



Makroekonomska kretanja i prognoze

godina II · broj 2 · srpanj 2017.



IZDAVAČ

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

www.hnb.hr

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

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

ISSN 2459-8089

Sadržaj

1. Uvod	3	Dohoci i transakcije s EU-om	22
		Projicirana kretanja	22
2. Kretanja u globalnom okružju	4	Okvir 3. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema	
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	5	platnobilančnim podacima	23
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	5		
Projicirana kretanja	5	7. Financiranje privatnog sektora	26
		Projicirana kretanja	29
3. Agregatna ponuda i potražnja	7		
Agregatna potražnja	8	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	30
Agregatna ponuda	9	Projicirana kretanja	31
Projicirana kretanja	10		
4. Tržište rada	11	9. Monetarna politika	32
Zaposlenost i nezaposlenost	11		
Plaće i jedinični trošak rada	12	10. Javne financije	33
Projicirana kretanja	12	Okvir 4. Izlazak Hrvatske iz procedure pri prekomjernom manjku	35
Okvir 1. Prilagodba plaća u Hrvatskoj i zemljama			
Europske unije: rezultati ankete poduzeća	13	11. Odstupanja od prethodne projekcije	37
5. Inflacija	15	12. Dodatak A: Makroekonomske projekcije	39
Projicirana kretanja	17	ostalih institucija	
Okvir 2. Toplinska karta inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj	18	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske	39
		i odabranih zemalja	
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	20	Kratice i znakovi	44
Vanjska trgovina i konkurentnost	20		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Površina (km ²)	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594
Broj stanovnika (mil.) ^a	4,314	4,312	4,310	4,303	4,290	4,280	4,268	4,256	4,238	4,204	4,171
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	294.437	322.310	347.685	330.966	328.041	332.587	330.456	329.571	328.109	335.521	345.166
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	40.208	43.935	48.135	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.002	44.092	45.843
BDP po stanovniku (EUR)	9.321	10.189	11.169	10.480	10.495	10.453	10.300	10.225	10.147	10.488	10.992
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	4,8	5,2	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	2,2	3,0
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	3,2	2,9	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) ^c	-2.613	-3.138	-4.227	-2.299	-482	-298	-15	446	891	2.102	1.198
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-6,5	-7,1	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	0,0	1,0	2,1	4,8	2,6
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	39,7	39,0	38,5	34,5	37,8	40,5	41,7	43,1	45,8	48,8	49,7
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	46,5	46,3	46,5	38,2	38,1	40,9	41,2	42,7	43,8	46,3	46,7
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	29.725	33.721	40.590	45.600	46.908	46.397	45.297	45.803	46.416	45.384	41.668
Inozemni dug (% BDP-a)	73,9	76,8	84,3	101,1	104,2	103,7	103,0	105,3	107,9	102,9	90,9
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	186,1	196,6	219,1	292,7	275,8	256,0	247,0	244,1	235,9	211,0	182,9
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	42,0	40,1	33,8	52,9	49,5	40,9	43,3	41,0	44,1	42,4	36,9
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	8.725	9.307	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	5,6	5,5	4,9	7,2	7,5	7,3	7,4	8,3	8,1	8,1	7,6
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,3451	7,3251	7,3244	7,3062	7,3852	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	5,5784	4,9855	5,1555	5,0893	5,5683	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,3228	7,3360	7,2232	7,3396	7,2862	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	5,8392	5,3660	4,9344	5,2804	5,5000	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-9.971,9	-7.880,6	-9.604,6	-19.844	-20.311	-26.090	-17.549	-17.575	-17.726	-11.346	-2.757
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-3,4	-2,4	-2,8	-6,0	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,4	-3,4	-0,8
Dug opće države (% BDP-a) ^e	38,9	37,7	39,6	49,0	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	86,3	83,7
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.) ^f	11,2	9,9	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.) ^f	43,6	47,6	48,6	48,2	46,5	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6

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

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2016. privremeni su.

^c Podaci platne bilance i inozemnog duga temelje se na metodologiji koju propisuje šesto izdanje Priručnika za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja (BPM6) te na novoj sektorskoj klasifikaciji institucionalnih jedinica u skladu sa standardom ESA 2010. Podaci platne bilance i inozemnog duga zasnivaju se na posljednjim dostupnim podacima o platnoj bilanci zaključno s prvim tromjesečjem 2017. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju ožujka 2017.

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

^e Proračunski podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

^f Podaci za razdoblje od 2007. do 2013. revidirani su, stoga nisu usporedivi s podacima za razdoblje od 2000. do 2006.

Izvori: DZS; MF; HNB



Makroekonomska kretanja i prognoze

1. Uvod

Rast gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj nastavio se i u prvoj polovini 2017., potpomognut snažnom inozemnom te stabilnom domaćom potražnjom. Očekivana povoljna kretanja izvozne potražnje, poglavito za uslugama pruženima u turizmu, investicija i potrošnje kućanstava mogla bi podržati realan rast na razini iz prethodne godine, a tijekom 2018. očekuje se njegovo neznatno usporavanje. Potaknuta uvoznim cjenovnim pritiscima, inflacija potrošačkih cijena ubrzala se u prvoj polovini tekuće godine. Očekivana prosječna godišnja stopa inflacije u 2017. blago je veća od 1%, pri čemu se najvećim pozitivnim doprinosom inflaciji izdvaja hrana. Uz blago oživljavanje domaćih inflatornih pritisaka, inflacija bi u 2018. mogla samo neznatno porasti. Višak na tekućem računu mogao bi se u 2017. dodatno povećati ponajviše kao rezultat nepovoljnog učinka problema u koncernu Agrokor na dobit poslovnih banaka, ali i povoljnih kretanja u ostalim transakcijama, a njegovo smanjenje u sljedećoj godini, osim vidljivo manjeg učinka Agrokora, zrcali i jačanje uvozne potražnje. Zbog snažne fiskalne konsolidacije u 2016., odlukom Vijeća Europske unije u lipnju tekuće godine potvrđen je izlazak Hrvatske iz procedure pri prekomjernome manjku. Manjak opće države mogao bi se u 2017. prema projekciji Ministarstva financija blago povećati, a udio duga opće države u BDP-u nastaviti padati. U takvim je uvjetima monetarna politika zadržala svoj ekspanzivni karakter, podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava uz održavanje stabilnosti tečaja kune prema euru. Iako HNB planira nastaviti ekspanzivno orijentiranu monetarnu politiku, u 2018. godini očekuju se pooštavanje monetarne politike u europodručju, kao i zatvaranje jaza hrvatskoga BDP-a, što će se postupno odraziti i na domaću monetarnu politiku. Zbog toga u kratkome roku treba intenzivirati konsolidiranje javnih financija i smanjivanje makroekonomskih neravnoteža.

U prvome tromjesečju ove godine nastavila se slična dinamika rasta gospodarske aktivnosti kao i na kraju 2016., no tijekom drugog tromjesečja rast se usporio, unatoč povoljnim kretanjima inozemne potražnje te visokoj domaćoj i međunarodnoj likvidnosti. Na početku godine rast je uvelike bio potaknut snažnim rastom robnog izvoza te investicijske aktivnosti, a povećane su i ostale sastavnice domaće potražnje. Mjesečni pokazatelji realne aktivnosti upućuju na to kako je u drugome tromjesečju došlo do usporavanja rasta BDP-a, što se dijelom može povezati s izbijanjem krize u koncernu Agrokor. Iako postoji visoka razina neizvjesnosti oko materijalizacije rizika povezanih sa spomenutim koncernom, HNB očekuje da bi oni mogli imati, u uvjetima urednoga i relativno brzog restrukturiranja, blag nepovoljan učinak na gospodarsku aktivnost, primarno u smislu očekivanja potrošača te slabijih investicija dijela privatnog sektora. S druge strane, izgledno je da će izvozna potražnja, posebice vrlo dobri turistički rezultati, kao i nadalje znatna investicijska aktivnost i osobna potrošnja podržavati gospodarski rast, koji bi se u cijeloj 2017. mogao zadržati na prošlogodišnjih 3,0%. U 2018. godini rast BDP-a mogao bi se samo blago usporiti s obzirom na to da se očekuje malo sporiji rast osobne potrošnje, poglavito zbog iščezavanja pozitivnih učinaka porezne reforme na realni raspoloživi dohodak stanovništva, te usporavanje rasta izvoza robe i usluga. Na tržištu rada očekuju se nastavak povoljnih kretanja te daljnji rast broja zaposlenih i plaća.

Glavni rizici ostvarenja projekcije BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja ocijenjeni su kao uravnoteženi. Financijski problemi u koncernu Agrokor mogli bi imati izraženiji negativan učinak na stope rasta osnovnih makroekonomskih agregata nego što je ugrađeno u trenutnu projekciju. S druge strane, pozitivni rizici povezani su sa snažnijim rastom izvoza turističkih usluga od očekivanja iz projekcije, čija je očekivana dinamika slabija nego u prethodne dvije godine.

Inflacija potrošačkih cijena tijekom prvih pet mjeseci 2017. nastavila se povećavati, potaknuta ponajviše uvoznim cjenovnim pritiscima. Ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2017. tako mogla ubrzati na oko 1,1%, s -1,1% u 2016. Pritom najveći pozitivan doprinos inflaciji u 2017. daje hrana, dok bi se doprinos cijena energije mogao zadržati u blago negativnom području. Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena mogla bi u 2018. blago porasti, na 1,2%, pri čemu bi inflatorni pritisci proizašli iz domaćeg okružja mogli neznatno ojačati, ako se ima na umu zatvaranje negativnoga jaza BDP-a, dok bi oni proizašli iz kretanja cijena sirove nafte na

svjetskom tržištu trebali uglavnom izostati.

Uz stabilnu domaću gospodarsku aktivnost, nastavlja se i trend smanjivanja vanjskih neravnoteža. Višak na tekućem računu, koji se bilježi već petu godinu zaredom, mogao bi se u 2017. dodatno povećati ponajviše kao rezultat nepovoljnog učinka krize koncerna Agrokor na dobit poslovnih banaka na osnovi povećanih troškova rezerviranja za plasmane toj grupaciji. Također bi se i u ostalim transakcijama, sveukupno, mogao blago povećati saldo, jer bi rast neto izvoza usluga te transfera iz proračuna EU-a mogao nadjačati povećanje robnog manjka. U 2018. može se očekivati smanjenje viška na tekućem računu, na što će uz zamjetno manji učinak Agrokora, utjecati rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog daljnjeg oporavka domaće gospodarske aktivnosti i jačanja uvozne potražnje. Glede financijskih tokova, izvjestan je nastavak razduživanja domaćih sektora prema inozemstvu. S druge strane, očekuje se postupni oporavak izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, premda bi ih mogle ograničavati pojačana neizvjesnost i nesklonost riziku kod globalnih investitora, ali i dugotrajne strukturne slabosti hrvatskoga gospodarstva.

HNB je provođenjem ekspanzivne monetarne politike u prvoj polovini 2017. nastavio podržavati visoku kunsku likvidnost uz održavanje financijske stabilnosti. Kunska likvidnost bankovnog sustava dodatno je osnažena deviznim intervencijama, kojima su ublaženi aprecijacijski pritisci na domaću valutu i povećane bruto međunarodne pričuve. Snažno kreiranje primarnog novca rezultiralo je rekordnim viškom likvidnosti monetarnog sustava, pa u tom razdoblju nije bilo potražnje za korištenjem kunskih operacija HNB-a. U takvim uvjetima poboljšani su domaći uvjeti financiranja, što je vrijedilo za kamatne stope banaka na gotovo sve vrste kredita, a zajedno s nastavkom ublažavanja standarda odobravanja kredita i porastom kreditne potražnje bilježi se oporavak plasmana domaćih sektora, posebno za stanovništvo.

Kada je riječ o fiskalnoj politici, Vijeće Europske unije u lipnju ove godine potvrdilo je izlazak Hrvatske iz procedure pri prekomjernome manjku, jer se manjak opće države u 2016. smanjio na 0,8% BDP-a, a u srednjoročnom se razdoblju očekuje nastavak smanjivanja duga opće države odgovarajućom brzinom. Manjak opće države, nakon dvije godine snažnog smanjivanja, mogao bi se u 2017. prema projekciji Ministarstva financija samo blago povećati, što je poglavito povezano s poreznom reformom kojom se smanjilo ukupno porezno opterećenje. Unatoč tome, udio duga opće države u BDP-u mogao bi nastaviti padati.

