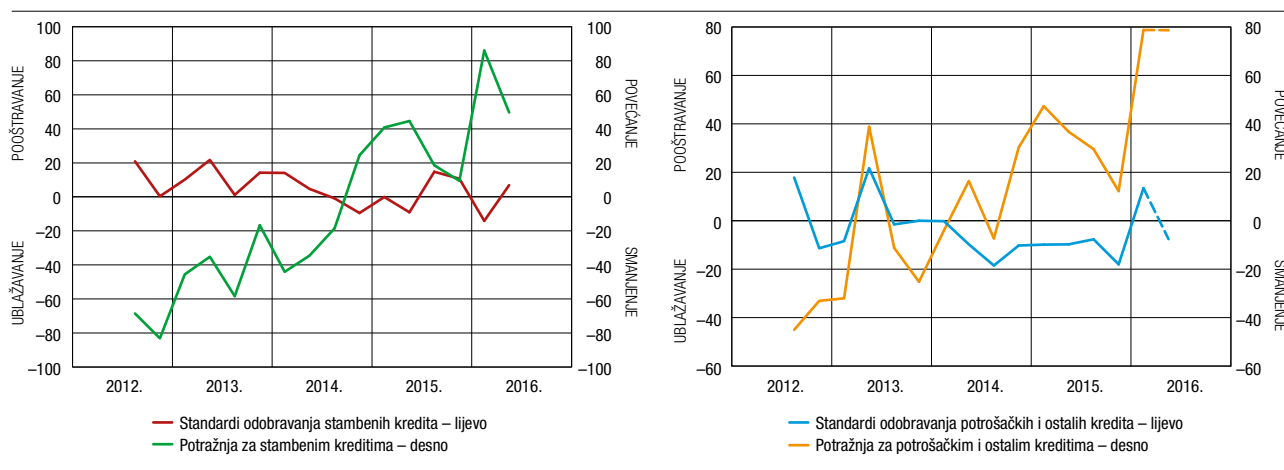
Slika 7.4. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzeća



Napomena: Podaci pokazuju neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima. Isprekidanim linijama označena su očekivanja banaka za drugo tromjesečje 2016. godine.

Izvor: HNB

Slika 7.5. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništva



Napomena: Podaci pokazuju neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu. Isprekidanim linijama označena su očekivanja banaka za drugo tromjesečje 2016. godine.

Izvor: HNB

Istovremeno je došlo i do dodatnog pada prinosa na njemačke državne obveznice, također pod utjecajem ishoda referenduma, pa je porasla i razlika prinosa hrvatskih državnih obveznica u odnosu na njemačke.

Promatra li se krivulja prinosa za hrvatske državne obveznice u dužem razdoblju, od kraja 2013. do prve polovine ove godine uvjeti financiranja za državu zamjetno su povoljniji. Prinos na četverogodišnju kunsku obveznicu bez valutne klauzule smanjio se za približno 2,5 postotnih bodova, dok je u istom razdoblju prinos na šestogodišnju kunsku obveznicu s valutnom klauzulom u eurima smanjen za oko 2 postotna boda (Slika 7.2.).

Tijekom prvog tromjesečja premije osiguranja od kreditnog rizika banaka majki najvećih banaka u Hrvatskoj dosegnule su najviše ovogodišnje razine zbog povećane zabrinutosti financijskih tržišta glede buduće profitabilnosti banaka, nakon čega je uslijedilo kratko razdoblje stabilizacije. Međutim, nakon referendumske odluke o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz EU-a premije banaka majki opet su se povećale, te su krajem lipnja bilježile veće vrijednosti u odnosu na kraj prethodne godine (Slika 7.3.). S druge strane, premija osiguranja od kreditnog rizika za Hrvatsku polovinom godine bila je manja u odnosu na kraj 2015., no istovremeno i dalje bilježi znatno višu razinu u odnosu na premije usporedivih zemalja.

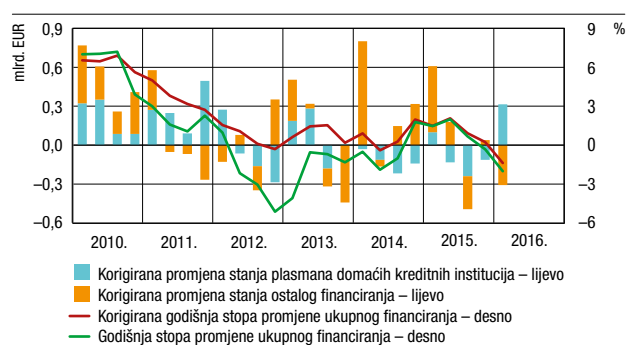
Uz povoljna kretanja domaćih kamatnih stopa, standardi odobravanja i kreditna potražnja za poduzeća nastavili su se poboljšavati u prvom tromjesečju 2016. godine, iako slabijim intenzitetom u odnosu na prethodno razdoblje (Slika 7.4.). Prema odgovorima banaka iz Ankete o kreditnoj aktivnosti na ublažavanje standarda za kredite poduzećima najviše su djelovala pozitivna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima i konkurencija među bankama, dok su na porast potražnje najviše utjecale potrebe za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala te restrukturiranje duga.

Što se tiče kreditne potražnje i ponude za sektor stanovništva, prema odgovorima banaka iz Ankete o kreditnoj aktivnosti potražnja za potrošačkim i stambenim kreditima u prvom tromjesečju 2016. zabilježila je najpovoljnija kretanja od početka provođenja Ankete (Slika 7.5.). Na takva je kretanja za stambene kredite najviše utjecalo pouzdanje potrošača, a za potrošačke i ostale kredite potrošnja trajnih potrošnih dobara. Što se tiče standarda odobravanja, oni su u prvom tromjesečju ublaženi za stambene kredite, dok je za potrošačke i ostale kredite stanovništvu, prvi put od 2013. godine, zabilježeno pooštavanje.

Unatoč povoljnim kretanjima uvjeta financiranja ukupan dug nefinancijskih poduzeća stagnirao je tijekom prvog tromjesečja 2016., dok je na godišnjoj razini zabilježeno njegovo smanjenje od 1,4% (Slika 7.6.). Pritom su u prvom tromjesečju privatna i javna poduzeća povećala razinu duga kod domaćih kreditnih institucija (za 2,5%, na temelju transakcija), dok su obje skupine poduzeća smanjile inozemno financiranje u približno istom obujmu. Tijekom prva dva mjeseca drugog tromjesečja također je zabilježen porast kreditne aktivnosti domaćih kreditnih institucija poduzećima.

Kretanja plasmana stanovništva tijekom prvih pet mjeseci bila su povoljnija u odnosu na isto razdoblje prethodnih godina (Slika 7.7.). Tako su plasmani stanovništvu u prvih pet mjeseci 2016. porasli za 0,6% (na temelju transakcija), uz posebno snažan rast kreditiranja u kunama. Međutim, na godišnjoj razini i dalje se bilježi pad ukupnih plasmana, koji je krajem svibnja iznosio 0,7%. Također, nominalno stanje kredita stanovništvu bilo je i u prvih pet mjeseci 2016. pod velikim utjecajem postupka konverzije i djelomičnog otpisa kredita u švicarskom franku koji je u značajnijim iznosima započeo u prosincu prethodne godine. Krajem studenoga 2015. plasmani stanovništvu

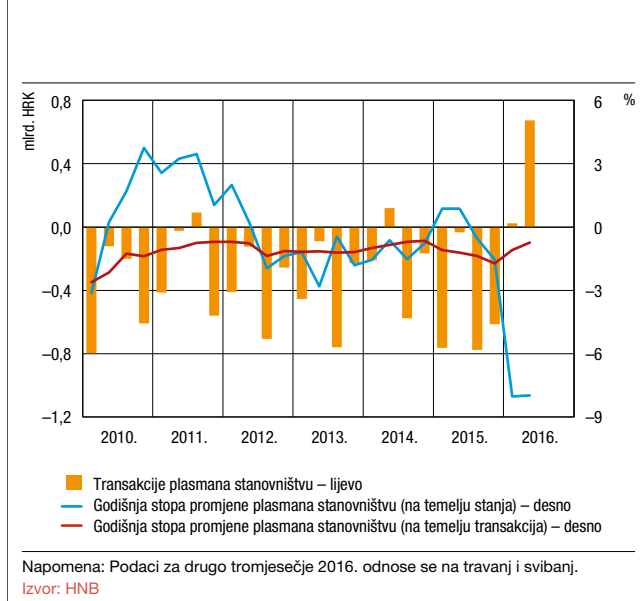
Slika 7.6. Financiranje poduzeća prema izvorima



Napomena: Ostalo financiranje uključuje zaduživanje poduzeća kod domaćih društava za leasing i izravno zaduživanje kod HBOR-a te zaduživanje kod inozemnih banaka i vlasnički povezanih poduzeća u inozemstvu. Korigirane promjene izračunate su na temelju podataka o transakcijama plasmana domaćih kreditnih institucija i podataka o kretanju inozemnog duga iz kojeg su isključeni učinak preuzimanja kredita brodogradilišta koje je preuzelo Ministarstvo financija u 2012. godini te učinak pretvaranja duga u kapital.

Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.7. Plasmani stanovništvu



u švicarskom franku i vezani uz švicarski franak iznosili su 21,7 mlrd. kuna, a na kraju svibnja 2016. godine 2,3 mlrd. kuna. Pritom je u istom razdoblju konvertirano 11,2 mlrd. kuna kredita u švicarskom franku, a otpisano 5,8 mlrd. kuna.

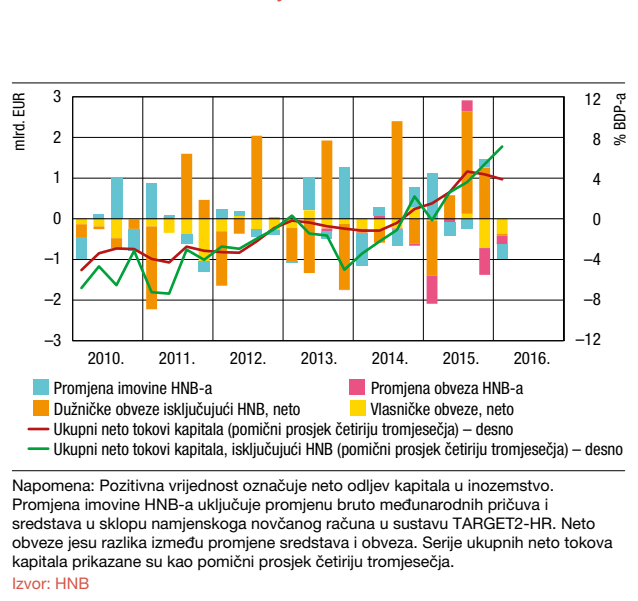
U 2016. ukupni bi dug poduzeća mogao blago porasti kao rezultat prirasta domaćega kreditiranja, uz očekivano postupno jačanje zaduživanja poduzeća u srednjem roku. U skladu s tim i ukupna domaća kreditna aktivnost banaka u 2016. mogla bi porasti nakon dvije godine uzastopnog pada, dok se za stanovništvo i dalje očekuje razduživanje, iako znatno sporije nego u 2015. godini. S druge strane, stanje plasmana će se smanjiti, uglavnom zbog otpisa plasmana stanovništvu povezanih s postupkom konverzije kredita uz švicarski franak te otpisa povezanih s prodajom neprihodonosnih plasmana nefinancijskih poduzeća. Iako se u srednjoročnom razdoblju očekuje postupno ubrzanje kreditne aktivnosti banaka, rizici za oporavak kreditiranja blago su negativno usmjereni te uključuju visoku zaduženost korporativnog sektora, značajnije preusmjeravanje poduzeća prema povoljnijim inozemnim izvorima financiranja, kao i daljnje slabljenje kreditnog rejtinga države te moguće zaustavljanje povoljnih trendova kod uvjeta financiranja. S druge strane, povoljnija kretanja u realnom sektoru gospodarstva, fiskalna konsolidacija i manje financijske potrebe države mogu otvoriti prostor za jače kreditiranje privatnog sektora.

Tokovi kapitala s inozemstvom

Neto priljev kapitala iz inozemstva ostvaren u prva tri mjeseca 2016. bio je znatno slabiji nego u istom razdoblju prethodne godine. Na financijskom računu platne bilance, isključujući transakcije središnje banke, zabilježen je rast neto inozemnih obveza za 0,5 mlrd. EUR, u usporedbi s 1,3 mlrd. EUR godinu ranije.

Neto priljev inozemnih izravnih ulaganja u prvom tromjesečju 2016. iznosio je 0,4 mlrd. EUR, što je gotovo dvostruko više nego u istom razdoblju prethodne godine. Najviše je tom porastu pridonijelo poboljšanje zadržane dobiti na strani obveza, zahvaljujući boljim poslovnim rezultatima banaka i, u manjoj mjeri, domaćih poduzeća u stranom vlasništvu. Ionako skromna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku još su se smanjila te su, isključujući transakcije pretvaranja duga u kapital, bila gotovo upola niža u odnosu na početak prošle godine. Nova su vlasnička ulaganja uglavnom ostvarena u djelatnostima trgovine na malo i poslovanja nekretninama. Osim toga, smanjio se rast sredstava kao

Slika 7.8. Tokovi na financijskom računu

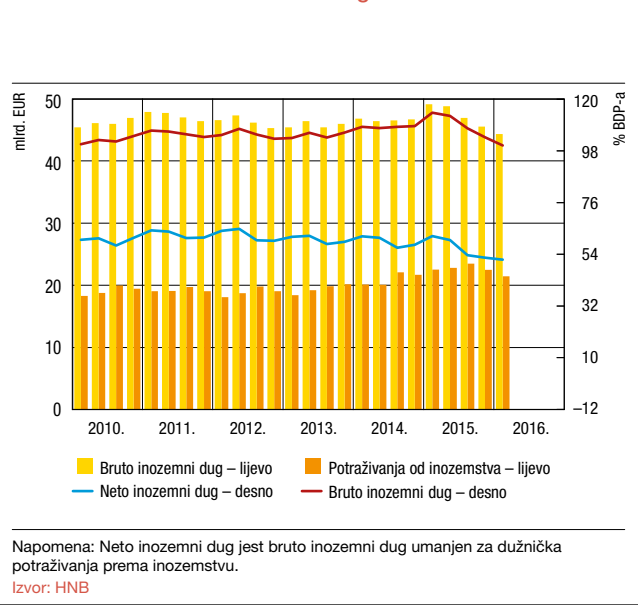


posljedica nižih vlasničkih ulaganja u inozemstvo i pogoršanja poslovnih rezultata inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata.