Monetarna politika zadržat će u preostalome dijelu 2017. te u

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)										
BDP	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	2,2	3,0	3,0	2,9
Osobna potrošnja	-7,5	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-1,6	1,0	3,3	3,1	2,9
Državna potrošnja	2,1	-1,6	-0,3	-1,0	0,3	-0,8	-1,4	1,3	1,4	1,5
Investicije u fiksni kapital	-14,4	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	5,1	6,1	7,2
Izvoz robe i usluga	-14,1	6,2	2,2	-0,1	3,1	6,0	9,4	5,7	6,6	5,2
Uvoz robe i usluga	-20,4	-2,5	2,5	-3,0	3,1	3,1	9,2	5,8	7,5	6,4
Tržište rada										
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-2,1	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,7	1,4
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	14,9	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	12,7	11,5
Stopa nezaposlenosti (anketna)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,6	10,5
Cijene										
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,2
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,0	1,2
Vanjski sektor										
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-5,1	-1,1	-0,7	0,0	1,0	2,1	4,8	2,6	3,7	2,5
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-5,0	-0,9	-0,6	0,1	1,2	2,2	5,5	3,8	4,9	3,8
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	101,1	104,2	103,7	103,0	105,3	107,9	102,9	90,9	81,5	77,4
Monetarna kretanja (stope promjene, %)										
Ukupna likvidna sredstva – M4	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,7	3,1	4,1
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	-0,8	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	5,3	3,3	4,1
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-3,7	0,6	4,1
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^b	-0,3	2,3	3,5	-1,2	1,0	-1,5	-2,2	1,0	3,9	4,1

^a Isključujući utjecaj tečajnih promjena

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

Napomena: Projekcije za 2017. i 2018. izvedene su iz podataka objavljenih do 30. lipnja 2017.

Izvori: DZS; MF; HNB

2018. ekspanzivan karakter. To podrazumijeva podupiranje visoke likvidnosti monetarnog sustava koja pogoduje zadržavanju niskih domaćih kamatnih stopa te dinamiziranju rasta plasmana, što povoljno djeluje na ukupna gospodarska kretanja. Srednjoročni rizici povezani su poglavito s mogućim pooštavanjem

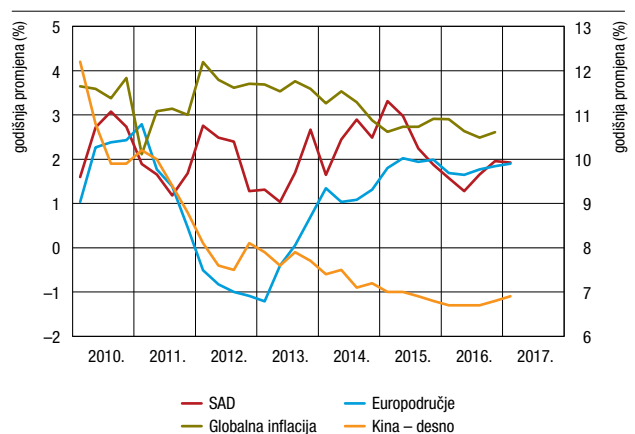
monetarne politike u globalnom okružju, primarno europodručju, što bi se moglo odraziti i na monetarnu politiku u Hrvatskoj. To, pak, upućuje na to da treba ustrajati na daljnjem konsolidiranju javnih financija i nastavku smanjivanja makroekonomskih neravnoteža.

2. Kretanja u globalnom okružju

Nakon blagog ubrzanja gospodarske aktivnosti u drugoj polovini 2016., povoljna kretanja u globalnom okružju nastavljena su i početkom 2017. Svjetska se trgovinska razmjena također ubrzala nakon što je u 2016. rasla najsporije od globalne krize. Uvjeti financiranja i nadalje su relativno povoljni unatoč neizvjesnosti i povećanoj nesklonosti riziku. Iako su trendovi pozitivni, neizvjesnost oko globalnih politika i strukturne slabosti pojedinih velikih tržišta nastavljaju otežavati izrazitije dinamiziranje gospodarskih i financijskih tokova u svijetu. Inflacija je početkom 2017. porasla u mnogim zemljama, posebice razvijenima, potaknuta oporavkom cijena energenata, no temeljna je inflacija na globalnoj razini i nadalje bila prigušena.

Među razvijenim tržištima nastavak pozitivnog trenda s kraja prošle godine najvidljiviji je u europodručju, gdje je u prva tri mjeseca 2017. ostvaren tromjesečni rast od 0,6%, pri čemu se gospodarska aktivnost najviše dinamizirala u Njemačkoj i Španjolskoj, a zamjetljivo se usporila u Francuskoj. Gospodarski oporavak i nadalje većinom generira domaća potražnja, pri čemu je osobna potrošnja stanovništva prilično oživjela u posljednjim mjesecima, dok je investicijska aktivnost privatnog sektora i nadalje bila potisnuta. Rast najvećega svjetskoga gospodarstva,

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta i globalna inflacija



Izvori: Eurostat; BEA; NBS; MMF

SAD-a, u prvom se tromjesečju 2017. usporio na samo 0,3% u odnosu na prethodno tromjesečje, najviše zbog slabljenja rasta osobne i državne potrošnje nakon predsjedničkih izbora, no to je već početkom drugog tromjesečja djelomično nadoknađeno.

U skupini zemalja u razvoju te zemalja s tržištima u nastajanju, povoljna kretanja na početku 2017. zabilježena su kod velikih azijskih tržišta, posebice Kine, gdje se gospodarska aktivnost ubrzala. S druge strane, neka tržišta Latinske Amerike suočila su se s povećanom neizvjesnošću, djelomice i oko gospodarskih odnosa sa SAD-om, dok naglašeni geopolitički rizici usporavaju rast zemalja Bliskog istoka. Zemlje izvoznice nafte i drugih sirovina i nadalje prolaze kroz proces prilagodbe niskim razinama cijena. Rusko i brazilsko gospodarstvo izišli su krajem 2016. iz recesije, što se pozitivno odrazilo na povezana regionalna tržišta.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod većine važnijih hrvatskih trgovinskih partnera početkom 2017. također su nastavljena povoljna kretanja. Njemačko je gospodarstvo bilo među najdinamičnijima u europodručju, čemu je najviše pridonio oporavak investicijske aktivnosti u sektoru građevinarstva. U Austriji i Sloveniji gospodarska su kretanja također sve povoljnija, a domaća je potražnja početkom godine blago ojačala i u Italiji, unatoč i nadalje naglašenim strukturnim slabostima toga gospodarstva. Nastavak pozitivnih trendova iz 2016. zabilježen je u Bosni i Hercegovini te Srbiji, dok se makedonsko gospodarstvo suočava s rastućim pritiscima zbog dugotrajne političke krize.

Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Dogovor zemalja članica OPEC-a i Rusije o ograničavanju dnevne proizvodnje pridonio je rastu cijena sirove nafte u prvom tromjesečju 2017. Međutim, sumnje tržišnih sudionika oko pridržavanja dogovora te rast proizvodnje korištenjem naprednih tehnologija u SAD-u pridonijeli su zamjetljivom padu cijena sirove nafte do kraja lipnja na 47 USD za barel, što je za više od 10% niža cijena u odnosu na kraj ožujka te gotovo 15% niža cijena u odnosu na kraj 2016. Tijekom travnja i svibnja zabilježen je i pad cijena sirovina bez energije, čime se samo djelomice poništio njihov snažan rast krajem prethodne i početkom ove godine. Tome je najviše pridonijelo smanjenje cijena metala (ponajprije željezne rude) zbog smanjenja potražnje u Kini. S druge strane, cijene prehrambenih proizvoda većinom su rasle, a osobito je bio izražen rast cijena mesa.

U prvoj polovini 2017. nastavljena su divergentna kretanja monetarne politike SAD-a i europodručja. Fed je, nakon povećanja referentne kamatne stope u prosincu 2016., u skladu s očekivanjima tržišta nastavio pooštavati monetarnu politiku, povisivši stopu u ožujku i lipnju 2017. za ukupno 50 baznih bodova. Istodobno ESB tijekom prve polovine 2017. nije mijenjao referentnu kamatnu stopu, ali je u okviru programa nekonvencionalnih mjera monetarne politike počeo s primjenom smanjenog obujma otkupa obveznica (od travnja je program smanjen s ranijih 80 na 60 mlrd. EUR mjesečno). Pritom je predviđeno da će se neto kupnje vrijednosnih papira provoditi do kraja 2017., ali i duže ako ne dođe do postojane prilagodbe inflacijskih kretanja u skladu s ciljanom razinom stope inflacije.

Tečaj eura većinom je jačao prema važnijim svjetskim valutama u prvoj polovini 2017., iako se u prethodnoj projekciji očekivalo njegovo blago slabljenje. Tako je tečaj američkog dolara prema euru na kraju lipnja 2017. iznosio 1,14 EUR/USD, što je za 8,2% više u odnosu na kraj 2016. Tome je osim dobrih ekonomskih pokazatelja u europodručju i slabljenja političkih pritisaka nakon predsjedničkih izbora u Francuskoj, pridonio i izostanak najavljenih reformi novoga američkog predsjednika te neizvjesnost povezana s budućom ekonomskom politikom nove

administracije. Istodobno, porast političkih rizika u Ujedinjenoj Kraljevini te odluka Europske komisije o početku pregovora o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz EU-a pridonijeli su slabljenju tečaja funte sterlinga prema euru.

Uvjeti financiranja za europske zemlje s tržištima u nastajanju, uključujući i Hrvatsku, uglavnom su se poboljšavali tijekom prve polovine 2017. Primjetno je to i u kretanju indeksa EMBI, koji se u odnosu na kraj 2016. smanjio za oko 30 baznih bodova. Ipak, primjetna su i kratkotrajna izraženija kolebanja indeksa EMBI, što upućuje na to da je na financijskim tržištima i nadalje prisutna visoka neizvjesnost.

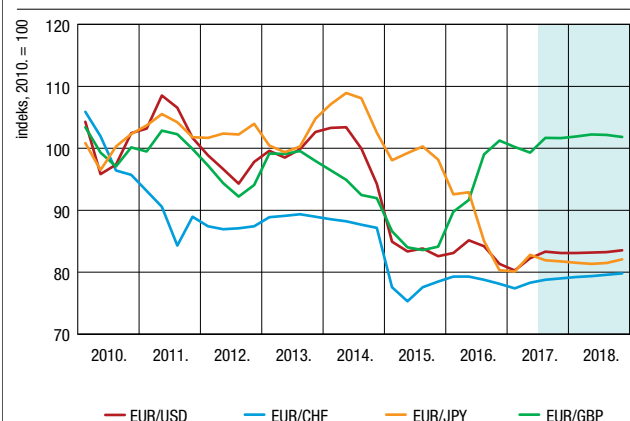
Projicirana kretanja

Projekcija se zasniva na pretpostavkama povoljnijih izgleda za rast svjetskoga gospodarstva u usporedbi s očekivanjima koja za rast prevladavala na kraju 2016., postupnog jačanja tečaja eura prema najvažnijim svjetskim valutama, nastavku podizanja referentne kamate stope u SAD-u te zadržavanju ključnih kamatnih stopa na trenutnim razinama u europodručju. Cijene sirove nafte te ostalih sirovina mogle bi u sljedećem razdoblju zabilježiti samo blagi rast.

Prema očekivanjima objavljenima u *Foreign Exchange Consensus Forecast* iz lipnja 2017. prosječan tečaj američkog dolara prema euru mogao bi u tekućoj godini iznositi 1,09 EUR/USD, što je neznatno niže u odnosu na 2016. godinu. U 2018. tečaj eura mogao bi blago ojačati. Tečaj švicarskog franka prema euru mogao bi u 2017. iznositi 1,08 EUR/CHF, što je također malo niže u odnosu na prethodnu godinu, a do kraja tekuće godine te u 2018. očekuje se blago jačanje eura.

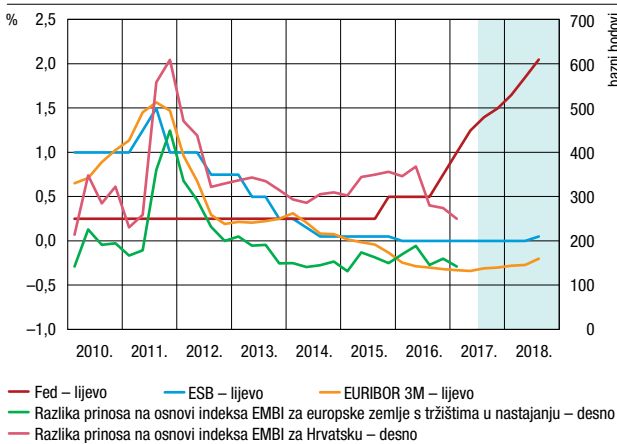
Kada je riječ o ključnim kamatnim stopama, projekcije Feda izložene na sastanku u lipnju 2017. uključuju dodatno podizanje referentne kamatne stope za 0,25 p. b. do kraja tekuće godine te još tri takva povećanja u 2018. Osim toga, najavljeno je i postupno smanjivanje bilance Feda smanjenim otkupom trezorskih zapisa. Ovakva dinamika stezanja monetarne politike u skladu je s ranijim predviđanjima, no ona će ipak ovisiti o intenzitetu gospodarske ekspanzije i uvjetima na tržištu rada, kao i o provedbi najavljenih stimulativnih mjera fiskalne politike. ESB je, pak, na svom posljednjem sastanku u lipnju 2017. najavio zadržavanje ključnih kamatnih stopa na trenutnim ili čak nižim razinama tijekom duljeg razdoblja. Program otkupa obveznica također će ostati u primjeni barem do kraja 2017. ili dok se god ne dosegne održiva razina inflacije u skladu s ciljevima ESB-a.

Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



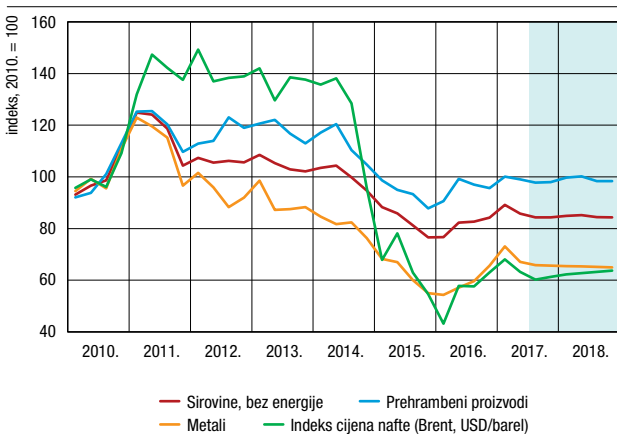
Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.
Izvori: Eurostat; *Foreign Exchange Consensus Forecasts* (lipanj 2017.)

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



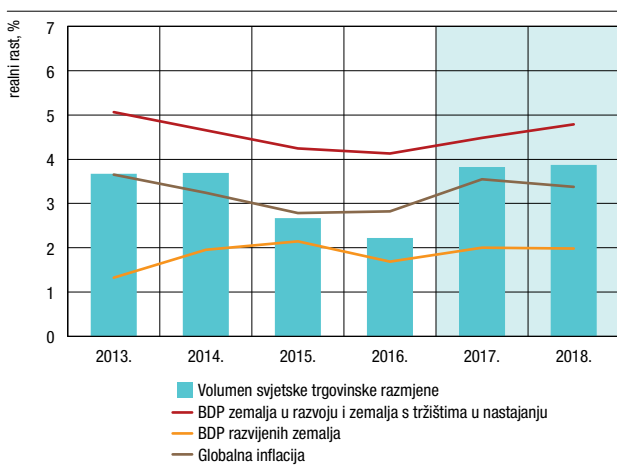
Izvor: Bloomberg (prognoza), 16. lipnja 2017.

Slika 2.4. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



Izvori: MMF (svibanj 2017.); cijene nafte: Bloomberg (*Brent crude oil futures*, 30. lipnja 2017.)

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



Izvor: MMF (WEO, travanj 2017.)

Kada je riječ o cjenovnim kretanjima, najnovija tržišna očekivanja upućuju na stagnaciju cijena sirove nafte do kraja tekuće godine te blagi rast u 2018. Iako su zemlje članice OPEC-a i Rusija produžile trajanje dogovora oko smanjivanja proizvodnje do ožujka 2018., rast ponude sirove nafte iz novih tehnologija u SAD-u mogao bi se nastaviti i u sljedećem razdoblju. Dodatni pritisak moglo bi vršiti i daljnje povećanje proizvodnje u Libiji i Kanadi. U skladu s navedenim, očekivana prosječna cijena sirove nafte tipa Brent u američkim dolarima u 2017. smanjena je na 50 USD, s 56 USD, koliko je iznosila u prošloj projekciji (prosinac 2016.). Cijene sirovina bez energije mogle bi u 2017. zabilježiti godišnju stopu rasta od 5,4%, što je za 4,4 postotna boda više nego u prethodnoj projekciji. To ponajprije zrcali ostvarenja kod cijena pojedinih sirovina tijekom prvog tromjesečja 2017., dok se u 2018. može očekivati blagi pad cijena ostalih sirovina.

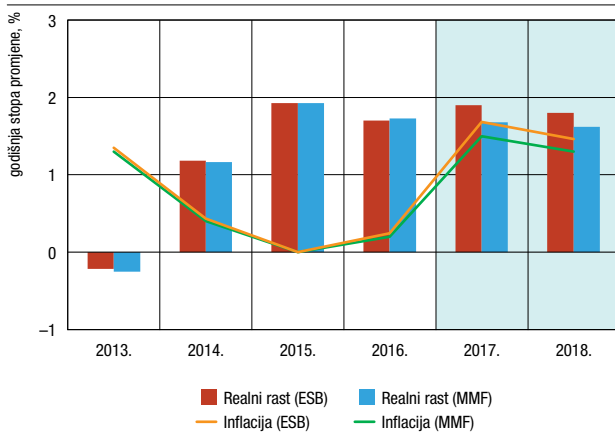
Svjetsko bi se gospodarstvo, prema projekcijama MMF-a (WEO, travanj 2017.), nakon najslabijeg rasta od globalne financijske krize zabilježenog u 2016. godini (3,2%), u 2017. moglo ubrzati na 3,5% odnosno 3,6% u 2018. Svjetska bi se trgovinska razmjena također trebala dodatno dinamizirati, kako se bude oporavljala agregatna potražnja. Glavni generatori globalnog rasta i nadalje će biti zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju, iako će nastavak restrukturiranja kineskoga gospodarstva i nadalje otežavati globalni oporavak. S druge strane, Rusija i Brazil nastaviti će se oporavljati od recesije, a i blagi rast cijena mogao bi donekle olakšati oporavak zemalja izvoznica sirovina.

Glede razvijenih zemalja, postupnom oživljavanju njihova gospodarskog rasta u 2017. i 2018. trebale bi pogodovati aktivne mjere ekonomske politike kao i oživljavanje globalne trgovinske razmjene. Tako se u europodručju u tekućoj i 2018. godini očekuje nastavak umjerenoga gospodarskog rasta (oko 1,7%). Pritom bi investicijska aktivnost u nekim zemljama europodručja još neko vrijeme mogla ostati prigušena. Uz vrlo umjeren rast, inflacija bi u europodručju također mogla ostati ispod ciljane razine ESB-a. Naime, nakon što je u veljači 2017. dosegla 2%, u sljedećim se mjesecima inflacija smanjivala, kako je iščezavao privremeni učinak porasta cijena energije i hrane s kraja prethodne godine. S obzirom na to da se ne očekuje znatniji daljnji rast cijena sirovina na svjetskom tržištu te da bi temeljna inflacija mogla ostati potisnuta zbog umjerene domaće potražnje, ukupna bi inflacija u europodručju mogla doseći najviše 1,5% u sljedećem razdoblju.

Gospodarski rast SAD-a, unatoč blagom slabljenju na početku tekuće godine, trebao bi se postupno ponovo dinamizirati i iznositi do 2,5% u 2017. i 2018. Tome bi najviše trebalo pridonijeti jačanje osobne potrošnje u uvjetima gotovo pune zaposlenosti i rasta raspoloživih dohodaka, a određeni pozitivan poticaj trebale bi dati i mjere ekspanzivne fiskalne politike, iako je njihova realizacija u prvotno najavljenom obujmu i nadalje neizvjesna. Povoljna su i očekivanja za Ujedinjenu Kraljevinu, iako se tek trebaju sagledati moguće negativne posljedice povećane političke nestabilnosti koja je uslijedila nakon parlamentarnih izbora održanih u lipnju, pokrenuvši, među ostalim, i novi val neizvjesnosti oko tijeka procesa izlaska ove zemlje iz EU-a.

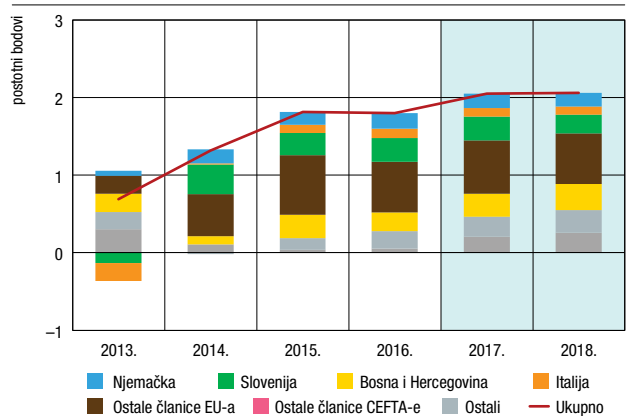
U skladu s očekivanim dinamiziranjem globalne trgovine, rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima također bi mogao blago ojačati u nadolazećem razdoblju (Slika 2.4.). Pritom se među važnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima najizrazitije jačanje potražnje očekuje kod novijih članica EU-a i u zemljama regije, posebno Bosni i Hercegovini. Ipak, i potražnja iz važnijih vanjskotrgovinskih partnera iz europodručja trebala bi ostati stabilna. Njemačko gospodarstvo trebalo bi zadržati povoljnu dinamiku rasta, zahvaljujući stabilnoj osobnoj potrošnji te oporavku investicija i izvoza. Predviđanja za

Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (WEO, travanj 2017.); ESB (lipanj 2017.)

Slika 2.7. Inozemna potražnja doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



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

Izvor: MMF (WEO, listopad 2016.)

slovensko gospodarstvo također su sve optimističnija, za razliku od Italije, čiji je gospodarski rast i nadalje znatno ispod prosjeka europodručja.

Bez obzira na pozitivna očekivanja, globalno je gospodarstvo i nadalje pretežno izloženo negativnim rizicima. Oni su dominantno povezani s neizvjesnošću oko globalnih politika, posebno rastućeg protekcionizma, koji bi mogao usporiti trgovinsku razmjenu. Znatna je rizik i moguće izražavanje pogoršanje globalnih

uvjeta financiranja, ako dođe do snažnijeg pooštavanja monetarne politike u SAD-u. Naime, snažan fiskalni stimulans nove američke administracije mogao bi u uvjetima pune zaposlenosti dovesti do porasta inflacije i zahtijevati bržu dinamiku podizanja referentnih kamatnih stopa. Preljevanje tih učinaka najviše bi osjetile zemlje s akumuliranim neravnotežama i velikim potrebama za financiranjem.

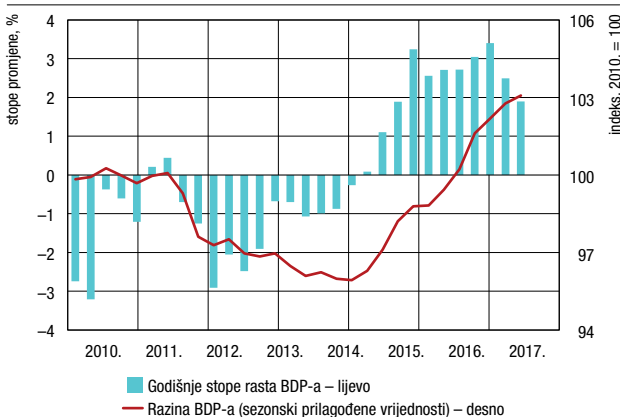
3. Agregatna ponuda i potražnja

Gospodarska se aktivnost u prvom tromjesečju 2017. nastavlja povećavati sličnom dinamikom kao u posljednjem tromjesečju 2016. Tako je realni BDP porastao za 0,6% u odnosu na prethodna tri mjeseca, pri čemu je nastavak povoljnih kretanja ponajprije posljedica povećanja robnog izvoza, no povećale su se i sve sastavnice domaće potražnje. Dostupni mjesečni

pokazatelji upućuju na to da se gospodarski rast nastavio i u drugome tromjesečju, iako malo slabijom dinamikom nego na početku godine.