Za razliku od početka prethodne godine, kada se neto priljev kapitala gotovo u potpunosti odnosio na dužnička ulaganja, u prva je tri mjeseca 2016. po toj osnovi ostvaren tek blagi rast neto obveza. Njemu je, uz rast obveza na osnovi primljenih, ali neraspoređenih sredstava iz fondova EU-a, pridonijelo pogoršanje neto inozemne pozicije kreditnih institucija. One su se nastavile razduživati, ali su istovremeno još više smanjile svoju inozemnu imovinu. Obveze ostalih domaćih sektora (prema vlasnički povezanim i ostalim vjerovnicima) tek su se neznatno povećale jer je rast obveza po osnovi kratkoročnih trgovinskih kredita bio praćen nešto slabijim razduživanjem po ostalim instrumentima. To se poglavito odnosi na javna nefinancijska poduzeća, dok su privatna nefinancijska poduzeća smanjila svoje obveze prema vlasnički nepovezanim vjerovnicima te se istodobno u manjoj mjeri zadužila kod vlasnički povezanih vjerovnika. Za razliku od toga, zamjetno su se smanjile obveze opće države prema inozemnim vjerovnicima.

Neto inozemna pozicija središnje banke (isključujući utjecaj međuvalutnih promjena) u prvom se tromjesečju 2016. dodatno

Slika 7.9. Bruto i neto inozemni dug



porogoršala kao posljedica smanjenja potraživanja i, nešto manje, rasta obveza. Snažan nepovoljan učinak na pričuve imala je odluka HNB-a o prestanku izdvajanja deviznog dijela obvezne pričuve kod središnje banke, kojom se bankama omogućilo fleksibilnije upravljanje deviznom likvidnošću, a donekle je smanjenju pričuva pridonijelo i povlačenje sredstava s deviznog depozita države kod HNB-a. U suprotnom je smjeru na pričuve djelovalo njihovo ulaganje u repo ugovore, što je istodobno povećalo inozemne obveze središnje banke. Stanje bruto međunarodnih pričuva u prva se tri mjeseca 2016. smanjilo za 0,5 mlrd. EUR te je na kraju ožujka iznosilo 13,2 mlrd. EUR. Unatoč tome, blago se poboljšala pokrivenost kratkoročnog duga prema preostalom dospijeću, na 97,5%. Istodobno su pričuve dostatne za pokriće 7,5 mjeseci uvoza robe i usluga.

U nastavku godine očekuje se dodatni pad dužničkih obveza domaćih sektora, poglavito pod utjecajem razduživanja poslovnih banaka. S druge strane, inozemne obveze države mogle bi se smanjivati do posljednjeg tromjesečja, kada bi država mogla ponovno izaći na inozemna tržišta radi financiranja proračunskog manjka. U skladu s tim i na razini cijele godine moglo bi se ostvariti zamjetno smanjenje dužničkih obveza, uz razduživanje

banaka kao glavnog činitelja ukupnih kretanja u 2016. godini. U manjoj mjeri tome bi moglo pridonijeti i razduživanje ostalih domaćih sektora, prije svega prema vlasnički nepovezanim vjerovnicima. Zahvaljujući smanjenju bruto duga, praćenog rastom nominalnog BDP-a, relativni pokazatelj inozemne zaduženosti mogao bi se vidljivo poboljšati i spustiti ispod 100% BDP-a. Tokovi dužničkoga kapitala u 2017. i nadalje bi trebali biti pod snažnim utjecajem daljnjeg razduživanja kreditnih institucija, iako uz blago usporavanje intenziteta. Za razliku od toga, inozemne obveze države i ostalih domaćih sektora mogle bi postupno rasti. U takvim je uvjetima prognozirano i daljnje poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti.

Što se tiče inozemnih izravnih ulaganja, nakon velikog pada u 2015., neto priljev kapitala po ovoj osnovi u tekućoj bi se godini mogao vratiti na razinu približno prosječnim vrijednostima ostvarenima u godinama od izbijanja krize. Pritom se na strani obveza očekuje rast zadržane dobiti zbog veće profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu, dok bi se vlasnička ulaganja mogla smanjiti, ali isključivo zbog visokih iznosa transakcija pretvaranja duga u kapital i značajne transakcije u duhanskoj industriji prošle godine.

8. Monetarna politika

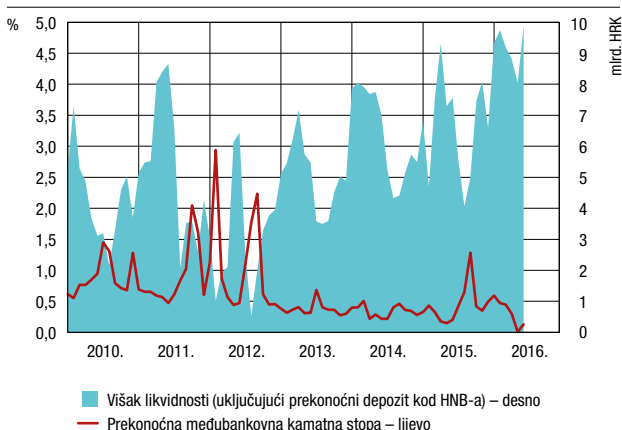
Monetarna politika HNB-a u prvoj polovini 2016. zadržala je ekspanzivan karakter, uz održavanje stabilnosti tečaja kune prema euru. Ekspanzivno usmjerenje monetarne politike dodatno je osnaženo uvođenjem dugoročnih kunskih strukturnih repo operacija. Višak kunske likvidnosti povećao se s prosječnih 6,7 mlrd. kuna u 2015. godini na 9,2 mlrd. kuna u prvoj polovini 2016. U takvim se uvjetima prekoćna kamatna stopa na međubankovnom novčanom tržištu, uz primjetan pad obujma trgovanja, spustila na 0,13% u lipnju, nakon što je sredinom rujna prošle godine dosegla gotovo 2,0%. Ujedno je došlo i do pada prinosa na kunske trezorske zapise MF-a te spuštanja kunske krivulje prinosa za državne obveznice. U nastavku 2016. te u 2017. godini monetarna politika zadržat će ekspanzivan karakter uz nastavak vođenja politike održavanja stabilnog tečaja kune.

U prvoj polovini 2016. godine održane su dvije od ukupno

planirane četiri strukturne repo aukcije za ovu godinu. Na tim aukcijama HNB je bankama ukupno odobrio 711,5 mil. kuna na rok od četiri godine po fiksnoj stopi od 1,8% (od čega je 565,0 mil. kuna plasirano na aukciji u veljači, a 146,5 mil. kuna na aukciji u svibnju). Ovim operacijama bankama je osiguran pristup dugoročnijim izvorima kunske likvidnosti koji bi trebao pridonijeti zadržavanju trenda pojačanoga kreditiranja banaka u domaćoj valuti koji je posebno prisutan u dosadašnjem dijelu 2016. godine. HNB je nastavio i s provođenjem redovitih tjednih obratnih repo operacija uz fiksnu repo stopu od 0,5%, no u uvjetima izdašnih viškova kunske likvidnosti prosječno stanje sredstava plasiranih putem tih aukcija tijekom prvih šest mjeseci ove godine iznosilo je samo 117,3 mil. kuna.

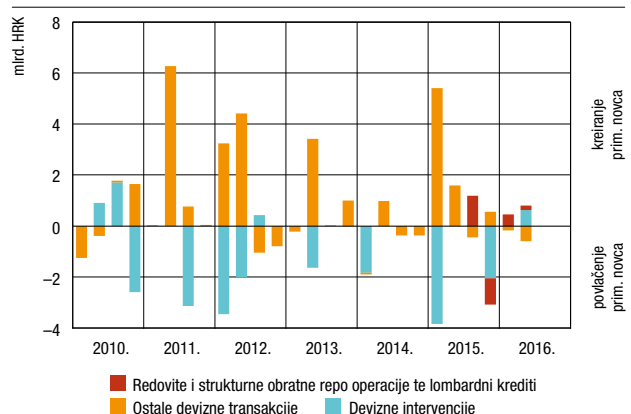
Devizne transakcije HNB-a imale su skroman neto učinak na kunsku likvidnost u prvoj polovini 2016. godine. S jedne strane,

Slika 8.1. Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa



Izvor: HNB

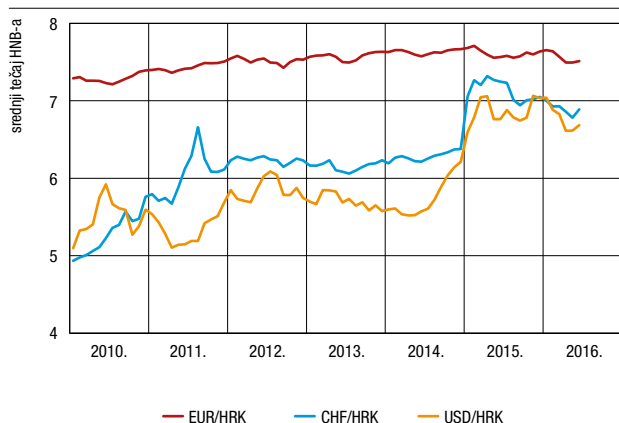
Slika 8.2. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



Napomena: U ostale devizne transakcije ubrajaju se kupoprodaje deviza s MF-om, EK-om i ugovori o razmjeni (engl. swap) s poslovnim bankama. Pozitivne vrijednosti odražavaju kupnju deviza.

Izvor: HNB

Slika 8.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



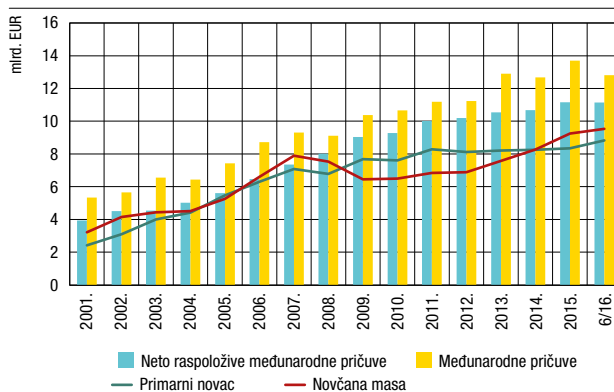
Izvor: HNB

u smjeru povećanja kunske likvidnosti djelovala je devizna intervencija održana krajem svibnja na kojoj je središnja banka otkupila 83,5 mil. EUR i time kreirala 625,6 mil. kuna. Usto, HNB je deviznim transakcijama s MF-om u prvoj polovini godine ostvario kupnju deviza u iznosu od 109,7 mil. EUR, dok je u suprotnom smjeru djelovala prodaja deviza Europskoj komisiji od 210,7 mil. EUR. Sveukupno, središnja je banka u prvoj polovini godine ostvarila neto prodaju deviza u iznosu od 17,5 mil. EUR, čime je povučeno 142,5 mil. kuna.

Nominalni tečaj kune prema euru tijekom prvih pet mjeseci 2016. primjetno je aprecirao, spustivši se s razine od 7,64 EUR/HRK na kraju 2015. na 7,49 EUR/HRK na kraju svibnja. Pritisci u smjeru jačanja kune intenzivirali su se od ožujka i djelomice su bili povezani s dobrim rezultatima u sektoru turizma, jačanjem priljeva sredstava od fondova EU-a i očekivanjima glede najavljenog izdanja državne obveznice na inozemnom tržištu (koje je kasnije odgođeno). Kako bi ublažio navedene pritiske, HNB je 31. svibnja intervenirao na deviznom tržištu otkupom 83,5 mil. EUR, nakon čega je zaustavljeno jačanje kune te je tečaj do kraja lipnja porastao na 7,51 EUR/HRK. Promatra li se prosječni tečaj, on je u prvoj polovini godine bio za 0,9% niži nego u istom razdoblju prethodne godine. Tečaj kune u odnosu na američki dolar i švicarski franak tijekom prvih pet mjeseci ove godine također je aprecirao, i to ponajviše zbog jačanja eura na svjetskim deviznim tržištima, dok je u lipnju došlo do blagog zaokreta u smjeru slabljenja kune prema glavnim svjetskim valutama.

Bruto međunarodne pričuve na kraju lipnja iznosile su 12,8 mlrd. EUR i bile su za 0,9 mlrd. EUR (6,5%) niže nego na kraju 2015. godine. Pad bruto pričuva pretežito je bio posljedica odluke o ukidanju izdvajanja devizne obvezne pričuve na račun kod HNB-a u iznosu od 0,5 mlrd. EUR. Tom odlukom bankama se omogućava fleksibilnije upravljanje deviznom likvidnošću, pa sada ukupni devizni dio obvezne pričuve banke održavaju prosječnim dnevnim stanjem devizne imovine. Usto, padu bruto pričuva pridonijelo je i trošenje deviznog depozita države kod HNB-a, koji je na kraju 2015. iznosio 411,8 mil. EUR, a do kraja lipnja spustio se na 241,0 mil. EUR. S obzirom na to da navedeni činitelji nemaju učinka na kretanje neto raspoloživih pričuva, one su se tek blago smanjile u odnosu na kraj prethodne godine (za 0,1%) te su na kraju lipnja iznosile 11,1 mlrd. EUR. Bruto i neto međunarodne pričuve i dalje znatno nadmašuju stanje najužih monetarnih agregata M0 i M1.