Promatrano na godišnjoj razini, realni BDP u prvom tromjesečju 2017. porastao je za 2,5%, pri čemu su se snažan izvoz robe te nastavak povećavanja domaće potražnje odrazili na rast

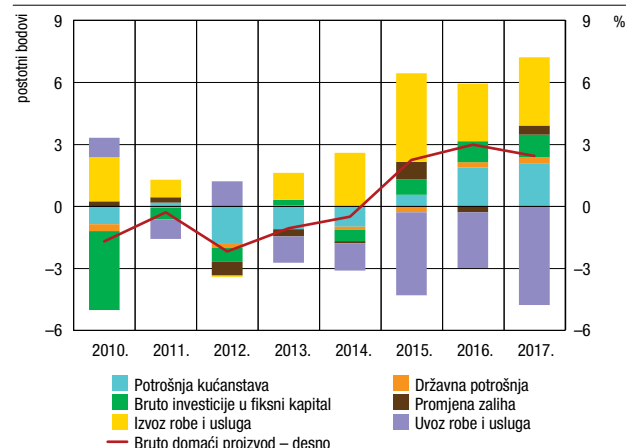
Slika 3.1. Bruto domaći proizvod realne vrijednosti



Napomena: Podatak za drugo tromjesečje 2017. odnosi se na mjesečni pokazatelj realne aktivnosti HNB-a, procijenjen na temelju podataka objavljenih do 30. lipnja 2017.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2. Promjena BDP-a doprinosi po komponentama



Napomena: Podaci za 2017. odnose se na prvo tromjesečje.

Izvor: DZS

uvoza, pa je doprinos neto inozemne potražnje kretanju gospodarske aktivnosti bio negativan. Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje kako je ostvaren godišnji rast bruto dodane vrijednosti od 2,2%, pri čemu je povećanje na godišnjoj razini zabilježeno kod svih djelatnosti osim u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu.

Agregatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga u prvom je tromjesečju 2017. nastavio snažno rasti, iako malo slabijim intenzitetom nego krajem prethodne godine. Usporavanje rasta na tromjesečnoj razini posljedica je smanjenja izvoza usluga te sporijeg rasta izvoza robe u odnosu na kraj 2016. Promatrano na godišnjoj razini, ukupan se izvoz nastavio intenzivirati te je u prvom tromjesečju ove godine porastao za 8,6%. Pritom je rast izvoza robe bio 14,9%, a izvoza usluga samo 1,0%, što se može povezati s pomičnim uskrnim blagdanima, koji su ove godine bili u travnju, a prethodne u ožujku.

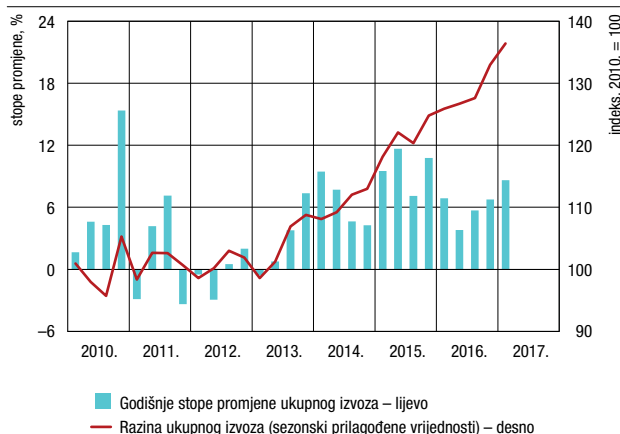
Osobna se potrošnja u prvom tromjesečju 2017. povećala za 1,1% u odnosu na prethodna tri mjeseca, pa njezin kontinuiran rast traje sada već više od dvije godine. Povoljna kretanja odraz

su nastavka rasta zaposlenosti i realnih neto plaća, a prošle godine započelo je i snažnije kreditiranje stanovništva. Osim toga, visoka razina optimizma potrošača povoljno je djelovala na sklonost potrošnji. Indeks pouzdanja potrošača dosegnuo je tako u veljači ove godine najvišu razinu otkad se mjere očekivanja kućanstava, ponajprije zbog povoljnijih očekivanja glede financijske situacije u kućanstvima u sljedećih godinu dana. Na godišnjoj se razini osobna potrošnja povećala za 3,5%, pa je nakon izvoza robe i usluga najsnažnije pridonijela rastu ukupne gospodarske aktivnosti.

U prvom se tromjesečju ove godine zadržao stabilan i relativno visok rast bruto investicija u fiksni kapital (2,1% u odnosu na prethodno tromjesečje), pa se i godišnja stopa rasta povećala i dosegla 5,4%. Takvim su kretanjima najviše pridonijela povoljna kretanja u privatnom sektoru, što potvrđuju i mjesečni pokazatelji o građevinskim radovima na zgradama te uvoz kapitalnih proizvoda. Istodobno, dostupni nominalni fiskalni podaci i podaci o radovima na ostalim građevinskim objektima upućuju na stagnaciju investicijske aktivnosti države.

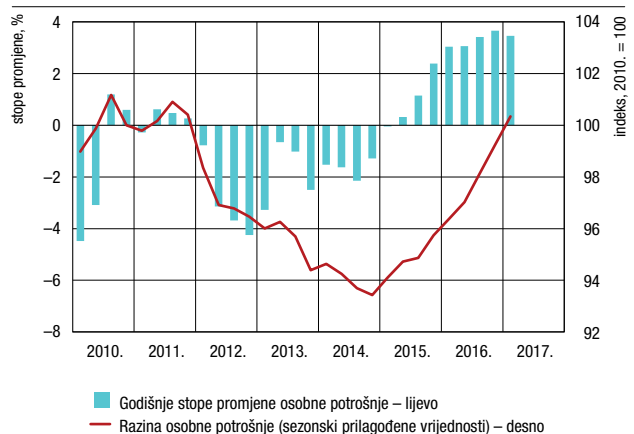
Državna potrošnja povećala se početkom 2017. za 0,5% u odnosu na prethodno tromjesečje, a na godišnjoj je razini

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



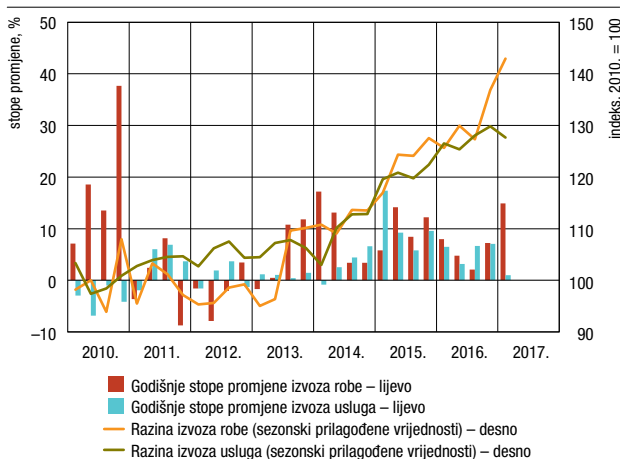
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



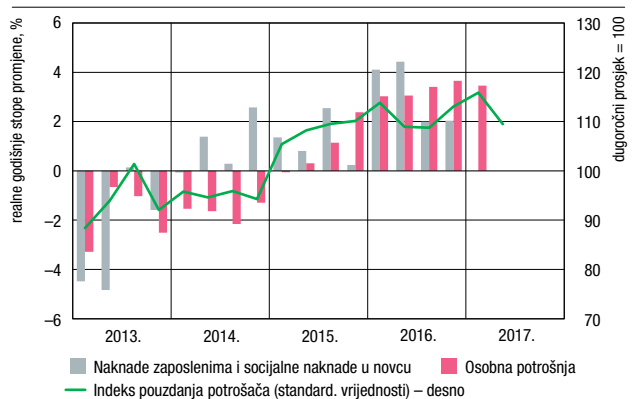
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

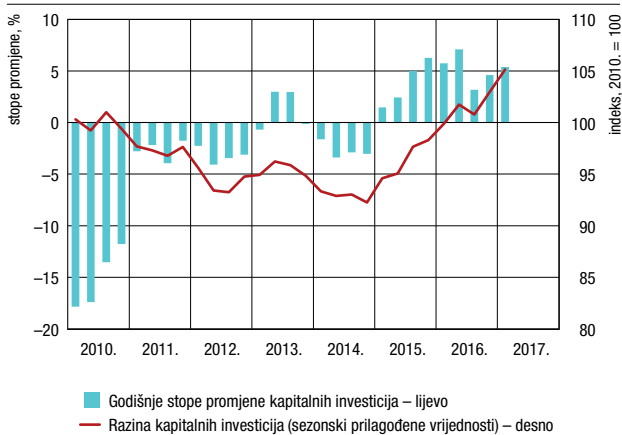
Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeksi



Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti Indeksa pouzdanja potrošača izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na lipanj 2017.

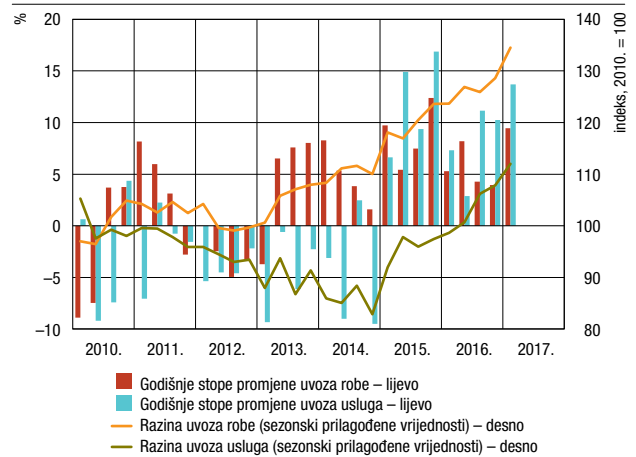
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti



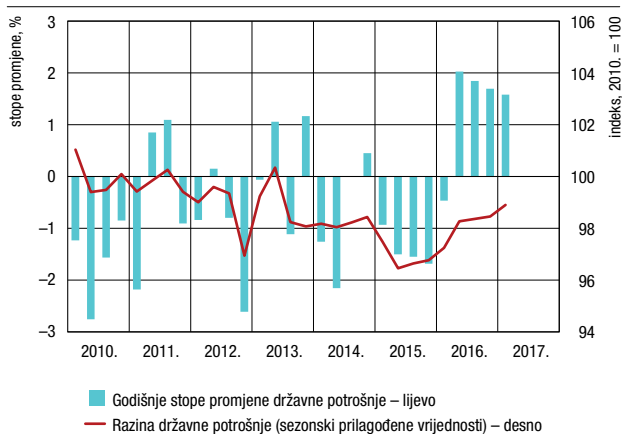
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



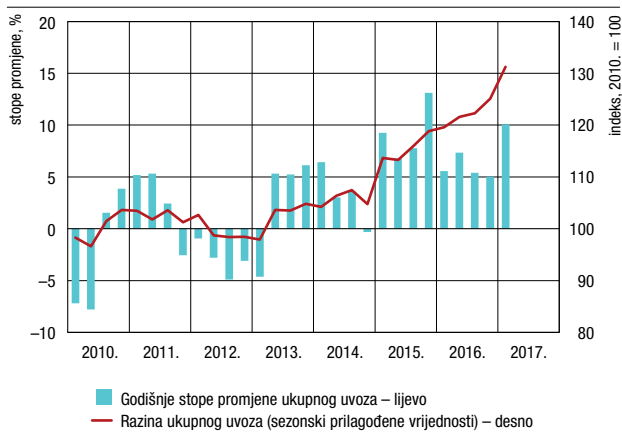
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

ostvaren rast od 1,6%. Pritom nominalni podaci o državnim ras-hodima upućuju na to da je godišnji rast povezan s povećanjem intermedijarne potrošnje.

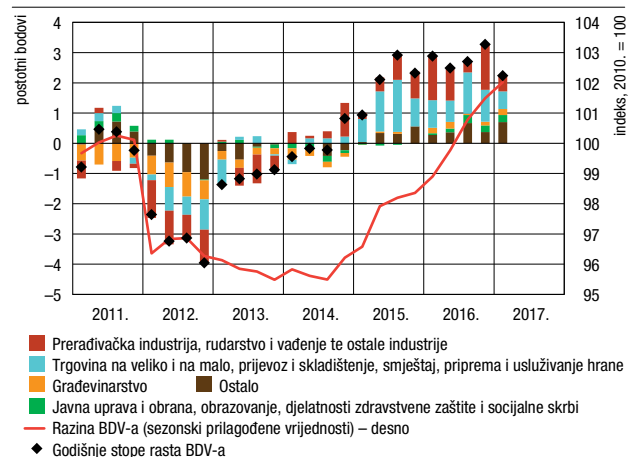
Snažan rast izvoza i domaće potražnje rezultirao je zamjetljivim intenziviranjem rasta uvoza robe i usluga na tromjesečnoj razini. Tako se stopa rasta ukupnog uvoza u prvom tromjesečju 2017. udvostručila u odnosu na rast zabilježen krajem 2016. (4,9% u odnosu na 2,3% iz posljednjeg tromjesečja 2016.), što je ponajprije posljedica rasta uvoza robe.

Pritom nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju kako je do rasta uvoza došlo u svim glavnim industrijskim grupacijama osim kod netrajnih proizvoda za široku potrošnju. Ukupan uvoz znatno je porastao i na godišnjoj razini, pri čemu se intenzivirao godišnji rast uvoza i robe i usluga.

Agregatna ponuda

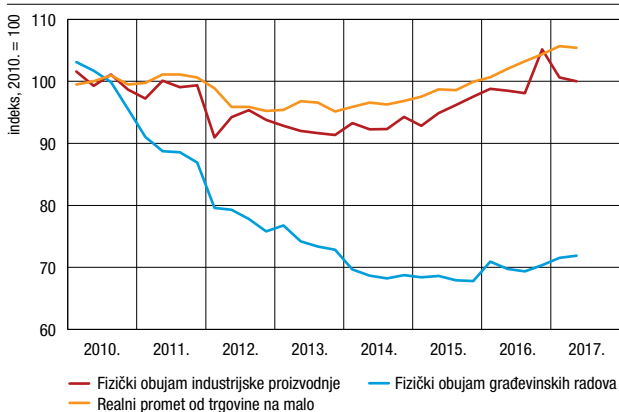
U prvom tromjesečju 2017. nastavio se trend rasta bruto do-dane vrijednosti, pri čemu je zabilježen rast od 0,5% u odnosu na prethodna tri mjeseca. Rast se blago usporio u usporedbi s krajem godine, što je najvećim dijelom rezultat smanjenja BDV-a u industriji. Promatra li se na godišnjoj razini, BDV je u prvom

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



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

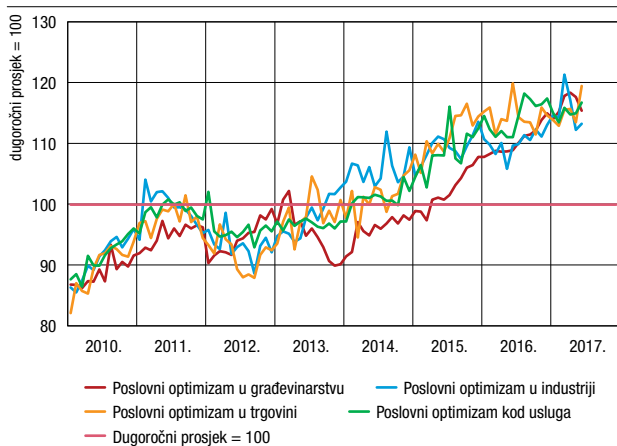
Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za prvo tromjesečje 2017. za građevinarstvo odnose se na travanj, a za industriju i trgovinu na travanj i svibanj.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti



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

tromjesečju ove godine porastao za 2,2%, čemu su najviše pridonijele djelatnosti iz područja trgovine na malo, prijevoza i skladištenja, što se može povezati s rastom potrošnje kućanstava.

Model brze procjene BDP-a na temelju visokofrekventnih podataka koji su dostupni za travanj i svibanj pokazuje da se rast realne gospodarske aktivnosti u drugom tromjesečju 2017. usporio u odnosu na početak godine. Kretanja su bila povoljna u svibnju, dok su u travnju financijski problemi Agrokora imali negativan učinak na tekuća kretanja. Industrijska proizvodnja u travnju i svibnju smanjila se za 0,6% u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca, što je znatno manje nego u prvom tromjesečju, kada je zabilježen pad od 4,3%. Nominalni podaci prema glavnim industrijskim grupacijama pokazuju da je smanjenje na tromjesečnoj razini posebno bilo izraženo kod proizvodnje energije, a smanjila se i proizvodnja intermedijarnih proizvoda. Realni je promet od trgovine na malo u travnju i svibnju stagnirao u odnosu na prvo tromjesečje. S druge strane, građevinska se aktivnost u travnju blago povećala u odnosu na prosjek prethodna tri mjeseca. Pritom je porastao fizički obujam građevinskih radova kod izgradnje zgrada, dok je kod ostalih građevina, koje ponajprije obuhvaćaju infrastrukturne objekte, zabilježena

stagnacija.

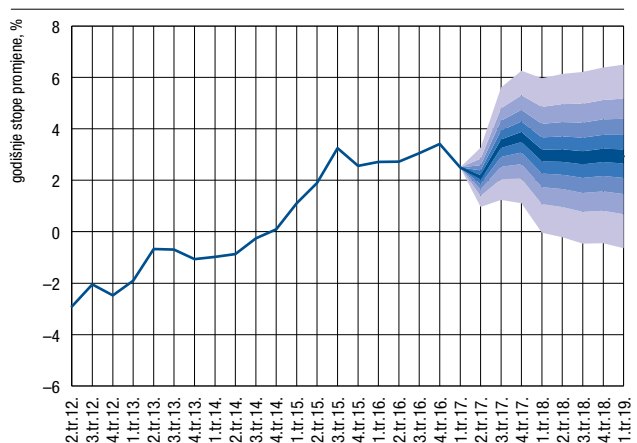
Optimizam potrošača blago se u svibnju i lipnju ove godine oporavio, nakon snažnog pada zabilježenog u travnju zbog lošijih očekivanja ekonomske i financijske situacije, što se može povezati s neizvjesnošću koja je nastala zbog financijskih problema u koncernu Agrokor. Kada je riječ o poslovnom optimizmu, u drugom su tromjesečju zabilježena nepovoljna kretanja u industriji, gdje se optimizam spustio na razinu ostvarenu krajem prošle godine. Poslovni optimizam u djelatnostima usluga zadržao se na sličnoj razini kao u prvom tromjesečju, dok su u trgovini zabilježena povoljna kretanja ponajprije zbog poslovne situacije u posljednja tri mjeseca, koju su ispitanici ocijenili boljom. Iako su se očekivanja u građevinarstvu u svibnju i lipnju pogoršala, optimizam se u ovoj djelatnosti i nadalje nalazi na relativno visokim razinama iz pretkriznog razdoblja.

Projicirana kretanja

Gospodarska bi se aktivnost u 2017. godini mogla nastaviti kretati sličnom dinamikom kao godinu ranije, pa bi se realni BDP mogao povećati za 3,0%, podržan visokim rastom izvoza robe i usluga, daljnjim jačanjem investicijske aktivnosti te nastavkom rasta osobne potrošnje. Gospodarski rast u 2018. mogao bi se blago usporiti zbog nižega očekivanog rasta izvoza robe i usluga, ali i malo niže očekivane stope rasta osobne potrošnje.

Rast ukupnog izvoza mogao bi se u 2017. intenzivirati i dosegnuti 6,6%. Pritom se očekuje malo brži realni rast izvoza robe u skladu s nastavkom oporavka glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske, dok se i u ovoj projekciji, zbog rekordnih ostvarenja u 2016., očekuje sporiji rast izvoza usluga, koje dominantno određuju pružene usluge u turizmu. Među sastavnicama domaće potražnje očekuje se intenziviranje kapitalnih ulaganja, koja bi u 2017. mogla ostvariti rast od 6,1%, zbog čega bi pozitivan doprinos bruto investicija u fiksni kapital gospodarskom rastu u tekućoj godini mogao biti veći nego tijekom 2016. Osobna bi se potrošnja u 2017. mogla nastaviti kretati sličnom dinamikom kao protekle godine, uglavnom podržana nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada te daljnjim rastom kredita stanovništvu. Naime, na razini cijele godine očekuje se daljnji rast broja zaposlenih te intenziviranje rasta realnih neto plaća zbog odluke Vlade RH o povećanju plaća javnim i državnim službenicima, povoljnih izmjena zakona o oporezivanju dohotka te blagog porasta plaća u privatnome sektoru. Tako bi se potrošnja kućanstava

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

u 2017. na osnovi spomenutih pretpostavki mogla povećati za 3,1% te, od svih sastavnica domaće potražnje, opet dati najveći pozitivan doprinos realnom rastu. Državna potrošnja u 2017. mogla bi porasti za 1,4% zbog očekivanog porasta intermedijarne potrošnje i socijalnih naknada u naturi. Naposljetku, očekuje se da će se nastavak rasta inozemne i domaće potražnje odraziti na jačanje rasta uvoza robe i usluga, pa bi doprinosi neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u 2017. mogao biti blago negativan (-0,2 postotna boda, a u 2016. iznosio je 0,1 postotni bod).

Gospodarska aktivnost bi se u 2018. mogla nastaviti povećavati, iako malo sporije nego godinu prije, pa očekivana stopa rasta realnog BDP-a iznosi 2,9%. Pritom je blago usporavanje gospodarske aktivnosti ponajprije odraz očekivanoga nižeg rasta ukupnog izvoza, i to djelomice zbog pretpostavke da bi se izvoz turističkih usluga u 2018. nakon nekoliko godina iznimno snažnog rasta mogao usporiti. Osim toga, iako se očekuje da će potrošnja kućanstava i nadalje znatno pridonositi gospodarskom rastu podržana nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada te

daljnjim oporavkom kreditiranja stanovništva, njezin bi rast ipak mogao biti malo niži nego godinu prije. Naime, u 2018. očekuje se iščezavanje učinaka poreznih izmjena i posljedično usporavanje rasta realnih neto plaća, ali i niža stopa rasta zaposlenosti. S druge strane, istodobno se očekuje intenziviranje investicijske aktivnosti, ponajprije zbog znatnoga rasta privatnih ulaganja, pa bi se sljedeće godine pozitivan doprinos investicija gospodarskom rastu mogao približiti doprinosu osobne potrošnje. Nastavak rasta ukupnog izvoza i domaće potražnje rezultirat će daljnjim rastom uvoza robe i usluga, pri čemu bi negativan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom rastu u 2018. mogao ostati blago negativan.

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici uravnoteženi. S obzirom na visoku razinu neizvjesnosti oko restrukturiranja, negativan učinak koncerna Agrokora na realnu aktivnost mogao bi biti izrazitiji od kvantifikacija ugrađenih u projekciju. S druge strane, pozitivni rizici proizlaze iz mogućnosti da bi rast izvoza turističkih usluga mogao biti povoljniji.