Slika 8.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



Napomena: Neto raspoložive pričuve definirane su kao međunarodne pričuve umanjene za deviznu inozemnu pasivu HNB-a, obveznu pričuvu u devizama, devizne depozite države te izvanbilančne obveze (ugovori o razmjeni). Posljednji podatak za novčanu masu odnosi se na kraj svibnja 2016.

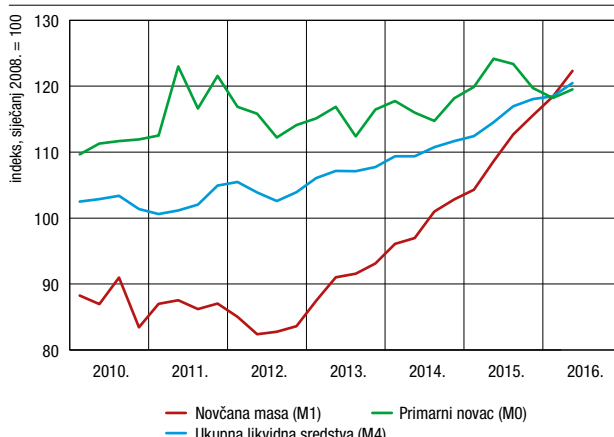
Izvor: HNB

Realne desezonirane vrijednosti novčane mase (M1) i ukupnih likvidnih sredstava (M4) nastavile su postojano rasti i u prvoj polovini 2016. godine. Uz i dalje prigušenu inflaciju, realnom rastu monetarnih agregata zasigurno je pridonio rast kreditiranja privatnog sektora te općenito oporavak domaćega gospodarstva. Realna vrijednost primarnog novca (M0) u drugom je tromjesečju ponovno zabilježila rast nakon nekoliko tromjesečja smanjenja.

U uvjetima prigušene inflacije i sporog oporavka kreditiranja, monetarna politika u 2016. godini zadržat će izrazito ekspanzivni karakter uz nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. To podrazumijeva daljnje podupiranje visoke likvidnosti u sustavu strukturnim i redovitim repo operacijama, kao i deviznim transakcijama. Pritom će obujam deviznih transakcija HNB-a u 2016. ponajprije ovisiti o inozemnom zaduživanju države, a u slučaju njegova izostanka može doći do preusmjeravanja države na zaduživanje na domaćem tržištu, ali i do snažnijeg pada međunarodnih pričuva RH. Za 2016. i iduće godine očekuje se postupno ubrzanje kreditne aktivnosti banaka prema poduzećima i stanovništvu, no rizici za takva ostvarenja blago su negativno usmjereni, a prije svega se odnose na mogući nastavak

Slika 8.5. Monetarni agregati

indeks kretanja desezoniranih vrijednosti deflaciranih indeksom potrošačkih cijena



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2016. odnose se na svibanj.

Izvor: HNB

razduživanja povezan s visokom zaduženošću korporativnog sektora, kao i na značajnije preusmjeravanje poduzeća prema

inozemnim, povoljnijim izvorima financiranja od očekivanog.

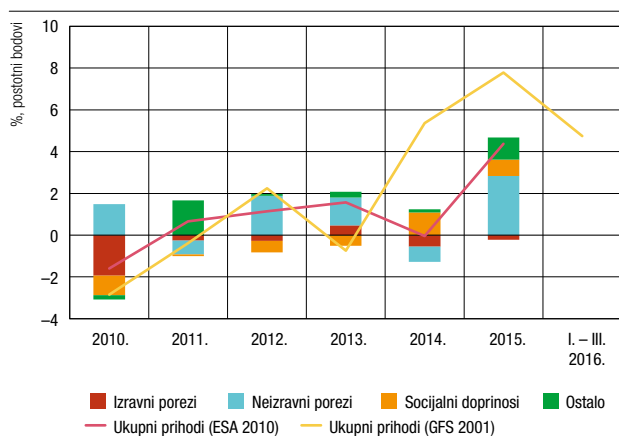
9. Javne financije

Prema podacima Ministarstva financija povoljna fiskalna kretanja, prisutna tijekom 2015., nastavila su se i u prvom tromjesečju 2016. Uz nastavak rasta gospodarske aktivnosti, koji se pozitivno odrazio na dinamiku prihoda, ovakve trendove podupiru i uštede na rashodnoj strani proračuna. Saldo opće države u tim bi se okolnostima mogao nastaviti poboljšavati te bi RH u 2016. mogla nakon duljeg razdoblja ostvariti razinu manjka nižu od 3% BDP-a. U Programu konvergencije RH za razdoblje 2016. – 2019. planirani nominalni manjak opće države za 2016. iznosi 2,6% BDP-a, što je za 0,6 postotnih bodova manje u odnosu na 2015. Ciljana razina manjka u skladu je s iznosom koji je potrebno postići u 2016. u sklopu procedure pri prekomjernom manjku (2,7% BDP-a), ali prema ocjeni EK-a kriterij duga neće biti zadovoljen.

Prihodi i rashodi

Gotovinski podaci MF-a na razini konsolidirane središnje države upućuju na nastavak pozitivnih kretanja prihoda u prva tri mjeseca ove godine. Tako se nastavio rast poreznih prihoda na godišnjoj razini, čemu je najviše pridonio rast prihoda od trošarina, što se može povezati s povoljnim kretanjem osobne potrošnje te cjelogodišnjim učinkom povećanja visine trošarina na duhan i naftne derivate iz 2015. S druge su se strane prihodi od PDV-a unatoč povoljnim kretanjima potrošnje kućanstava smanjili, što je prema dostupnim podacima posljedica povećanih povrata preplaćenog poreza. Nadalje, vidljivo su povećani i prihodi od socijalnih doprinosa, odražavajući povoljna kretanja na tržištu rada, poglavito rast prosječnih bruto plaća. Podaci MF-a pokazuju i znatan porast prihoda od međunarodnih organizacija, što se može povezati s povećanim transferima iz proračuna EU-a, no oni ne utječu na manjak prema metodologiji ESA 2010 s obzirom na to da se isti iznos sredstava istovremeno bilježi i na rashodnoj strani proračuna. S druge strane, tzv. ostali prihodi primjetljivo su smanjeni djelomice zbog baznog učinka, odnosno

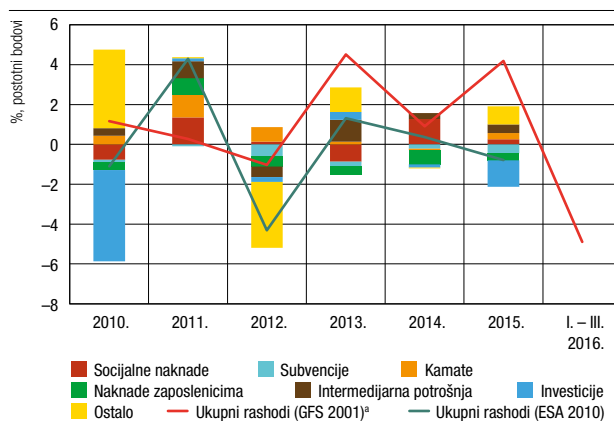
Slika 9.1. Prihodi konsolidirane opće (ESA 2010) i središnje (GFS 2001) države
godišnje stope promjene i doprinosi



Napomena: Strukturni stupci prikazuju doprinose pojedinih kategorija prihoda promjeni ukupnih prihoda prikazanih prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

Slika 9.2. Rashodi konsolidirane opće (ESA 2010) i središnje (GFS 2001) države
godišnje stope promjene i doprinosi



^a Uključuju neto nabavu nefinancijske imovine.

Napomena: Strukturni stupci prikazuju doprinose pojedinih kategorija rashoda promjeni ukupnih rashoda prikazanih prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

kasnije uplate dobiti HNB-a u državni proračun. Međutim, čini se kako je to djelomično posljedica i činjenice da u podatke za 2016. još uvijek nije uključen dio vlastitih i namjenskih prihoda i odgovarajućih rashoda dijela proračunskih korisnika.

Kada je riječ o kretanju rashoda, analiza na temelju podataka MF-a znatno je otežana zbog spomenute činjenice da u podatke za prvo tromjesečje 2016. još uvijek nije uključen dio rashoda dijela proračunskih korisnika. Također, izmijenjena je metodologija iskazivanja plaća i određenih naknada zaposlenima osnovnog i srednjeg školstva, koje se više ne vode pod naknade zaposlenima nego u sklopu pomoći lokalnoj državi, s obzirom na to da su ustanove osnovnog i srednjeg školstva proračunski korisnici jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave.

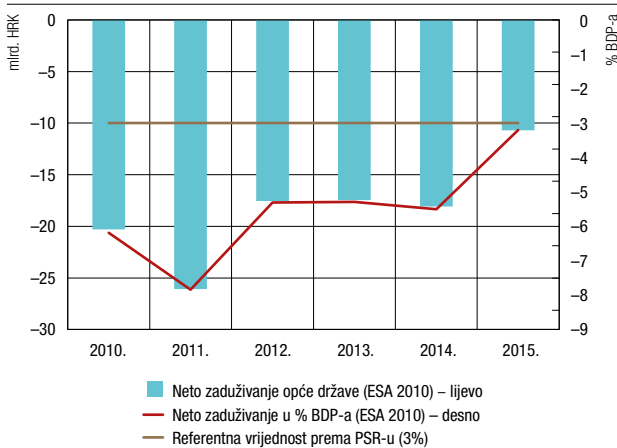
Uzme li se navedeno u obzir, čini se kako gotovinski podaci MF-a upućuju na smanjenje rashoda u prvom tromjesečju ove godine, čemu je vjerojatno djelomično pogodovalo privremeno financiranje koje je u to vrijeme bilo na snazi. Rashodi za kamate su u odnosu na prošlu godinu blago sniženi zahvaljujući povoljnim okolnostima na financijskim tržištima i opadanju prinosa na nova izdanja instrumenata javnog duga.

Manjak i dug

Neto zaduživanje konsolidirane središnje države prema metodologiji GFS 2001 iznosilo je u prvom tromjesečju 2016. godine 2,6 mlrd. kuna te je na godišnjoj razini manjak smanjen za 3,2 mlrd. kuna. Dostupni fiskalni podaci upućuju da bi i manjak opće države prema metodologiji ESA 2010 u prvom tromjesečju 2016. mogao iznositi oko 2,0 mlrd. kuna.

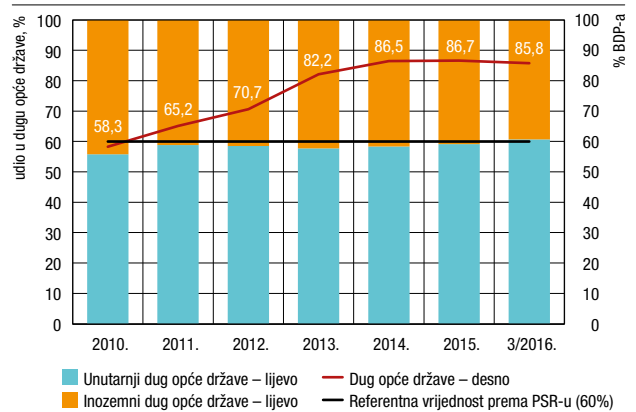
Sredstva potrebna za financiranje manjka i dospjelih obveza u prvom tromjesečju ove godine država je uglavnom osigurala izdajem desetogodišnje obveznice na domaćem tržištu kapitala u iznosu od 4 mlrd. kuna uz stopu prinosa pri izdavanju od 3,99% te zaduživanjem na osnovi trezorskih zapisa. Ipak, ukupni se dug opće države u prva tri mjeseca u apsolutnom iznosu smanjio

Slika 9.3. Saldo konsolidirane opće države (ESA 2010)



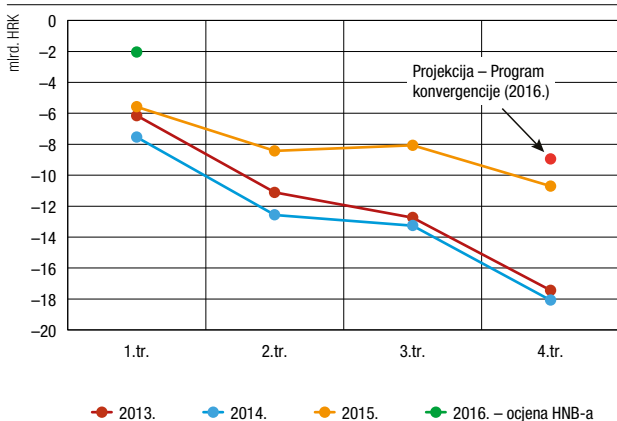
Napomena: PSR – Pakt o stabilnosti i rastu
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

Slika 9.5. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



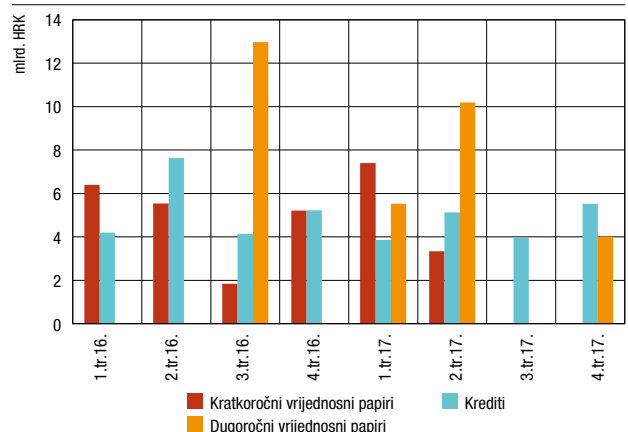
Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja u 2016. korišten je nominalni BDP izračunat kao zbroj BDP-a za prvo tromjesečje 2016. i prethodnih triju dostupnih tromjesečnih podataka.
Izvor: HNB

Slika 9.4. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima (ESA 2010)



Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

Slika 9.6. Projekcija dospeljeća duga opće države



Napomena: Projekcija otplate kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 30. lipnja 2016., a kredita na dan 31. ožujka 2016.
Izvor: HNB

u odnosu na kraj 2015. zbog aprecijacije tečaja kune u odnosu na euro, a padu relativnog pokazatelja zaduženosti pridonio je i rast BDP-a.