4. Tržište rada

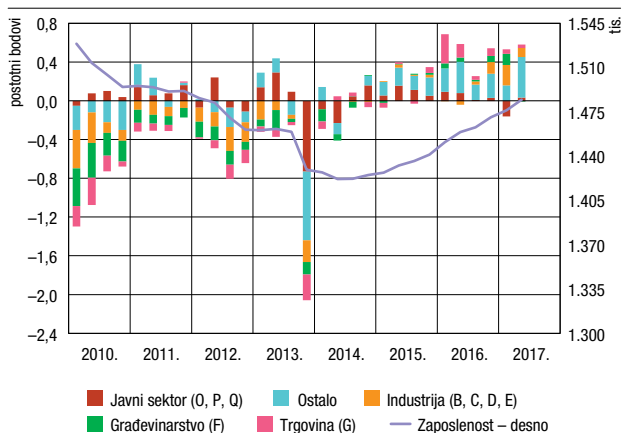
Zaposlenost i nezaposlenost

Nakon blagog usporavanja na početku 2017. godine, tijekom travnja i svibnja rast broja zaposlenih ponovo se intenzivirao. Promatran po djelatnostima, broj zaposlenih tijekom drugog tromjesečja povećao se ponajprije u uslužnim djelatnostima privatnog sektora povezanim s turizmom (djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i trgovina), dok je njihov rast u industriji bio slabije izražen (Slika 4.1.). Povećanju zaposlenosti, osim gospodarskog oporavka, pridonijele su mjere države usmjerene na smanjenje troškova rada. To se poglavito odnosi na zapošljavanje mladih osoba na neodređeno vrijeme, pri čemu su poslodavci oslobođeni plaćanja doprinosa na plaću u trajanju od pet godina.

Osim povećanja zaposlenosti, početak 2017. godine obilježio je i nastavak smanjivanja broja administrativno nezaposlenih osoba, koje se postupno ubrzavalo u prvih pet mjeseci. Tako je nezaposlenost u svibnju 2017. dosegla svoju najnižu razinu od 1997. godine (oko 190 tisuća prema sezonaliziranim podacima). Na smanjenje nezaposlenosti u drugom tromjesečju 2017. godine podjednako su utjecali odljevi iz evidencije zbog ostalih razloga (ponajprije brisanje zbog nepridržavanja zakonskih odredbi te odjave s evidencije) kao i novo zapošljavanje (Slika 4.2.). Znan dio brisanih iz evidencije nezaposlenih osoba vjerojatno je djelomice povezan sa snažnijom emigracijom radno sposobnog stanovništva od ulaska Hrvatske u Europsku uniju.¹

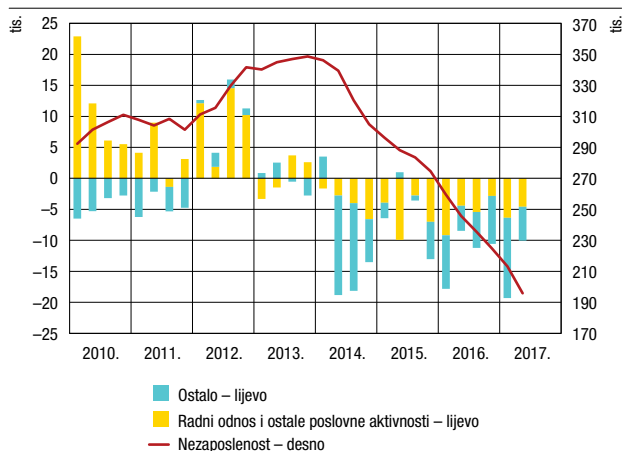
Zbog smanjenja broja nezaposlenih osoba administrativna

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



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2017. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

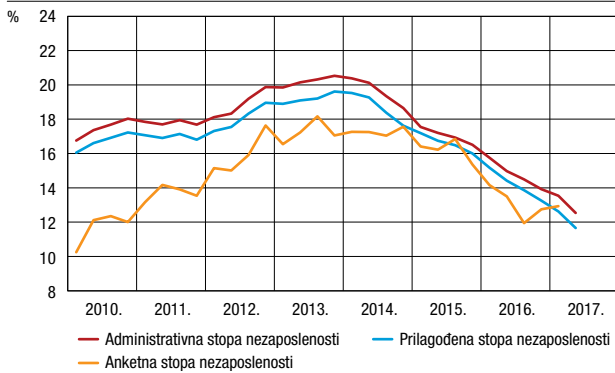
Slika 4.2. Ukupna nezaposlenost i neto priljevi u nezaposlenost
sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2017. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

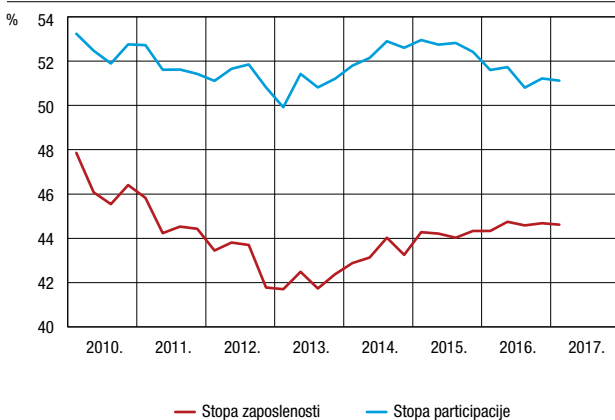
¹ Službeni podaci DZS-a pokazuju da je u 2015. godini bilo ukupno oko 18 tisuća neto iseljenika, što je gotovo dvostruko više nego u 2014. godini. Službena statistika RH vrlo vjerojatno podcjenjuje stvaran broj odseljenih. Naime, prema službenim podacima statističkog ureda u Njemačkoj je u 2015. godini u odnosu na 2014. neto doseljeno oko 35 tisuća osoba s hrvatskim državljanstvom.

Slika 4.3. Stope nezaposlenosti
sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Prilagođena stopa nezaposlenosti procjena je HNB-a i računa se kao udio broja administrativno nezaposlenih u aktivnom stanovništvu procijenjenom kao zbroj nezaposlenih osoba i osiguranika HZMO-a. Od siječnja 2015. u izračunu administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD. Podaci za drugo tromjesečje 2017. odnose se na travanj i svibanj. Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

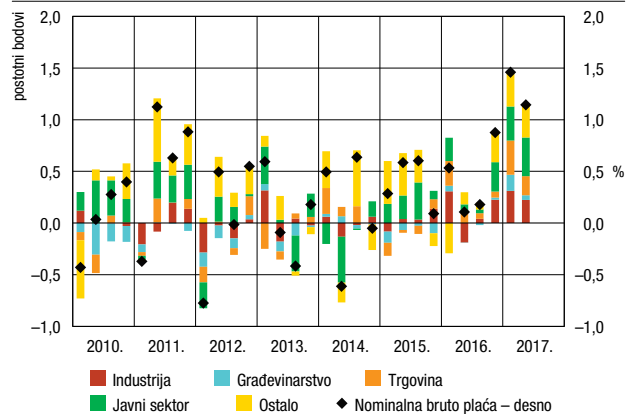
se stopa nezaposlenosti u prvom tromjesečju 2017. spustila na 13,5% (s 13,9% u četvrtom tromjesečju 2016.) te dodatno na 12,2% u svibnju² (prema desezoniranim podacima) (Slika 4.4.). S druge strane, prema posljednjim dostupnim podacima za prvo tromjesečje 2017. anketna stopa nezaposlenosti blago se povećala na 12,9%, s 12,7% u četvrtom tromjesečju 2016. godine, zbog rasta broja nezaposlenih osoba (Slika 4.3.).

Osim nezaposlenosti i kretanje broja zaposlenih osoba prema anketi bilo je nepovoljnije u odnosu na administrativne pokazatelje. U prvom tromjesečju 2017. zaposlenost se neznatno smanjila, a stopa zaposlenosti i stopa participacije ostale su gotovo nepromijenjene (Slika 4.4.).

Plaće i jedinični trošak rada

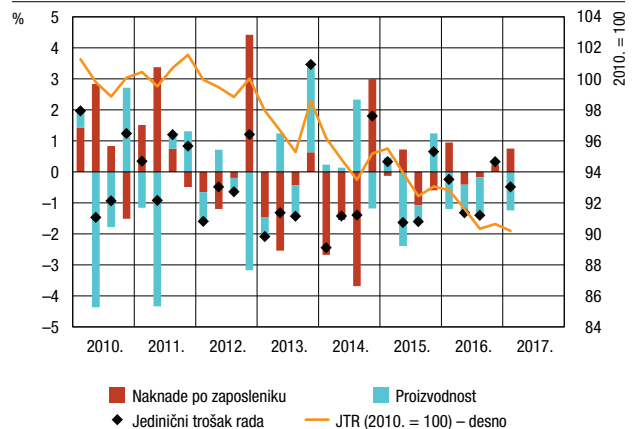
Nakon zamjetljivog rasta prosječne bruto plaće na početku 2017. godine, u travnju i svibnju intenzitet rasta ponešto se usporio zbog slabljenja rasta plaća u svim djelatnostima privatnoga

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



Napomena: Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene iz obrasca RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD. Podaci za drugo tromjesečje 2017. odnose se na travanj i svibanj. Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Napomena: Rast proizvodnosti ima negativan predznak.

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

i javnog sektora (Slika 4.5.). Pritom je u drugom tromjesečju 2017. povećanje realnih pratilo kretanje nominalnih plaća s obzirom na to da u navedenom razdoblju nije došlo do promjene potrošačkih cijena.

Na početku 2017. godine nastavio se trend smanjivanja nominalnoga jediničnog troška rada, s obzirom na to da je prema podacima iz nacionalnih računa povećanje naknade po zaposleniku i nadalje bilo manje od rasta proizvodnosti rada (Slika 4.6.).

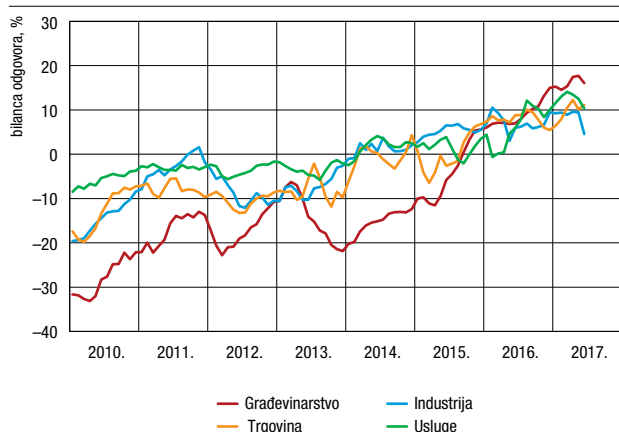
Projicirana kretanja

Kretanje broja zaposlenih u prvih pet mjeseci 2017. kao i očekivani rast BDP-a u nastavku godine upućuju na to da bi na razini cijele godine zaposlenost mogla porasti za oko 1,7%. Pritom se pretpostavlja da će broj zaposlenih rasti ponajprije u privatnom sektoru, dok bi u javnom sektoru mogao ostati nepromijenjen. Nastavak povoljnih kretanja zaposlenosti tijekom

² Kada bi se u izračunu administrativne stope nezaposlenosti, umjesto podataka iz obrasca JOPPD, koje prikuplja i obrađuje DZS, rabili podaci o broju osiguranika HZMO-a, stopa nezaposlenosti u svibnju 2017. iznosila bi 11,3%.

Slika 4.7. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)

sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

ljetnih mjeseci potvrđuju podaci iz Ankete o poslovnim očekivanjima (Slika 4.7.). U 2017. godini očekuje se i nastavak smanjivanja broja nezaposlenih. Tako bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla spustiti na 11,6% u 2017. pod pretpostavkom da će smanjenje broja nezaposlenih i nadalje biti izraženije od rasta zaposlenih.

Kada je riječ o trošku rada, očekuje se ubrzanje rasta bruto plaće u 2017. godini, koje će u nešto većoj mjeri biti rezultat kretanja u javnom sektoru zbog odluke Vlade RH o povećanju osnovice plaće javnim i državnim službenicima za 6% tijekom 2017. godine. No, i u privatnom sektoru očekuje se ubrzanje

Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2017. i 2018. godinu

godišnje stope promjene

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Broj zaposlenih	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,7	1,4
Stopa nezaposlenosti (anketna)	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,6	10,5
Prosječna nominalna bruto plaća	1,0	0,8	0,2	1,3	1,9	2,9	2,9
Jedinični trošak rada	-1,2	-2,2	-2,3	-1,3	-2,8	1,6	1,4
Proizvodnost	1,5	1,6	-3,1	1,0	2,7	1,3	1,5

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

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

rasta plaće zbog nastavka rasta proizvodnosti rada, kao i sve većega problema manjka radne snage u pojedinim sektorima. U 2017. godini rast neto plaće bit će nešto veći zbog zakonskih izmjena poreza na dohodak koje su na snazi od početka godine.

U 2018. godišnja stopa rasta ukupne zaposlenosti mogla bi se usporiti na 1,4% i pod mogućim utjecajem najavljenog restrukturiranja poduzeća u sastavu koncerna Agrokor na kretanja na tržištu rada. S druge strane, očekuje se nastavak smanjivanja anketne stope nezaposlenosti u 2018. godini, dok bi prosječna nominalna bruto plaća mogla nastaviti rasti sličnim intenzitetom kao i u 2017.

Okvir 1. Prilagodba plaća u Hrvatskoj i zemljama Europske unije: rezultati ankete poduzeća

Rigidnost nominalnih plaća naniže prisutna je kada poduzeća u slučajevima nepovoljnih gospodarskih šokova većinom ne prilagođavaju plaće naniže već radije pribjegavaju zamrzavanju plaća i/ili smanjenju zaposlenosti. Na razini Europske unije od 2010. do 2013. postojala je značajna rigidnost plaća naniže, dok je u Hrvatskoj ona bila nešto manje izražena budući da se pokazalo da je manji udio poduzeća zamrznuo osnovne plaće, a veći ih je dio poduzeća snizio u usporedbi s EU-om. To uglavnom može biti reakcija poduzeća na duboku i dugotrajnu recesiju u Hrvatskoj. Djelomice to može biti i posljedica različitoga institucionalnog okruženja – pokrivenost zaposlenih kolektivnim ugovorima niža je u usporedbi s prosjekom EU-a te u Hrvatskoj dominiraju kolektivni ugovori potpisani na razini poduzeća.

Posljednje anketiranje poduzeća o značajkama tržišta rada i formiranja plaća u sklopu Istraživačke mreže za dinamiku plaća Europskog sustava središnjih banaka (engl. *Wage Dynamics Network*, WDN) provedeno je krajem 2014. te tijekom prve polovine 2015. u 25 zemalja Europske unije.³ Anketa pruža uvid u to koji su šokovi (primjerice smanjenje potražnje, pristupa vanjskom financiranju, platežne sposobnosti kupaca i sl.) imali

najveći utjecaj na aktivnost poduzeća, u načine prilagodbe zaposlenosti i plaća spomenutim šokovima, u rasprostranjenost i centralizaciju kolektivnih ugovora te daje ocjenu poduzeća o učinkovitosti provedenih reformi na tržištu rada. Od 2010. do 2013. (na koje je bila fokusirana najnovija, treća po redu provedena anketa – WDN3) gospodarska su kretanja u zemljama Europske unije bila divergentna. U skladu s tim, za potrebe usporedne analize rezultata⁴, formirane su tri grupe zemalja s obzirom na kretanje BDP-a i nezaposlenosti. U prvu grupu ulaze zemlje u kojima se od 2010. do 2013. smanjila stopa nezaposlenosti i povećao BDP, u drugu grupu zemlje u kojima se u spomenutom razdoblju povećala stopa nezaposlenosti, ali je porastao BDP, dok u treću grupu ulaze zemlje u kojima se povećala stopa nezaposlenosti i smanjio BDP.

Anketama se, između ostalog, nastojalo ispitati u kojoj je mjeri u gospodarstvu prisutna rigidnost nominalnih plaća naniže (engl. *downward nominal wage rigidity*, DNWR), odnosno u kojoj se mjeri poduzeća u nepovoljnim okolnostima koriste različitim mjerama snižavanja troškova poslovanja – pribjegavaju li smanjenju plaća, zamrzavanju plaća i/ili smanjenju broja zaposlenih.⁵ Kao

3 Prethodne dvije WDN ankete bile su provedene krajem 2007. / početkom 2008. i sredinom 2009. te su bile fokusirane na razdoblje gospodarskog rasta od 2002. do 2006., odnosno na vrijeme neposredno nakon izbijanja financijske krize, kada je u većini zemalja EU-a zabilježen pad BDP-a i povećanje nezaposlenosti. Ankete se označuju kronološki kao WDN1, WDN2 i WDN3.

4 Prema Izquierdo, M. et al. (2017.), *Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey*, ECB Occasional paper No 192, lipanj

Tablica 1. Zamrzavanje i smanjivanje plaća u uvjetima različitih šokova

postotak poduzeća koja su smanjila/zamrznula osnovne plaće barem jednom u razdoblju od 2010. do 2013.

	Udio poduzeća koja su zamrznula plaće, %	Udio poduzeća koja su smanjila plaće, %	Udio poduzeća koja su bila suočena s padom potražnje i koja su smanjila plaće, %	Udio poduzeća koja su bila suočena s padom potražnje i financijskim ograničenjima i koja su smanjila plaće, %	Udio poduzeća koja su bila suočena sa snažnim padom potražnje i financijskim ograničenjima i koja su smanjila plaće, %
Ukupno, 1. grupa	30,5	4,8	5,7	10,0	18,6
Češka	26,6	6,8	10,6	17,7	17,0
Njemačka	14,1	3,5	4,3	7,6	0,0
Estonija	11,6	12,4	23,5	11,0	31,1
Mađarska	6,8	1,2	2,5	3,7	11,9
Irska	65,4	23,1	28,7	31,0	33,3
Litva	35,4	10,0	14,6	21,2	30,5
Letonija	29,9	16,3	24,4	47,5	76,6
Slovačka	36,8	9,8	16,8	35,4	66,4
Ujedinjena Kraljevina	53,3	5,1	2,3	6,4	17,0
Ukupno, 2. grupa	19,1	2,3	3,0	4,2	3,3
Austrija	6,9	3,0	2,2	2,6	0,0
Belgija	19,0	1,4	0,8	2,1	0,0
Bugarska	18,5	5,0	11,9	21,8	14,4
Francuska	22,7	1,2	2,0	1,9	0,6
Luksemburg	19,9	0,8	1,6	5,5	7,3
Nizozemska	29,8	1,9	2,7	3,5	3,2
Poljska	10,7	2,9	3,2	4,2	3,7
Rumunjska	19,0	6,7	13,6	17,6	22,1
Ukupno, 3. grupa	22,4	8,0	10,2	13,4	21,7
Cipar	78,8	37,5	45,0	44,3	40,1
Španjolska	21,6	7,5	10,6	10,5	14,6
Grčka	63,3	54,6	61,8	70,9	79,8
Hrvatska	17,6	25,7	37,5	50,7	70,0
Italija	16,3	2,3	2,6	4,6	11,4
Portugal	42,3	6,7	9,2	14,9	16,0
Slovenija	8,4	13,0	17,0	23,9	25,6
Ukupno (EU-24)	25,4	4,5	5,8	9,2	13,4

Napomena: Prikazani rezultati ponderirani su uporabom pondera koji odražavaju ukupnu zaposlenost u populaciji poduzeća. Rezultati ne uključuju Maltu.

Izvor: Izquierdo et al. (2017.)

indikator rigidnosti nominalnih plaća naniže uzima se udio poduzeća koja su u određenom razdoblju smanjila osnovne plaće te udio poduzeća koja su ih zamrznula. Kod učestalosti smanjenja plaća vidljiva je značajna heterogenost među zemljama Europske unije. Tako rezultati WDN3 ankete (Tablica 1.) upućuju na to da je u Hrvatskoj udio poduzeća koja su smanjila osnovne plaće barem jednom u razdoblju od 2010. do 2013. iznosio 25,7%, što je znatno više u usporedbi s prosjekom zemalja Europske unije (4,5%). Udio poduzeća koja su snizila plaće velik je i u Irskoj (23,1%), a osobito u zemljama koje su u promatranom razdoblju zabilježile značajan pad gospodarske aktivnosti (kao što su Grčka i Cipar, gdje je taj udio dosegao 54,6% odnosno 37,5%). S druge strane, u jedanaest zemalja (ponajviše iz prve i druge grupe) udio poduzeća koja su snizila plaće kreće se ispod/oko 5%.

Promatraju li se samo ona poduzeća koja su bila suočena sa

snažnim padom potražnje i značajnim financijskim ograničenjima, tada je udio poduzeća koja su od 2010. do 2013. barem jednom smanjila osnovne plaće veći te iznosi 13,4% u EU-u, dok u Hrvatskoj doseže čak 70%. Vrlo velik udio poduzeća koja su u spomenutim uvjetima smanjila plaće obilježje je Grčke (79,8%) i Cipra (40,1%) iz treće te Letonije (76,6%) i Slovačke (66,4%) iz prve grupe zemalja.

Uzme li se u obzir da udio poduzeća u EU-u koja su zamrznula osnovne plaće barem jednom u razdoblju od 2010. do 2013. iznosi 25,4%, te da je udio onih koja su plaće snizila samo 4,5%, može se zaključiti da na razini Europske unije postoji značajna rigidnost plaća naniže, dok je u Hrvatskoj ona u spomenutom razdoblju bila relativno manje izražena (17,6% poduzeća zamrznulo je osnovne plaće, a 25,7% ih je smanjilo). To uvelike može biti reakcija poduzeća na duboku i dugotrajnu recesiju u Hrvatskoj.

5 Rezultati istraživanja o utjecaju rigidnosti nominalnih plaća naniže na zaposlenost nisu jednoznačni. Za istraživanja koja upućuju na smanjenje zaposlenosti pogledati primjerice: Barwell, R. D. i Schweitzer, M. E. (2007.), *The Incidence of Nominal and Real Wage Rigidities in Great Britain: 1978-98*, Economic Journal, Vol. 117; Bauer, T. K., Bonin, H. et al. (2007.), *Real and nominal wage rigidity and rate of inflation: evidence from West German micro-data*, Economic Journal, Vol. 117; Devicienti, F. et al. (2007.), *Downward wage rigidity in Italy: micro-based measures and implications*, Economic Journal, Vol. 117; Fehr, E. i Goette, L. (2005.), *Robustness and Real Consequences of Nominal Wage Rigidity*, Journal of Monetary Economics 52(4). S druge strane, u više istraživanja nije pronađena veza između DNWR-a i povećanja nezaposlenosti.

Tablica 2. Pokrivenost kolektivnim ugovorima u 2013.

	Udio poduzeća koja su primjenjivala kolektivne ugovore, u %			Udio zaposlenika pokrivenih kolektivnim ugovorima, u %
	ugovorene na razini poduzeća	ugovorene na višoj razini	ugovorene na jednoj od razina	
Ukupno, 1. grupa	18,3	29,2	44,0	35,3
Češka	30,6	10,0	39,0	33,2
Njemačka	16,1	47,2	56,9	48,3
Estonija	10,1	2,0	11,3	8,2
Mađarska	20,2	6,7	23,2	20,3
Irska	11,4	9,8	19,9	9,2
Letonija	16,7	2,3	18,9	18,3
Litva	17,4	1,9	18,2	16,0
Malta	31,0	0,5	31,0	23,8
Slovačka	35,1	14,8	38,4	35,7
Ujedinjena Kraljevina	17,4	7,2	32,7	21,3
Ukupno, 2. grupa	33,1	56,6	72,5	76,0
Austrija	27,4	88,0	98,8	80,4
Belgija	30,8	63,0	72,0	94,4
Bugarska	21,8	7,0	24,3	17,8
Francuska	28,9	82,9	88,8	94,4
Luksemburg	25,1	33,4	54,9	54,0
Nizozemska	51,1	54,6	79,7	90,0
Poljska	17,9	1,0	20,9	20,9
Rumunjska	69,4	7,7	73,0	71,6
Ukupno, 3. grupa	39,3	78,9	91,1	90,8
Cipar	31,7	41,7	56,4	39,6
Španjolska	31,0	77,3	95,2	96,3
Grčka	26,2	42,8	60,1	71,4
Hrvatska	35,4	23,3	45,2	47,1
Italija	60,4	89,0	99,5	99,0
Portugal	13,0	62,2	66,3	62,5
Slovenija	57,9	75,9	86,9	79,4
Ukupno (EU25)	26,8	50,0	63,7	60,7

Napomena: Prikazani rezultati ponderirani su koristeći ponderu koji odražavaju ukupnu zaposlenost u populaciji poduzeća.

Izvor: Izquierdo et al. (2017.)