Opća će država morati na razini cijele 2016. refinancirati oko 16% BDP-a obveza, od čega u drugom polugodištu 2016. dospijeva oko polovine navedenog iznosa. Potrebe za refinanciranjem u drugoj polovini ove godine uglavnom se odnose na

obveze po osnovi dugoročnih vrijednosnih papira, pri čemu treba istaknuti 1,2 mlrd. EUR vrijedne trezorske zapise koji dospijevaju u kolovozu i jednu domaću obveznicu (3,5 mlrd. kuna) koja dospijeva u srpnju. Analiza fiskalne održivosti upućuje na niske kratkoročne i dugoročne rizike za javne financije, no u srednjem roku oni se čine visokima (više o tome vidi u Okviru 5. Ocjena rizika za fiskalnu održivost u RH).

10. Odstupanja od prethodne projekcije

Realni BDP mogao bi u 2016. godini porasti za 2,3%, što je značajna korekcija naviše u odnosu na prethodnu službenu projekciju kada se očekivao rast od 1,8%. Izmjena je uglavnom rezultat povoljnih ostvarenja u prvom tromjesečju 2016. koja su znatno povoljnija nego što se očekivalo. Od komponenta domaće potražnje najviše je korigirana osobna potrošnja s obzirom na visoki godišnji porast u prvom tromjesečju ove

godine (3,1%), a u nastavku se godine očekuje daljnji rast na tromjesečnoj razini kao posljedica povoljnijih kretanja na tržištu rada nego u projekciji iz prosinca. Investicije u fiksni kapital također bi mogle rasti nešto brže nego što se ranije očekivalo, a korekcija je posljedica povoljnih ostvarenja u prvom tromjesečju 2016. ne samo u usporedbi s prethodna tri mjeseca, nego i na godišnjoj razini. Navise je korigiran i rast državne potrošnje, no

Tablica 10.1. Odstupanja od prethodne projekcije

	2016.		
	Prethodna projekcija (XII. 2015.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)			
BDP	1,8	2,3	0,5
Osobna potrošnja	1,5	2,9	1,4
Državna potrošnja	0,2	0,4	0,2
Investicije u kapital	2,4	2,9	0,5
Izvoz robe i usluga	4,8	5,7	0,9
Uvoz robe i usluga	4,4	6,6	2,2
Tržište rada			
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	0,7	1,5	0,8
Cijene			
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	0,9	-0,9	-1,8
Vanjski sektor			
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	2,7	2,7	-0,1
Roba	-14,6	-15,5	-0,9
Usluge	17,9	18,0	0,1
Primarni dohodak	-3,1	-2,8	0,4
Sekundarni dohodak	2,6	2,9	0,3
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	3,5	3,6	0,1
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	102,8	96,9	-5,8
Monetarna kretanja (stope promjene, %)			
Ukupna likvidna sredstva – M4	3,3	3,4	0,1
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	3,4	3,4	0,0
Plasmani kreditnih institucija	-0,2	-2,5	-2,3
Plasmani kreditnih institucija ^b	0,0	0,8	0,7

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

očekivani doprinos ukupnim gospodarskim kretanjima u 2016. i dalje je gotovo neutralan. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, očekuje se viši rast izvoza robe i usluga te bi inozemna potražnja i ove godine mogla najviše pozitivno pridonijeti gospodarskom rastu. Konačno, s obzirom na uvoznu ovisnost, veći rast izvoza te snažno jačanje domaće potražnje mogli bi rezultirati znatno većim porastom uvoza od očekivanog. U skladu s tim doprinosi neto izvoza ukupnom gospodarskom rastu prema ovoj bi projekciji, za razliku od prethodne, mogao biti blago negativan.

Neznatno naviše korigiran je i rast realnog bruto domaćeg proizvoda u 2017. godini. Izmjene u odnosu na prethodnu projekciju uglavnom su posljedica korekcije rasta realnog BDP-a u 2016. godini. Najznačajnija korekcija bilježi se kod investicija u fiksni kapital, čiji bi se pozitivan doprinos gospodarskom rastu mogao približiti doprinosu osobne potrošnje. Očekivano ubrzanje investicijske aktivnosti uvelike određuju veće investicije države. Navise je korigirana i osobna potrošnja zbog visoke stope rasta ostvarene početkom 2016. te povoljnih očekivanja na tržištu rada u obliku rasta broja zaposlenih i realnih neto plaća.

Spomenute korekcije rezultirale su i revizijom ukupnog uvoza robe i usluga navise. Dinamika ostalih sastavnica agregatne potražnje zadržala se na približno istoj razini kao i u projekciji iz prosinca.

Prosječna godišnja stopa inflacije mogla bi se u 2016. kretati oko -0,9%, što je za 1,8 postotnih bodova niže u usporedbi s projekcijom iz prosinca 2015. Tome najviše pridonosi smanjenje prosječne godišnje stope promjene cijena energije zbog znatno nižih cijena sirove nafte na svjetskom tržištu od prethodno očekivanih kao i zbog smanjenja administrativne cijene prirodnog plina. Nadalje, smanjena je i prosječna godišnja stopa promjene cijena prehrane u odnosu na prethodnu projekciju, što je uvelike posljedica izrazitijeg prelijevanja pojeftinjenja sirovina na potrošačke cijene prehrambenih proizvoda kao i rezultat viškova na tržištu Europske unije. Nova projekcija inflacije niža je i zbog sporijega godišnjeg rasta indeksa cijena bez prehrane i energije od očekivanog.

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2016. godini, procijenjen na 3,6% BDP-a, mogao bi biti tek neznatno povoljniji nego što se očekivalo projekcijom iz prosinca prošle godine. S jedne strane, ostvarenje salda na tekućem i kapitalnom računu u 2015. premašilo je ranija očekivanja. Procjena pozitivnog salda neto transakcija s proračunom EU-a, uzmu li se u obzir povoljnija prošlogodišnja ostvarenja, revidirana je navise, što rezultira većim neto priljevom na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. Istodobno bi manjak na računu primarnog dohotka mogao biti nešto niži u usporedbi s projekcijom iz prosinca, ponajviše zahvaljujući nižim kamatnim troškovima po osnovi inozemnih obveza domaćih sektora. Ujedno se očekuje veći neto izvoz usluga, zbog viših prihoda od turizma i ostalih usluga. Povoljan utjecaj spomenutih činitelja najvećim je dijelom poništen pogoršanim izgledima u robnoj razmjeni s inozemstvom. Naime, iako nešto niža pretpostavka glede cijene sirove nafte na svjetskom tržištu pridonosi slabijem neto uvozu nafte i naftnih derivata, mnogo je izraženiji učinak rasta manjka u razmjeni ostale robe kao posljedice bržeg oporavka uvoza, u uvjetima višega ekonomskog rasta, povoljnijih uvjeta na tržištu rada i intenzivnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a.

Prema tekućoj projekciji relativni pokazatelj bruto inozemne zaduženosti mogao bi se poboljšati više nego što se ranije očekivalo, uz njegovo spuštanje ispod razine 100% BDP-a. Tome najviše pridonosi prognozirano zamjetno smanjenje ukupnih dužničkih obveza domaćih sektora, u usporedbi s očekivanom stagnacijom u projekciji iz prosinca. Pritom bi država svoje inozemne obveze mogla povećati znatno manje od ranijih procjena, a ostali domaći sektori mogli bi se dodatno razdužiti. Za razliku od prethodne projekcije, međuvalutne promjene također bi mogle utjecati na blago smanjenje duga, zbog pretpostavke o slabljenju američkog dolara prema euru u odnosu na 2015. godinu. Iako u manjoj mjeri, smanjenju relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti pridonosi i izrazitiji rast nominalnog BDP-a.

U 2016. očekuje se oporavak kreditne aktivnosti banaka prema privatnom sektoru. Isključi li se učinak otpisa i tečajnih promjena, plasmani bi u ovoj godini mogli porasti za 0,8%, što je korekcija navise u odnosu na prošlu projekciju kada se očekivala stagnacija. Tome najviše pridonosi očekivani oporavak kreditiranja poduzeća te slabije razduživanje stanovništva u skladu s pozitivnim ostvarenjima u prvih pet mjeseci tekuće godine. S druge strane, nominalni pad plasmana u 2016. od 2,5%, koji uglavnom određuje otpis plasmana stanovništvu povezan s postupkom konverzije kredita uz švicarski franak te otpisi povezani s prodajom neprihodonosnih plasmana, znatno se povećao u odnosu na prošlu projekciju (-0,2%) s obzirom na to da se ranije pretpostavljalo da će se učinak otpisa zbog konverzija najviše evidentirati u 2015. godini.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) u 2016. ostao je nepromijenjen u odnosu na prošlu projekciju te iznosi 3,4% (isključujući utjecaj tečaja). Pritom valja uzeti u obzir kako na usporavanje rasta najširega monetarnog agregata u odnosu na ostvarenje iz 2015. godine utječe to što su na njegov

zamjetan rast prethodne godine djelovali jednokratni učinak priljeva sredstava po osnovi prodaje TDR-a inozemnom ulagaču, porast nominalnih neto plaća na temelju poreznih izmjena, ali i učinak uspješne turističke sezone.

11. Dodatak

Tablica 11.1. 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									
	2015.	2016.	2015.	2016.	2015.	2016.	2015.	2016.	2015.	2016.	2015.	2016.	2015.	2016.								
Hrvatska narodna banka (srpanj 2016.)	1,6	2,3	2,5	1,2	2,9	2,5	1,6	2,9	6,1	9,2	5,7	5,5	8,6	6,6	6,7	-	-	-0,5	-0,9	1,2	1,2	
Svjetska banka (lipanj 2016.)	1,6	1,9	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Europska komisija (svibanj 2016.)	1,6	1,8	2,1	1,2	1,7	2,0	1,6	2,6	3,4	9,2	5,7	4,2	8,6	5,8	4,7	-	-	-0,3	-0,6	0,7	0,7	
Eastern Europe Consensus Forecasts (svibanj 2016.)	1,6	1,6	1,8	1,2	1,4	1,5	1,6	2,1	3,0	-	-	-	-	-	-	2,7	3,5	3,0	-0,5	-0,5	1,1	
Raiffeisen Research (svibanj 2016.)	1,6	1,5	1,5	-	-	-	-	-	-	10,1	6,5	5,2	8,6	4,5	4,5	2,6	3,0	3,4	-0,5	-0,6	1,5	
Europska banka za obnovu i razvoj (svibanj 2016.)	1,6	1,5	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ministarstvo financija ^a (travanj 2016.)	1,6	2,0	2,1	1,2	1,8	1,8	1,6	2,5	3,2	9,2	5,2	5,5	8,6	4,7	5,3	-	-	-0,5	0,1	1,4	1,4	
Međunarodni monetarni fond (travanj 2016.)	1,6	1,9	2,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,5	0,4	1,3	1,3
Ekonomski institut Zagreb (ožujak 2016.)	1,6	1,5	1,8	1,2	1,4	1,5	1,6	1,9	3,0	9,2	3,6	3,7	8,6	3,2	3,4	2,7	-	-	-0,5	0,1	1,9	1,9
HAAB Economic Research (ožujak 2016.)	1,6	1,0	1,5	1,2	0,9	1,0	1,6	2,5	3,8	8,8	3,5	3,5	7,0	4,2	4,0	2,7	2,7	3,0	-0,5	-0,5	1,4	1,4

^a Program konvergencije za RH za razdoblje 2016. – 2019.

Izvor: Publikacije navedenih institucija

12. Okviri

Okvir 1. Stopa štednje kućanstava

Stopa štednje kućanstava u Hrvatskoj u razdoblju prije krize kontinuirano se smanjivala pod utjecajem relativno visokog rasta raspoloživog dohotka, smanjenja stope nezaposlenosti kao i općenito povoljnih očekivanja stanovništva o budućnosti te relativno lake dostupnosti kredita banaka. S nastupanjem krize stopa štednje više se nego udvostručila te se zadržala na visokoj razini od oko 12% sve do danas. Pritom je porast stope štednje u Hrvatskoj bio jedan od najizraženijih u EU-u.

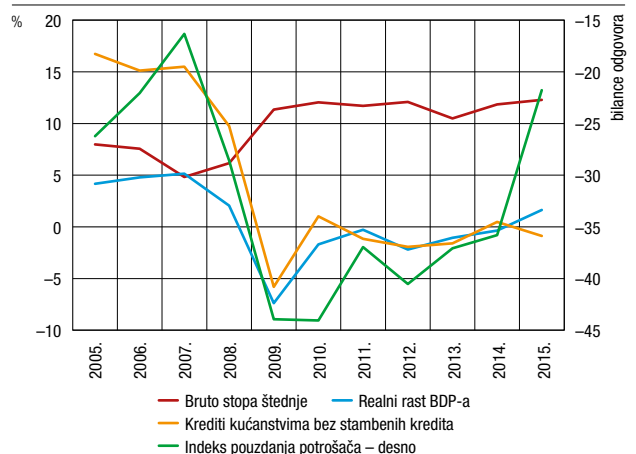
Stopa štednje kućanstava dio je raspoloživog dohotka kućanstava koji nije iskorišten za osobnu potrošnju. Za Hrvatsku su tek nedavno postali dostupni podaci nacionalnih računa Eurostata koji omogućuju njezin izračun.

Stopu štednje kućanstava u Hrvatskoj do početka krize obilježilo je njezino zamjetljivo smanjenje (Slika 1.). S razine od 8%, koliko je iznosila u 2005., stopa štednje spustila se na 4,8% u 2007. godini. U istom razdoblju ostvaren je relativno visok rast raspoloživog dohotka kućanstava (ponajprije dohotka od rada), očekivanja stanovništva o budućnosti bila su optimistična, a snažno zaduživanje kućanstava omogućavalo je rast osobne potrošnje brži od rasta raspoloživog dohotka kućanstava. Trend se promijenio s dolaskom gospodarske krize. Tako je već 2008. godine, zbog snažnog pada cijena dionica na tržištu kapitala, što se odrazilo na stanje financijske imovine kućanstava, stopa štednje počela rasti. Do 2010. stopa štednje više se nego udvostručila u usporedbi s 2007. te je dosegla 12% i zadržala se na visokoj razini do 2015. godine (12,3%). Rast stope štednje ostvaren je u uvjetima slabog rasta raspoloživog dohotka kućanstava (pri čemu su naknade zaposlenima blago smanjene, dok je pad raspoloživog dohotka izbjegnut zbog rasta mješovitog dohotka koji se raspoređuje relativno malom broju zaposlenih), smanjenja optimizma stanovništva zbog nepovoljnih kretanja na tržištu rada i opće nesigurnosti oko ekonomskih izgleda za budućnost i razduživanja stanovništva, što je dovelo do pada

osobne potrošnje. I u tekućoj godini stopa štednje mogla bi se ponovo blago povećati, iako blažom dinamikom nego proteklih godina. Ako se povoljna ciklička kretanja nastave, može se očekivati preokretanje rastućeg trenda stope štednje, no u srednjem se roku ne očekuje vraćanje na razine iz pretkriznog razdoblja.

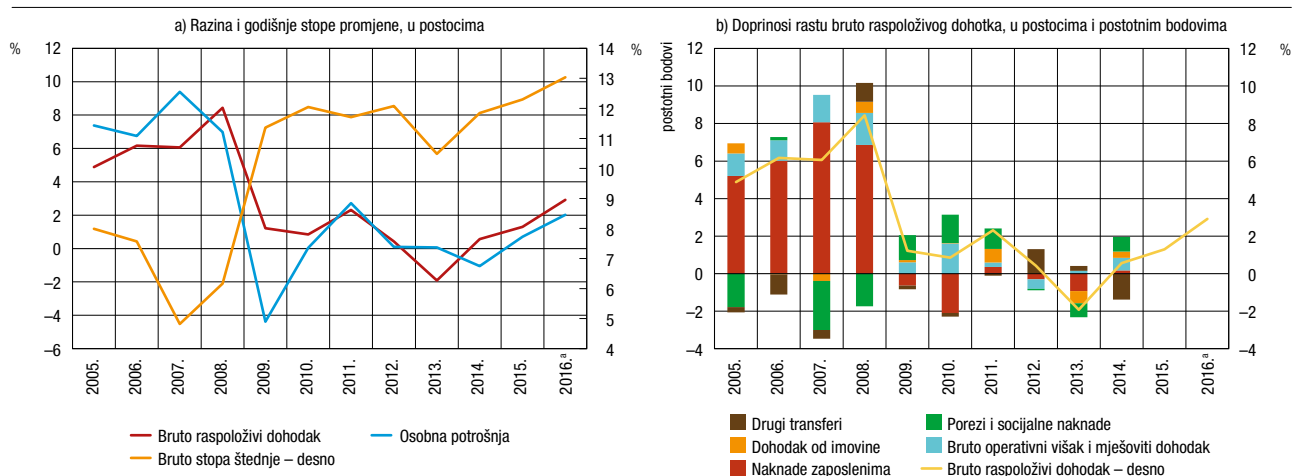
Na razini cijele Europske unije Hrvatska se ističe kao zemlja s najvećim porastom stope štednje u odnosu na pretkrizno razdoblje. Iako se razine razlikuju među zemljama¹, u proteklih su deset godina zabilježene slične promjene stope štednje, promatrano na razini cijelog EU-a, kao i s Hrvatskom usporedivih zemalja (Slika 3.). Tako je među usporedivim zemljama Srednje

Slika 2. Odrednice stope štednje u Hrvatskoj



Izvori: Eurostat; HNB; Ipsos

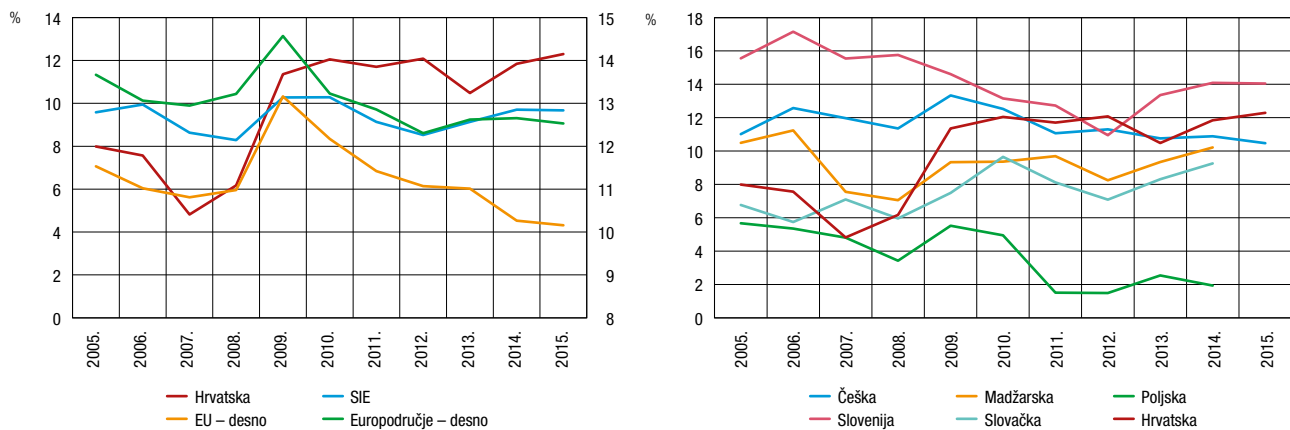
Slika 1. Stopa štednje, osobna potrošnja i raspoloživi dohodak kućanstava



^a Projekcija HNB-a
Izvori: Eurostat; HNB

1 Na razinu nacionalne stope štednje utječu i brojni specifični činitelji za pojedine države poput razine socijalne sigurnost koju pruža država, demografskih kretanja, distribucije dohotka, duljine radnog vijeka, mogućnosti zaduživanja i sl.

Slika 3. Bruto stopa štednje u Hrvatskoj i odabranim zemljama EU-a



Napomena: Zemlje SIE-a uključuju Češku, Slovačku, Mađarsku, Poljsku, Sloveniju i Hrvatsku. Za zemlje SIE-a za koje nije dostupan podatak o stopi štednje za 2015. u izračunu prosjeka korišten je podatak iz 2014.

Izvori: Eurostat; HNB

i Istočne Europe razdoblje do početka krize obilježeno smanjenjem ili stagnacijom (Češka i Slovačka) stope štednje, pri čemu je, osim Poljske, Hrvatska imala najnižu stopu štednje. Međutim, s nastupom krize 2009. godine u svim je zemljama došlo do njezina porasta. Izuzetak je Slovenija, u kojoj se udio štednje u raspoloživom dohotku smanjivao sve do sredine 2012., kada je s pojavom problema u slovenskom bankarskom sektoru, ulaskom gospodarstva u recesiju i snažnim padom povjerenja potrošača stopa štednje počela rasti. Hrvatska je, međutim, uz Slovačku

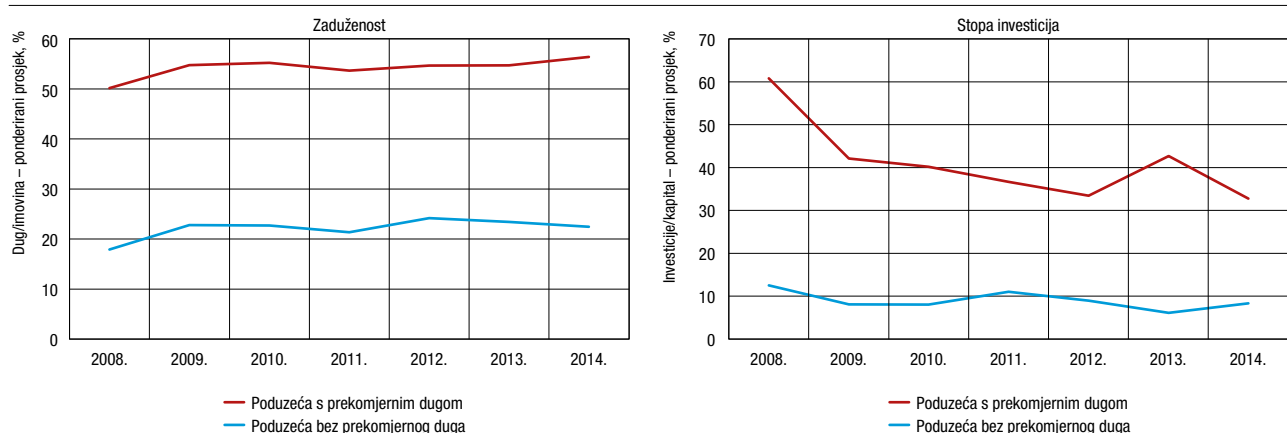
jedina zemlja u kojoj je nakon snažnog rasta u 2009. stopa štednje uz blage godišnje varijacije zadržana na znatno višoj razini nego u razdoblju do 2007. godine. S druge strane, u Češkoj i Poljskoj, koja u cijelom promatranom razdoblju ima najnižu stopu štednje među svim usporedivim zemljama, stopa štednje se nakon jednokratnog porasta 2009. nastavila smanjivati te se do 2015. spustila ispod razine iz pretkriznog razdoblja. Dosegnuta razina stope štednje u Hrvatskoj u 2015. slična je onima u zemljama poput Njemačke i Nizozemske.

Okvir 2. Utjecaj prekomjerne zaduženosti poduzeća na investicijsku aktivnost u Hrvatskoj¹

U razdoblju od 2008. do 2014. godine prezadužena poduzeća snažnije su smanjivala svoju investicijsku aktivnost u odnosu na poduzeća koja nisu opterećena prekomjernim dugom. Nepovoljan utjecaj prekomjerne zaduženosti na investicije posebno je

bio izražen kod izvoznika, privatnih poduzeća i poduzeća u domaćem vlasništvu. Velike potrebe poduzeća za daljnjim razduživanjem mogle bi ograničavati investicijsku aktivnost poduzeća i u budućnosti.

Slika 1. Zaduzenost i investicijska aktivnost nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj



Napomena: Ponderirani prosjeci za pojedinu godinu izračunati su kao suma duga (investicija) svih poduzeća u skupini podijeljena sa sumom imovine (kapitala) svih poduzeća u skupini.

Izvor: Amadeus

¹ Okvir se temelji na rezultatima istraživanja A. Martinis i I. Ljubaj (2016.), *Corporate Debt Overhang in Croatia: Micro Assessment and Macro Implications*, predstavljenog na 22. Dubrovačkoj ekonomskoj konferenciji u organizaciji HNB-a.

Tablica 1. Rezultati panel-modela ocijenjene investicijske jednadžbe

Odrednice	Osnovni (linearni) model	Prošireni model kojim se testira asimetričnost djelovanja duga
Stopa investicija ($INV_{i,t-1}$)	-0,001	-0,001
Promjena prihoda od prodaje ($\Delta \log PR_{i,t-1}$)	0,177**	0,170**
Ukupna imovina ($\log(IM_{i,t-1})$)	-1,668***	-1,634***
Dug/imovina ($D_{i,t-1}$)	-1,906***	
Dug/imovina – poduzeća s prekomjernim dugom		-2,369***
Dug/imovina – poduzeća bez prekomjernog duga		-1,077***

Napomena: Modeli su ocijenjeni generaliziranom metodom momenata (engl. *Generalised Method of Moments* ili, skraćeno, GMM metodom) prema Arellano i Bond (1991.). Instrumenti su zavisne varijable s dva i tri vremenska pomaka unazad. Sve regresije zadovoljavaju Hansenov test za testiranje preidentificiranih restrikcija i hipoteza o postojanju autokorelacije drugog reda u rezidualima odbačena je (prema Arellano-Bondovu testu). U modele su uključeni fiksni efekti za poduzeća i godine.

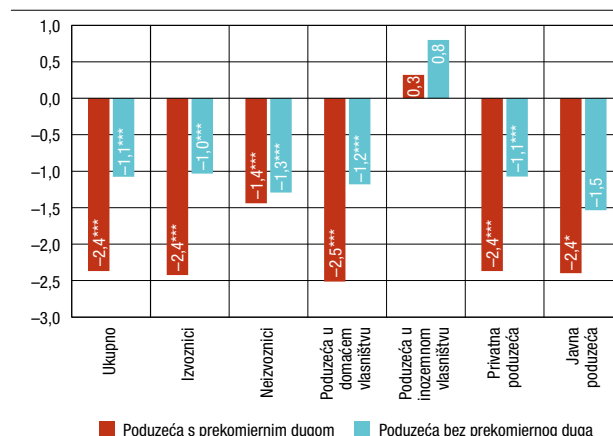
Izvor: Izračun autora

Ukupni nekonsolidirani dug nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj na kraju 2014. iznosio je 100% BDP-a. Iako je gotovo trećina tog duga ocijenjena prekomjernom², tijekom krize nije došlo do očekivanog razduživanja. Promatra li se razdoblje od 2008. do 2014. godine, omjer duga korporativnog sektora u BDP-u povećao se za gotovo 19 postotnih bodova, a mjereno udjelom duga u imovini poduzeća zaduženost se povećala i kod prezaduženih poduzeća i kod poduzeća bez prekomjernog duga (Slika 1., lijevo). Usporedo s tim, prezaduzena poduzeća snažnije su smanjivala investicije od onih bez prekomjernog duga (Slika 1., desno). Stopa investicija kod prezaduženih se poduzeća gotovo prepolovila (-46%), dok se kod ostalih poduzeća smanjila za trećinu (-33%).

Ekonometrijska analiza utjecaja prezaduženosti poduzeća na njihovu investicijsku aktivnost provedena je ocjenom investicijske jednadžbe korištenjem panel-podataka po poduzećima za razdoblje od 2009. do 2014.³ Uz osnovne teoretske odrednice investicija, kao što su prihodi od prodaje (koji pokazuju potencijal rasta poduzeća) i ukupna imovina poduzeća (koja pokazuje veličinu poduzeća), investicijska jednadžba uključuje i pokazatelj zaduženosti poduzeća. Kako bi se testirala asimetričnost djelovanja prezaduženosti na investicije, odnosno jesu li prezaduzena poduzeća zaista snažnije smanjivala investicije od poduzeća koja nemaju prekomjerni dug, investicijska jednadžba dodatno se proširuje za indikator varijable (binarne kvalitativne varijable, engl. *dummy variables*) koje su u interakciji s varijablom zaduženosti i označuju je li poduzeće prezaduzeno ili nije⁴.

U Tablici 1. prikazani su rezultati ocjene osnovnoga i proširenoga investicijskog modela. Rezultati upućuju na to da je zaduženost poduzeća imala statistički značajan negativan učinak na stopu investicija tijekom krize. Rezultati proširenog modela potvrdili su pretpostavku da su prezaduzena poduzeća tijekom krize znatno snažnije smanjivala svoju investicijsku aktivnost od neprezaduženih poduzeća. Statistički značajna negativna vrijednost koeficijenta uz dug dvostruko je veća za prezaduzena

Slika 2. Ocijenjeni koeficijenti učinka zaduženosti na stopu investicija ovisno o vrsti vlasništva poduzeća i sudjelovanju u izvozu



Napomena: Oznakama *** i * prikazana je statistička značajnost ocijenjenih koeficijenata na razini od 1% i 10%.

Izvor: Izračun autora

poduzeća (-2,4) nego za poduzeća koja nisu prezaduzena (-1,1). Potvrđeni nepovoljan učinak prezaduženosti na investicije u skladu je s drugim nalazima u kojima se sličnim pristupom taj učinak ocjenjivao za druge skupine zemalja⁵.

Kako bi se provjerilo je li se investicijska aktivnost poduzeća smanjivala različito ovisno o karakteristikama poduzeća, provedene su ocjene investicijske jednadžbe u kojima se poduzeća dijele prema sudjelovanju u izvozu (izvoznici i neizvoznici) i vrsti vlasništva (domaća i inozemna poduzeća te privatna i javna poduzeća). Rezultati su pokazali da su investicije izvoznika, privatnih poduzeća i poduzeća u domaćem vlasništvu osjetljivije na prezaduženost od ostalih poduzeća (Slika 2.). Znatno štetnije djelovanje duga na investicije kod tih skupina djelomično objašnjava zašto su izvoznici i domaća privatna poduzeća ujedno i manje opterećeni prekomjernim dugom. Primjerice, kod prezaduženih izvoznika negativni koeficijent uz dug dvostruko je veći nego kod neprezaduženih izvoznika (-2,4 prema -1,0), dok kod neizvoznika nema statistički značajne razlike među ocijenjenim koeficijentima između prezaduženih i ostalih neizvoznika. Takvi rezultati u skladu su s pretpostavkom da su izvoznici izloženi jačoj konkurenciji pa u uvjetima rasta duga ne mogu financirati rastući teret otplata povećanjem cijena svojih proizvoda, već su prisiljeni smanjivati investicije.

Kada je riječ o vrstama vlasništva, rezultati upućuju da jedino kod inozemno kontroliranih poduzeća razina duga ne utječe značajno na investicije, što podjednako vrijedi i za prezaduzena i za neprezaduzena inozemna poduzeća. To odražava činjenicu da se poduzeća u inozemnom vlasništvu uglavnom izravno financiraju kod svojih stranih vlasnika, a takvo financiranje obično ne ovisi isključivo o poslovanju samih dužnika, već i o poslovnoj strategiji vlasnika i investicijskim odlukama na razini grupe.

Zaključno, rezultati ekonometrijskog panel-modela potvrdili su da problem visoke zaduženosti nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj koči rast investicija, pri čemu taj negativan učinak postaje snažniji što je prezaduženost poduzeća veća, odnosno što

2 Više o tome vidi u Biltenu HNB-a, br. 220, Okvir 5. Održivost duga nefinancijskih poduzeća, prosinac 2015.

3 Obuhvaćeni su godišnji podaci iz financijskih izvještaja za 21339 poduzeća.

4 Prošireni model investicijske jednadžbe jest sljedeći:

$$INV_{i,t} = \alpha_i + \beta INV_{i,t-1} + \gamma \Delta \log PR_{i,t-1} + \delta \log(IM)_{i,t-1} + \sigma D_{i,t-1} \times 1\{\text{poduzeća s prekomjernim dugom}\} + \sigma D_{i,t-1} \times 1\{\text{poduzeća bez prekomjernog duga}\} + \varepsilon_{i,t}$$

gdje je INV omjer investicija i kapitala, PR su godišnji prihodi od prodaje, IM je vrijednost ukupne imovine, a D je omjer ukupnog duga i ukupne imovine poduzeća.

5 A. Jaeger (2003.), *Corporate Balance Sheet Restructuring and Investment in the Euro Area*, IMF Working Paper No. 03/117; D. Rodriguez-Palenzuela i S. Dees (2016.), *Savings and Investment Behaviour in the Euro Area*, ECB Occasional Paper No. 167, M. Goretti i M. Souto (2013.), *Macro-Financial Implications of Corporate (De)Leveraging in the Euro Area Periphery*, IMF Working Paper No. 13/154

je korporativni dug neodrživiji. S obzirom na značajan razmjera problema prezaduženosti u Hrvatskoj i izostanak razduživanja poduzeća u prethodnim godinama, ovi rezultati signaliziraju da

bi problem prezaduženosti mogao imati negativne posljedice na dinamiku oporavka hrvatskoga gospodarstva u srednjoročnom razdoblju.

Okvir 3. Procjena učinaka promjena indirektnih poreza na inflaciju

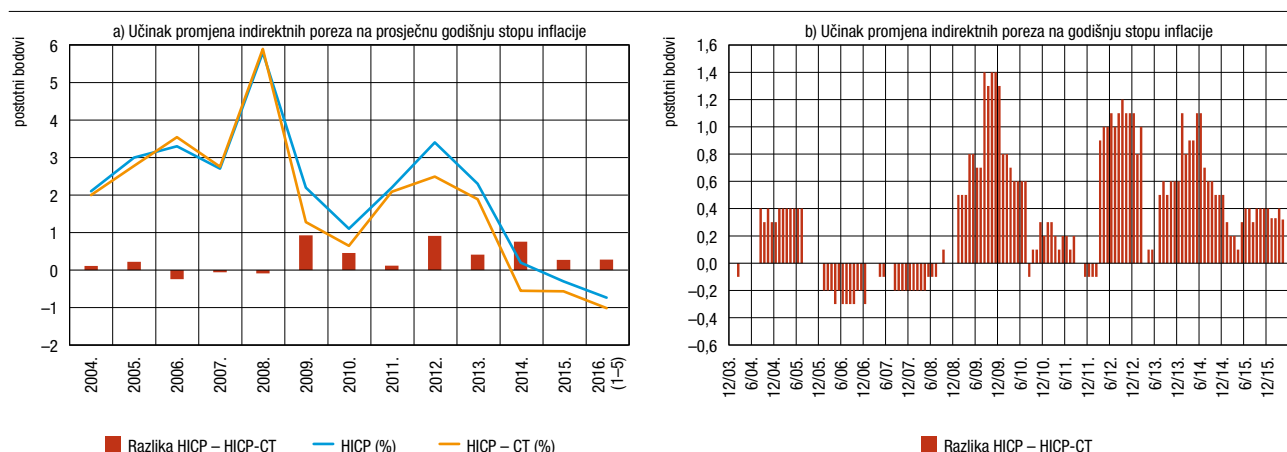
Promjene indirektnih poreza obično se promatraju kao značajan izvor jednokratnih promjena potrošačkih cijena koje rezultiraju privremenom promjenom godišnje stope inflacije. U razdoblju od 2009. do svibnja 2016. godine učinak promjena indirektnih poreza na inflaciju bio je u prosjeku veći u Hrvatskoj nego u Europskoj uniji (0,5 prema 0,2 postotna boda). Spomenuti učinak bio je u Hrvatskoj najizraženiji tijekom 2009. i 2012. kada je, između ostalog, povećana opća stopa PDV-a, te je u obje godine iznosio 0,9 postotnih bodova.

Promjene indirektnih poreza, uz promjene cijena sirovina, jedan su od najznačajnijih izvora jednokratnih promjena indeksa potrošačkih cijena, što dovodi do privremene promjene godišnje stope inflacije. Iz toga proizlazi da promjene indirektnih poreza unose "šum" u podatke o kretanju inflacije. Za nositelje monetarne politike važno je razlučiti u kojoj je mjeri kretanje inflacije u određenom razdoblju pod značajnim utjecajem privremenih činitelja na koje ne može utjecati. Kako bi se omogućila procjena učinka tog "šuma" na inflaciju u zemljama Europske unije, Eurostat je u suradnji s ESB-om razvio harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama (engl. *HICP at constant tax rates* ili, skraćeno, HICP-CT).¹ Pritom razlika između stope promjene ukupnog HICP-a i HICP-CT-a upućuje na potencijalni učinak promjene indirektnih poreza na promjenu cijena. Pri izračunu HICP-CT-a u određenoj se godini porezne stope drže konstantnima na razini prosinca prethodne godine te se koristi ista metodologija (obuhvat proizvoda, ponderi, agregiranje i dr.) kao i za izračun HICP-a. Indirektni porezi obuhvaćaju porez na dodanu vrijednost, trošarine na alkoholna pića, duhan i naftne

derivate te posebne poreze na određena dobra i usluge kao što su automobili, osiguranje, igre na sreću i sl. Izračun harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama temelji se na pretpostavci da se promjene indirektnih poreza trenutno i u potpunosti prenose na cijene, kako bi se omogućilo redovito mjesečno objavljivanje indeksa. U stvarnosti je prijenos promjena indirektnih poreza na cijene u pravilu nešto manji te ovisi o činiteljima povezanim s fazom konjunkturnog ciklusa, stupnjem konkurencije na tržištu, elastičnosti potražnje i sl. Tako, primjerice, proizvođači odnosno trgovci na malo mogu djelomično ublažiti rast cijena zbog povećanja poreza smanjenjem svojih profitnih marža. Stoga valja imati na umu da razlika između stope promjene ukupnog HICP-a i HICP-CT-a upućuje na gornju granicu učinka promjene indirektnih poreza na ukupnu inflaciju potrošačkih cijena.

Iz Slike 1. vidljivo je da je učinak promjene indirektnih poreza na inflaciju u Hrvatskoj u razdoblju od 2004. do 2008., izračunat na temelju razlike između prosječne godišnje stope promjene ukupnog HICP-a i HICP-CT-a, bio relativno malen te je fluktuirao u rasponu od $\pm 0,2$ postotna boda. Prosječna godišnja stopa rasta ukupnog HICP-a bila je od 2006. do 2008. čak nešto niža od rasta HICP-CT-a, zbog smanjenja indirektnih poreza na određene proizvode², što se rjeđe događa. Nasuprot tome, mjere fiskalne konsolidacije provedene tijekom recesijskog razdoblja u Hrvatskoj, a osobito tijekom 2009. i 2012. kada je, između ostalog, došlo do povećanja opće stope PDV-a³, dale su značajan pozitivan doprinos prosječnoj godišnjoj stopi ukupne inflacije potrošačkih cijena. Pritom se učinak promjene

Slika 1. Učinak promjena indirektnih poreza na inflaciju u Hrvatskoj mjerenu harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena



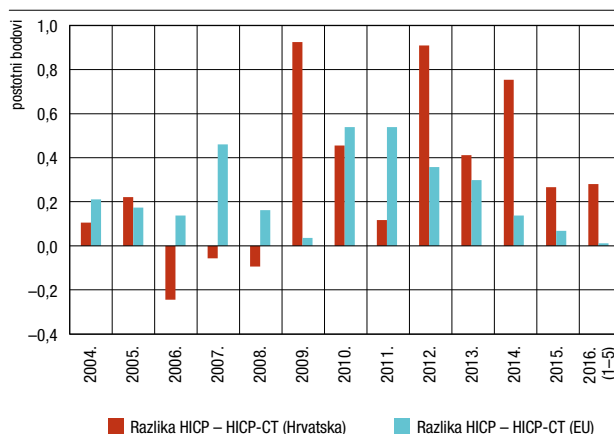
Izvori: Eurostat i izračuni HNB-a

- 1 Eurostat je HICP-CT počeo objavljivati u listopadu 2009. godine, pri čemu su serije za većinu zemalja Europske unije izračunate od prosinca 2002. Za Hrvatsku se spomenuta serija počela objavljivati početkom 2016. godine. Detaljnije u vezi s izračunom HICP-CT-a vidi na internetskoj stranici: http://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/272986/HICP-CT_manual_2009.pdf/cc914f3f-ac65-43c8-85ec-f76ed5819122.
- 2 Tako je, primjerice, 2006. godine uvedena snižena stopa PDV-a od 10% na usluge smještaja i pansionerske usluge te na agencijske provizije na spomenute usluge. Nadalje, 2007. primjena snižene stope PDV-a od 10% proširena je na novine i časopise.
- 3 Opća stopa PDV-a povećana je u kolovozu 2009. s 22% na 23%. Osim toga, u 2009. značajno su porasle i trošarine na duhanske proizvode. Nadalje, u ožujku 2012. opća stopa PDV-a porasla je za 2 postotna boda (na 25%).

indirektnih poreza na inflaciju procjenjuje u obje godine na 0,9 postotnih bodova. Tijekom 2013. administrativne odluke povezane s usklađivanjem s propisima EU-a (ukidanje nulte stope PDV-a i povećanje trošarina na duhan) utjecale su na povećanje ukupne inflacije. Nadalje, vrlo snažan doprinos prosječnoj godišnjoj inflaciji potrošačkih cijena (0,8 postotnih bodova) dalo je povećanje indirektnih poreza u 2014., kada je niža stopa PDV-a povećana s 10% na 13%, a porasle su i trošarine na naftne derivate i duhan. Od sredine 2014. smanjivao se utjecaj promjena indirektnih poreza na inflaciju u Hrvatskoj, a u svibnju 2016. iščeznuo je, tj. izjednačila se godišnja stopa promjene ukupnog HICP-a i HICP-CT-a (Slika 1.b).

Tijekom posljednje recesije brojne su zemlje Europske unije, suočene s problemom rastućega fiskalnog manjka, bile primorane povećati PDV i druge indirektno poreze kako bi povećale proračunske prihode. Pojedine zemlje također su nastojale povećati konkurentnost istovremenim smanjenjem izravnih i povećanjem neizravnih poreza uz neutralni učinak na porezne prihode⁴. To je dalo značajan doprinos povećanju inflacije, koje je bilo najizrazitije u razdoblju od 2010. do 2013., kada se maksimalni učinak promjene indirektnih poreza na prosječnu godišnju stopu inflacije u Europskoj uniji kretao između 0,3 i 0,5 postotnih bodova (Slika 2.). U posljednje dvije i pol godine doprinos indirektnih poreza ukupnoj inflaciji potrošačkih cijena u Europskoj uniji značajno se smanjio. Promatra li se cijelo razdoblje nakon

Slika 2. Usporedba učinaka promjene indirektnih poreza na prosječnu godišnju stopu inflacije u Hrvatskoj i Europskoj uniji



Izvori: Eurostat i izračuni HNB-a

izbijanja financijske krize, vidljivo je da je učinak indirektnih poreza na ukupnu inflaciju bio u prosjeku veći u Hrvatskoj nego u Europskoj uniji (0,5 prema 0,2 postotna boda).

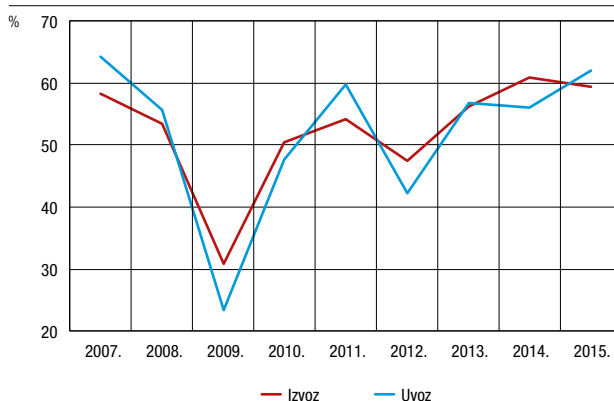
Okvir 4. Promjene u dinamici i strukturi hrvatskoga robnog izvoza od ulaska u EU

Rast hrvatskoga robnog izvoza od pristupanja EU-u vrlo je dinamičan, široko rasprostranjen među velikim brojem proizvoda i većinom usmjeren na tržište Europske unije. Primjećuje se povećanje važnosti srednjih i malih poduzeća u ukupnim izvoznim rezultatima. Nadalje, dolazi do promjena u proizvodnoj strukturi robnog izvoza prema sve većoj, iako i nadalje niskoj, zastupljenosti proizvoda više dodane vrijednosti, kod kojih se uočava i izražen rast stupnja unutarsektorske trgovine.

U posljednje tri godine u hrvatskom gospodarstvu događaju se pozitivne promjene, o čemu svjedoči i sve veća usmjerenost domaćih proizvođača prema stranim tržištima. Potvrđuju to i podaci o prodaji industrijskih proizvoda na domaćem i inozemnom tržištu, prema kojima je rast industrijske proizvodnje, primjetljiv od kraja 2013., određen upravo prodajom u inozemstvu, kao i podaci o prosječnom povećanju robnog izvoza za oko 10% u posljednje dvije godine. Indeks rasprostranjenosti rasta izvoza pokazuje da se također povećava broj proizvoda, odnosno sektora čiji izvoz raste. Naime, udio proizvoda u ukupnom broju (približno 3000) proizvodnih kategorija na razini pet znamenki Standardne međunarodne trgovinske klasifikacije (SMTK5) kod kojih je zabilježen rast izvoza kontinuirano se povećavao nakon pristupanja EU-u te je u 2015. iznosio gotovo 60%, što je blago povećanje u odnosu na godine prije krize. Osim toga, i na strani uvoza ostvaren je široko rasprostranjen rast (Slika 1.).

Oporavku izvoza pridonijelo je zamjetno ubrzanje rasta potražnje za uvozom u nekim od glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, poput Italije, Slovenije ili Austrije, no još važniji utjecaj imale su promjene u uvjetima trgovine sa zemljama EU-a. Naime, pristupanjem Hrvatske Europskoj uniji pojednostavnjene su procedure za trgovinu Hrvatske s ostalim zemljama članicama, što je olakšalo i ubrzalo izvoz. Tako se npr. prosječan broj dana

Slika 1. Kretanje indeksa rasprostranjenosti rasta hrvatskoga robnog izvoza/uvoza



Napomena: Rasprostranjenost rasta izvoza (uvoza) definirana je kao omjer broja proizvoda s pozitivnom godišnjom stopom promjene izvoza (uvoza) i ukupnog broja izvoznih (uvoznih) proizvoda (na razini agregacije SMTK5).

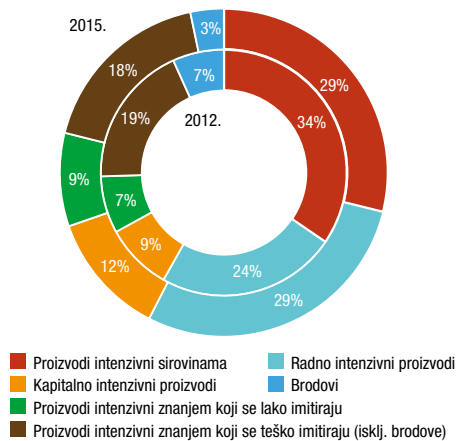
Izvori: DZS; izračun HNB-a

za otpremu izvoza¹ u 2014. smanjio na 16 dana, dok je u 2012. bilo potrebno 20 dana, a u 2005. godini čak 26 dana. Međutim, to je još uvijek nepovoljnije od prosjeka zemalja EU-a (12 dana), dok nešto lošija ostvarenja u odnosu na RH imaju samo Mađarska, Češka, Bugarska i Italija. S druge strane, članstvom u EU-u započela je primjena zajedničke trgovinske carinske politike EU-a, pa su za Hrvatsku prestali vrijediti svi postojeći sporazumi o slobodnoj trgovini, od kojih je najvažniji Srednjoeuropski sporazum o slobodnoj trgovini (Cefta). Posljedično, za razliku od

⁴ Pritom je najizrazitiji rast standardne stope PDV-a (za 4 postotna boda i više) u razdoblju nakon izbijanja financijske krize bio zabilježen u Grčkoj, Španjolskoj, Cipru, Mađarskoj i Velikoj Britaniji. Fiskalna devalvacija provedena je u Francuskoj i Španjolskoj.

¹ Izvor: Svjetska banka, <http://data.worldbank.org/indicator/IC.EXP.DURS>

Slika 2. Robni izvoz prema proizvodnim kategorijama u postocima ukupnog izvoza



Proizvodi intenzivni sirovinama: prehrambeni proizvodi, sirovine, mineralna goriva, životinjska i biljna ulja itd.

Radno intenzivni proizvodi: tekstil, odjeća i obuća, pokućstvo, pluto i drvo, proizvodi od metala i nemetala itd.

Kapitalno intenzivni proizvodi: električna energija, cestovna vozila, željezo i čelik, pića i duhan itd.

Proizvodi intenzivni znanjem koji se lako imitiraju: medicinski i farmaceutski proizvodi, kemijski i organski proizvodi, plastične tvari u ostalim oblicima, uredski strojevi, aparati za telekomunikacije itd.

Proizvodi intenzivni znanjem koji se teško imitiraju: brodovi, električni strojevi, uredski strojevi, znanstveni instrumenti, plastične tvari u primarnim oblicima itd.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

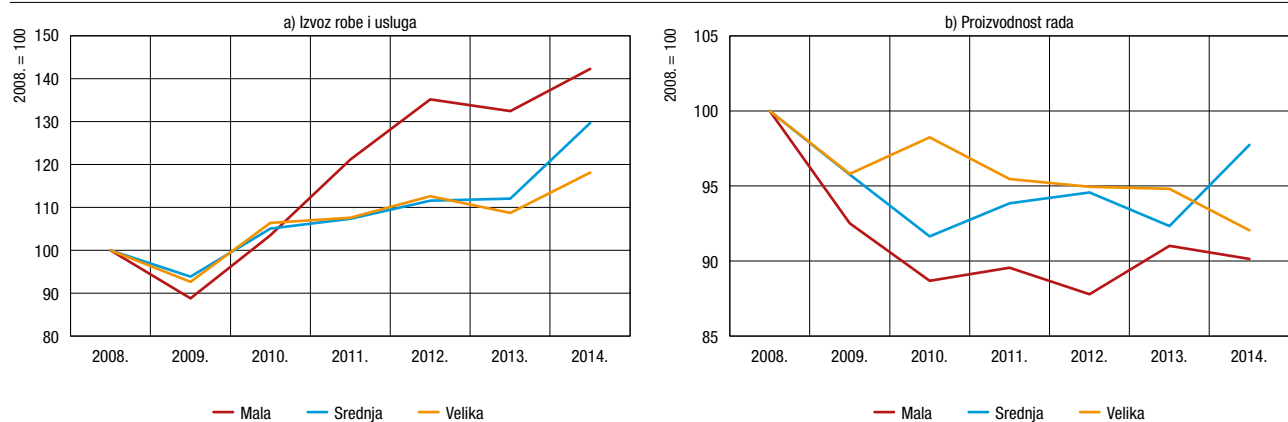
snažnog rasta trgovine sa zemljama EU-a, gubitak povlaštenog statusa razmjene s članicama Cefte nepovoljno se odrazio na izvoz u te zemlje, a sličan učinak skretanja trgovine zabilježen je i u razmjeni s trećim zemljama (vidi Sliku 6.3. u poglavlju Vanjska trgovina i konkurentnost).

Analiza promjene tržišnog udjela hrvatskoga robnog izvoza, koju je provela Europska komisija², pokazuje da je rast izvoza u posljednje dvije godine bio široko rasprostranjen među manjim i dinamičnim sektorima te je potaknut izvozom većeg broja novih proizvoda, i to posebice u zemlje EU-a. To je utjecalo i na promjene u strukturi robnog izvoza (Slika 2.), pa se povećala zastupljenost proizvoda intenzivnih znanjem koji se lako imitiraju (posebno medicinskih i farmaceutskih proizvoda, plastičnih tvari u ostalim oblicima te aparata za telekomunikacije) te kapitalno intenzivnih proizvoda (od čega najviše električne energije i cestovnih vozila). S druge strane, udio proizvoda intenzivnih znanjem koji se teško imitiraju znatno se smanjio, poglavito pod utjecajem pada izvoza brodova. Europska komisija u svojoj je analizi

zaključila da je “pozitivno što se sve više robnog izvoza odnosi na manje cjenovno osjetljive proizvode i vjerojatno veće dodane vrijednosti, iako je i dalje značajan udio proizvoda intenzivnih sirovinama te radno intenzivnih proizvoda”. Udio radno intenzivnih proizvoda u strukturi izvoza povećao se djelomice zbog sve prisutnijih poslova popravaka i oplemenjivanja.

Primjećuju se i promjene u strukturi izvoznih poduzeća, sa sve većom važnosti srednjih i malih poduzeća. Naime, izvoz je u većini zemalja, a posebno u malim otvorenim ekonomijama, koncentriran na mali broj poduzeća. To potvrđuju i rezultati istraživačke mreže ESB-a CompNet, prema kojima je prosječan udio deset najvećih izvoznika u ukupnom hrvatskom izvozu robe i usluga u razdoblju od 2002. do 2014. iznosio u prosjeku 30% i nije se znatno razlikovao od zemalja Srednje i Istočne Europe³. Međutim, u posljednjim godinama promatranog razdoblja ostvaren je pad udjela najvećih izvoznika te blagi rast važnosti srednjih i malih poduzeća u ukupnim izvoznim rezultatima. Upravo kod tih se poduzeća izvoz počeo oporavljati prije

Slika 3. Izvoz i proizvodnost rada prema veličini poduzeća



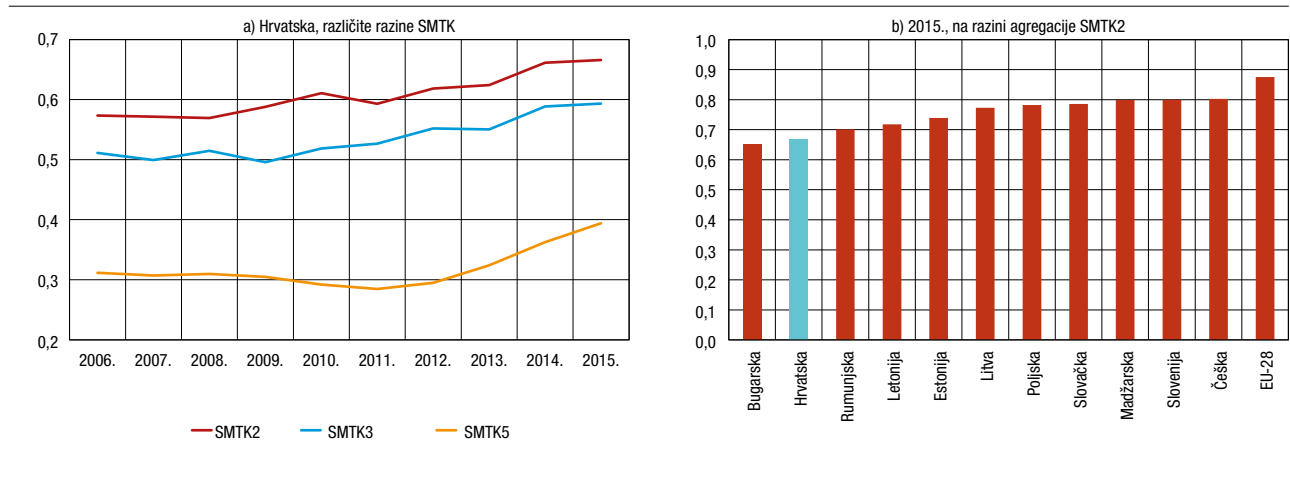
Napomena: Proizvodnost rada temelji se na dodanoj vrijednosti po zaposlenom. Mala poduzeća imaju prosječno do 50 zaposlenih, srednja poduzeća između 50 i 250 zaposlenih, dok velika poduzeća prosječno imaju više od 250 zaposlenih.

Izvori: CompNet; ESB; HNB

² Izvor: Europska komisija, *Country Report Croatia 2016*

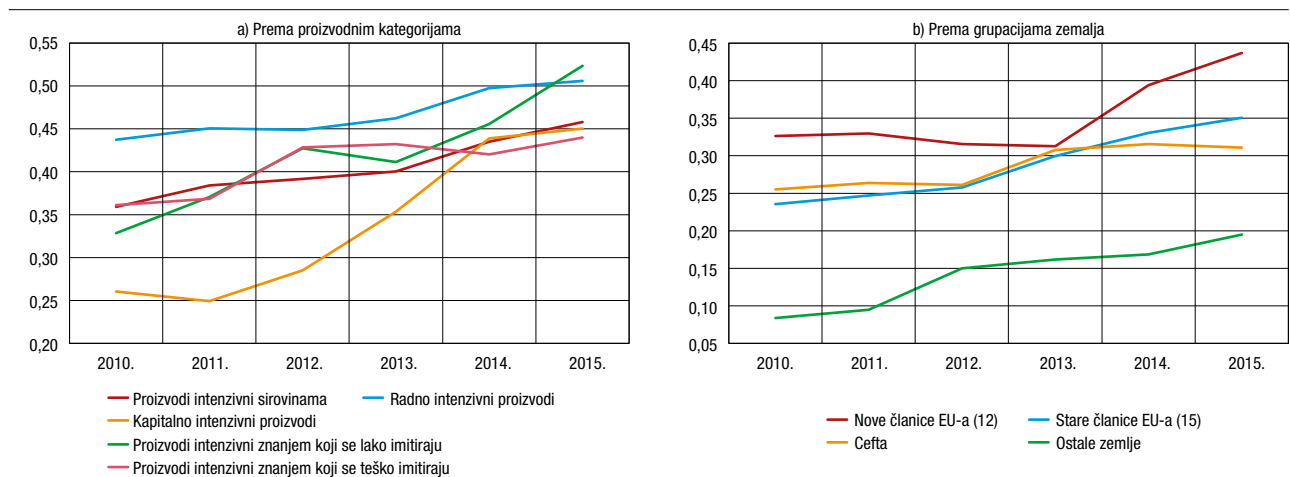
³ Rezultati istraživačke mreže CompNet (ESB) dostupni su na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1788.en.pdf>

Slika 4. Grubel-Lloydov indeks unutarsektorske trgovine



Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 5. Dezagregirani Grubel-Lloydov indeks unutarsektorske trgovine



Napomena: Grubel-Lloydovi indeksi izračunati su za pojedine proizvodne kategorije/grupacije zemalja, dezagregirane na razini SMTK5.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

i snažnije u odnosu na velika poduzeća (Slika 3.a). Osim toga, ta su poduzeća, posebice srednja, nakon ulaska u EU dinamičnije utjecala na kretanje ukupne proizvodnosti rada u Hrvatskoj (Slika 3.b).

Nakon ulaska Hrvatske u EU došlo je i do jačanja povezanosti promjena izvoza i uvoza. Tako se među proizvodima koji su najviše pridonijeli rastu izvoza često nalaze oni koji su ujedno najviše pridonijeli rastu uvoza, u čemu se ističe razmjena električne energije, odjeće, cestovnih vozila te raznih gotovih proizvoda. Uobičajena pozitivna veza između kretanja uvoza i izvoza može se objasniti različitim činiteljima poput uvozne zavisnosti izvoza, tranzitne trgovine (provoz robe kroz Hrvatsku ili uvoz radi kasnijega ponovnog izvoza zbog zarade u razlici u cijenama) i poslova oplemenjivanja, a njezinu je jačanju u posljednjim godinama uz

intenziviranje postojećih činitelja pridonijela i liberalizacija trgovine električnom energijom.

Veća povezanost kretanja izvoza i uvoza može upućivati i na sve snažniju unutarsektorsku trgovinu⁴, tj. razmjenu dobara istog sektora, koja je u pravilu značajnija u trgovini sofisticiranijim proizvodima i prisutnija u vanjskoj trgovini otvorenijih i razvijenijih zemalja. Pritom se kao njezina najčešća mjera koristi Grubel-Lloydov indeks⁵, koji pokazuje da se u Hrvatskoj stupanj unutarsektorske trgovine počeo snažno povećavati nakon pristupanja Uniji (Slika 4.a). Međutim, ona još uvijek nije toliko značajna u odnosu na usporedive zemlje jer je među najnižima u zemljama EU-a (Slika 4.b), slično kao u Bugarskoj i Rumunjskoj.

Iako je unutarsektorska trgovina uobičajeno najsnažnija u razmjeni sofisticiranijim proizvodima, u Hrvatskoj se njezin

4 Unutarsektorska trgovina može biti vertikalna, odnosno izvoz i uvoz proizvoda na različitim stupnjevima prerade (primjerice izvoz kvalitetne odjeće i uvoz odjeće slabije kvalitete), te horizontalna, koja obuhvaća trgovinu istim proizvodima različitih karakteristika (npr. različite vrste automobila).

5 Vrijednost Grubel-Lloydova indeksa kreće se u rasponu između 0 (isključivo međusektorska trgovina) i 1 (isključivo unutarsektorska trgovina), a izračunava se kao: $GL_i = \sum_j \left(1 - \frac{|Ex_j - Im_j|}{Ex_j + Im_j}\right) \times \frac{f_i}{F}$, gdje je Ex_j izvoz, Im_j uvoz, f_i obujam robne razmjene (izvoz + uvoz) u pojedinom sektoru i , a F obujam (izvoz + uvoz) ukupne robne razmjene, odnosno njezina podagregata za koji se izračunava indeks. Velik utjecaj na konačnu vrijednost indeksa ima stupanj dezagregacije podataka, s obzirom na to da se sužavanjem sektora na višim stupnjevima dezagregacije (npr. SMTK5) manji dio trgovine klasificira kao unutarsektorski.

relativno visok stupanj bilježi u razmjeni radno intenzivnih proizvoda (odjeća, proizvodi od metala, pokućstvo te razni gotovi proizvodi). Međutim, od 2013. godine, osim kod ovih proizvoda, značajno se povećava i udio unutarsektorske trgovine proizvoda intenzivnih znanjem koji se lako imitiraju (medicinski i farmaceutski proizvodi, plastične tvari u ostalim oblicima te aparati za telekomunikacije) te kapitalno intenzivnih proizvoda (električna energija, cestovna vozila te eterična ulja i parfumerijski i kozmetički proizvodi) (Slika 5.a). Promatrano prema zemljama partnerima,

tijekom cijelog razdoblja unutarsektorska trgovina najznačajnija je u odnosima sa zemljama EU-a, posebice s novim zemljama članicama, te je dodatno ojačala od ulaska Hrvatske u EU, dok je najmanje izražena u odnosima sa zemljama izvan EU-a i regije (Slika 5.b). Ipak, detaljnija analiza pokazuje da na relativno visoku značajnost i snažan porast kod novih zemalja članica EU-a ponajviše utječe trgovina sa Slovenijom, uz zamjetan porast razmjene, posebice električne energije te električnih strojeva, aparata i uređaja u posljednjim godinama.

Okvir 5. Ocjena rizika za fiskalnu održivost u Republici Hrvatskoj

Rezultati Izvješća o fiskalnoj održivosti za 2015., koje je početkom ove godine objavila Europska komisija, upućuju da su rizici za fiskalnu održivost u Hrvatskoj u kratkom i dugom roku niski, dok su u srednjem roku visoki. Visoki srednjoročni rizici za fiskalnu održivost ostaju i ako se u obzir uzmu znatno povoljnija recenatna fiskalna kretanja, dok je ocjena niskog rizika u dugom roku vjerojatno podcijenjena jer se temelji na optimističnoj pretpostavci znatnog smanjenja rashoda za mirovine.

Izvješće o fiskalnoj održivosti (engl. *Fiscal sustainability report*)¹ dokument je Europske komisije u kojem su sadržane ocjene kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih rizika za održivost javnih financija u zemljama članicama EU-a. Spomenute ocjene uzimaju u obzir fiskalne učinke starenja stanovništva čiji su rezultati prikazani u Izvješću o starenju stanovništva (engl. *Ageing report – 2015*). Oba izvješća izrađuju se svake treće godine.

Ocjena rizika za fiskalnu održivost proizlazi iz izračuna triju sintetičkih pokazatelja (S0, S1 i S2) te projicirane razine i dinamike duga opće države u osnovnom te različitim alternativnim i šok-scenarijima. Pokazatelj S0 kompozitni je indikator koji upućuje na kratkoročne rizike (unutar jedne godine) za javne financije. Pokazatelji S1 i S2 upućuju na rizike za fiskalnu održivost u srednjem odnosno dugom roku. Pritom S1 pokazuje dodatnu fiskalnu prilagodbu u odnosu na osnovni projekcijski scenarij², koja bi osigurala da se do 2030. dosegne razina od 60% BDP-a određena Paktom o stabilnosti i rastu, dok S2 pokazuje prilagodbu potrebnu da se stabilizira javni dug u neograničenom roku.

Rezultati Izvješća o fiskalnoj održivosti pokazuju da sve zemlje EU-a karakterizira nizak rizik za javne financije u kratkom roku. U srednjem roku, osim za Hrvatsku, još za deset zemalja EU-a postoje visoki rizici za javne financije. U dugom roku samo

pet zemalja suočava se s visokim rizicima, dok je za Hrvatsku ocijenjen nizak rizik (Tablica 1.).

Kada je riječ o srednjoročnim kretanjima, na visoke rizike za javne financije u Hrvatskoj upućuje projicirana dinamika i razina duga opće države te visoki S1 pokazatelj, što je posljedica nepovoljne početne fiskalne pozicije i znatno veće razine duga u odnosu na referentnu vrijednost od 60% BDP-a. Projicirana dinamika i razina duga u srednjoročnom razdoblju bile bi zamjetno povoljnije ako bi se uzele u obzir posljednje dostupne fiskalne projekcije EK-a za Hrvatsku (proljeće 2016.), ali se ocjena rizika ne bi promijenila (Slika 1.). Naime, vrijednost S1 pokazatelja spustila bi se u osnovnom scenariju ispod referentne granice za visok rizik, ali povijesni i šok-scenariji pokazali bi da bi se dug opće države mogao zadržati na visokoj razini.³

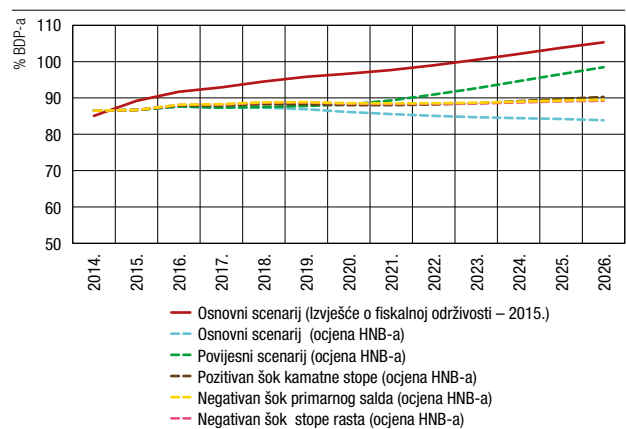
U dugom roku, nizak rizik za fiskalnu održivost proizlazi iz niske razine S2 pokazatelja, što je posljedica povoljnoga kretanja rashoda povezanih sa starenjem stanovništva, poglavito rashoda za mirovine. Naime, javni rashodi za mirovine trebali bi se u budućnosti vidljivo smanjiti, ponajviše zbog trenutačno važećega mješovitog mirovinskog sustava. Međutim, Hrvatska bi se mogla suočiti s ozbiljnim problemima povezanim s primjerenosti (dostatnosti) mirovina, zbog čega bi ocjena rizika za fiskalnu održivost u dugom roku mogla biti podcijenjena (više o tome vidi u Okviru br. 7. Fiskalni učinci starenja stanovništva u Hrvatskoj, Bilten br. 220).

Tablica 1. Visina rizika za fiskalnu održivost u kratkom, srednjem i dugom roku u članicama EU-a

	Kratki rok	Srednji rok	Dugi rok
Visoki rizik		BE, IE, ES, FR, HR, IT, PT, RO, SK, FI, UK	SI, SK, FI, SE, UK
Srednji rizik		LT, HU, NL, AT, PL	BE, BG, CZ, LT, LU, MT, NL, AT, PL, RO
Niski rizik	BE, BG, CZ, DK, DE, EE, IE, ES, FR, HR, IT, LV, LT, LU, HU, MT, NL, AT, PL, PT, RO, SI, SK, FI, SE, UK	BG, CZ, DK, DE, EE, LV, LU, MT, SK, SE	DK, DE, EE, IE, ES, FR, HR, IT, LV, HU, PT

Izvor: EK

Slika 1. Projekcija duga opće države



Napomena: Ocjena HNB-a uzima u obzir nove projekcije EK-a iz proljeća 2016. te slijedi metodologiju EK-a iz Izvješća o fiskalnoj održivosti – 2015. za izračun povijesnog scenarija i različitih šokova na makrovarijable.

Izvori: EK; ocjena HNB-a

1 http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf

2 Prilagodba je raspodijeljena tijekom pet godina nakon zadnje godine za koju su napravljene detaljne projekcije (u ovom slučaju 2017.).

3 Valja spomenuti kako je prema metodologiji EK-a dovoljno da jedan od pokazatelja upućuje na visok rizik da ukupni rizici za fiskalnu održivost budu ocijenjeni visokima.

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
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

Znakovi

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