Tako odgovori poduzeća u anketi, između ostalog, upućuju na to da su određeni šokovi bili intenzivniji i dugotrajniji u Hrvatskoj (osobito šok nelikvidnosti zbog smanjenja platežne sposobnosti kupaca te šok smanjenja potražnje).

Među uzrocima koji objašnjavaju rigidnost nominalnih plaća naniže u literaturi se posebno ističe zabrinutost poslodavaca zbog mogućnosti da smanjenje plaća potakne odlazak najproduktivnijih radnika i/ili prouzroči pad motivacije zaposlenika koji može dovesti do smanjenja proizvodnosti rada u poduzeću.⁶ Nadalje, sposobnost poduzeća da se negativnim šokovima prilagode smanjenjem plaća uglavnom ovisi i o institucionalnom okružju, pogotovo o rasprostranjenosti i centralizaciji kolektivnih ugovora.⁷ Empirijsko istraživanje na temelju podataka iz WDN3 ankete pokazalo je da, što je veća pokrivenost zaposlenika kolektivnim ugovorima u poduzeću, to je manja vjerojatnost sniženja plaća.⁸ To kao posljedicu može imati povećanu nefleksibilnost plaća u zemljama s većom rasprostranjenošću kolektivnih ugovora.

Udio zaposlenika pokrivenih kolektivnim ugovorima ključan je pokazatelj raširenosti kolektivnog pregovaranja. Rezultati ankete poduzeća pokazuju da su u Hrvatskoj u 2013. kolektivnim ugovorima bile regulirane plaće za oko 47,1% zaposlenih (Tablica 2.), što je niži udio u usporedbi s prosjekom EU-a (60,7%), a osobito u odnosu na ponderirani prosjek treće grupe zemalja, koji premašuje 90%. S druge strane, udio zaposlenika pokrivenih kolektivnim ugovorima najniži je u zemljama prve grupe, osobito u baltičkim zemljama, Irskoj i Mađarskoj (između 8% i 20%).

Nadalje, pokazalo se da je u Hrvatskoj izrazitija decentralizacija kolektivnog pregovaranja, odnosno da dominiraju kolektivni ugovori potpisani na razini poduzeća (35,4% u usporedbi s prosjekom EU-a od 26,8%). Ti ugovori u pravilu se smatraju fleksibilnijima u usporedbi s onima potpisanim na višoj razini jer u većoj mjeri omogućavaju poduzećima da se prilagode specifičnim šokovima koji ih pogađaju. Ugovori potpisani na višoj razini u Hrvatskoj su manje zastupljeni (23,3%), dok je anketa poduzeća pokazala da je u drugoj i trećoj grupi zemalja njihova zastupljenost velika te iznosi prosječno 56,6% odnosno 78,9%, što upućuje na znatnu centraliziranost kolektivnog pregovaranja. U nekim su zemljama Europske unije tijekom krize provedene reforme kojima se poduzećima omogućilo da se pregovori o plaćama prije svega provode na razini poduzeća, kako bi se u što većoj mjeri uzele u obzir specifične prilike u kojima određeno poduzeće djeluje.⁹

5. Inflacija

Inflacija potrošačkih cijena nastavila je rasti u prvih pet mjeseci 2017. To je u velikoj mjeri bilo posljedica prelijevanja pokušaja sirovina na svjetskom tržištu krajem prethodne i početkom tekuće godine na domaće cijene. Nakon veljače inflatorni

pritisci iz vanjskog okružja počeli su slabjeti, poglavito zbog pada cijena nafte na svjetskom tržištu (slikovit prikaz inflatornih pritisaka dan je u Okviru 2. Toplinska karta inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj). Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena

6 Teorije koje se temelje na utjecaju razine plaća na učinkovitost (engl. *efficiency wage theories*). Više o tome vidi primjerice u Du Caju, P. et al. (2015.), *Why firms avoid cutting wages: survey evidence from European firms*, ILR Review, Vol. 68, Issue 4.

7 Vidi između ostalog Anderton, R. i Bonthuis, B. (2015.), *Downward Wage Rigidities in the Euro Area*, GEP Research Paper Series, No 2015/09, University of Nottingham, July.

8 Marotzke, P. et al. (2016.), *Wage adjustment and employment in Europe*, GEP Research Paper Series, No 2016/19, University of Nottingham

9 Vidi okvir *Wage adjustment and employment in Europe: some results from the Wage Dynamics Network Survey*, Economic Bulletin, Issue 1, ECB, 2017.

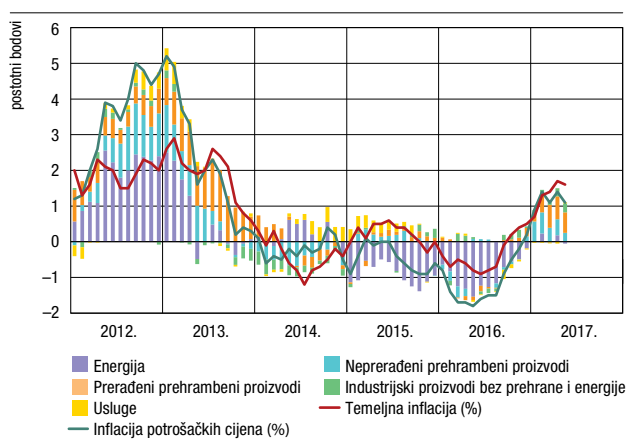
povećala se s 0,2% u prosincu 2016. na 1,1% u svibnju ove godine, i to pretežno zbog rasta cijena hrane. Ubrzala se i temeljna inflacija, s 0,5% u prosincu na 1,6% u svibnju. Proizvođačke cijene industrije (bez energije) također su porasle, a njihova se godišnja stopa promjene povećala s -0,9% u prosincu na 0,6% u svibnju. Najviše su poskupjeli intermedijarni proizvodi i netrajni proizvodi za široku potrošnju (primjerice prehrambeni proizvodi i odjeća), što upućuje na jačanje inflatornih pritisaka koji dolaze iz proizvodnog procesa.

Pokazatelj tekućega kretanja ukupne inflacije osjetno se smanjio u prvoj polovini 2017., nakon što je znatno porastao u drugom polugodištu 2016. (Slika 5.2.). To je poglavito bilo odraz pada cijena sirove nafte na svjetskom tržištu nakon veljače. Istodobno je zabilježen pad pokazatelja tekućega kretanja temeljne inflacije, premda zamjetljivo slabijeg intenziteta. Nadalje, kretanje indeksa rasprostranjenosti inflacije u prvih pet mjeseci 2017. pokazuje da se blago smanjio broj proizvoda iz košarice

za izračun harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena čije cijene rastu, ali je još uvijek viši nego u većem dijelu 2016.

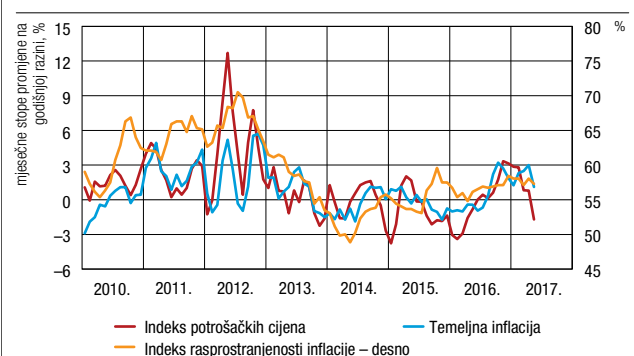
Ubrzanju godišnje stope inflacije tijekom prvih pet mjeseci 2017. pridonijele su sve glavne sastavnice indeksa potrošačkih cijena (Slika 5.1.). Najviše se pritom povećao doprinos cijena prerađenih prehrambenih proizvoda, s 0,2 postotna boda u prosincu na 0,6 postotnih bodova u svibnju. Tome su najviše pridonijele cijene mlijeka, koje su u porastu od sredine 2016. Time je gotovo u cijelosti poništen pad tih cijena koji je gotovo neprekidno trajao od ulaska Hrvatske u Europsku uniju, a bio je osobito izražen nakon ukidanja kvota na proizvodnju mlijeka u EU-u u travnju 2015. Rastu cijena mlijeka možda je pridonio i pad proizvodnje mlijeka.¹⁰ Povećao se i doprinos cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda, s 0,2 postotna boda u prosincu na 0,3 postotna boda u svibnju. Glavni razlog tome bio je rast cijena mesa, koji neprekidno traje od travnja 2015. To je vjerojatno posljedica povećane potražnje uz nedostatnu ponudu

Slika 5.1. Godišnja stopa inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Napomena: Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju.
Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 5.2. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



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

Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

godišnje stope promjene

	XII. 2015.	III. 2016.	VI. 2016.	IX. 2016.	XII. 2016.	III. 2017.	V. 2016.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente							
Ukupni indeks	-0,6	-1,7	-1,6	-0,9	0,2	1,1	1,1
Energija	-5,0	-7,4	-7,3	-4,2	-1,1	-0,1	-0,3
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	-0,1	-3,4	0,8	-0,8	1,7	4,2	2,7
Prerađeni prehrambeni proizvodi	0,5	-0,1	-0,7	0,2	1,0	2,8	2,5
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	1,1	0,9	-0,3	0,6	0,2	0,3	1,0
Usluge	0,0	0,1	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	0,1
Ostali cjenovni pokazatelji							
Temeljna inflacija	0,0	-0,5	-0,9	-0,1	0,5	1,4	1,6
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	-4,1	-5,0	-4,8	-3,0	-0,1	1,1	2,3
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	-0,5	-1,1	-1,5	-1,3	-0,9	0,1	0,6
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	-0,3	-0,9	-1,2	-0,7	0,7	1,1	1,0
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	-0,7	-1,3	-1,2	-0,7	0,6	1,0	0,9

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.
Izvor: DZS

10 Europska komisija donijela je u rujnu 2016. Uredbu o pružanju potpore za smanjenje proizvodnje mlijeka. Time se, među ostalim, u tom sektoru nastoji uspostaviti nova ravnoteža u teškoj situaciji koja prevladava na tržištu, a u kojoj važnu ulogu ima produženje ruske zabrane uvoza poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda podrijetlom iz EU-a do kraja 2017.

zbog pada zainteresiranih gospodarstava za uzgoj stoke. Usto, na svjetskom se tržištu također bilježi snažan rast cijena mesa. Nadalje, cijene povrća snažno su porasle u siječnju zbog hladne zime, znatno više nego prijašnjih godina, ali su se do svibnja smanjile i vratile na razinu približno istu onoj u svibnju 2016. Kad je riječ o cijenama industrijskih proizvoda bez prehrane i energije, njihov se doprinos ukupnoj godišnjoj inflaciji povećao s 0,0 postotnih bodova u prosincu na 0,2 postotna boda u svibnju. Tome je ponajviše pridonijelo povećanje cijena odjeće i obuće te u malo manjoj mjeri poskupljenje automobila zbog povećanja trošarina zbog poreznih izmjena u siječnju.

Blago se povećao i doprinos cijena energije ukupnoj godišnjoj stopi inflacije, s -0,2 postotna boda u prosincu na -0,1 postotni bod u svibnju. To je poglavito bio rezultat iščezavanja učinka smanjenja cijena plina u siječnju i travnju 2016. na godišnju stopu promjene tih cijena u 2017. Povećao se i doprinos cijena naftnih derivata, zbog njihova poskupljenja početkom godine i učinka baznog razdoblja, tj. pada tih cijena u prvih pet mjeseci 2016. godine. Naime, naftni su derivati znatno poskupjeli u siječnju 2017. zbog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu krajem 2016. i početkom 2017. godine. Nakon veljače cijene sirove nafte počele su padati zbog porasta proizvodnje i visokih zaliha nafte u SAD-u. To je utjecalo na pad cijena naftnih derivata na domaćem tržištu, koje su u svibnju 2017. još bile više nego u istom mjesecu 2016. (za oko 6%). Pritisak na rast cijena energije znatno je ublažio pad cijena električne energije u siječnju, zbog toga što se poreznim izmjenama smanjila stopa PDV-a na električnu energiju s 25% na 13%.

Porastu inflacije blago su pridonijele i cijene usluga, ponajviše cijene ugostiteljskih usluga zbog podizanja stope PDV-a s 13% na 25% na te usluge u siječnju. Ukupno gledajući, godišnja stopa promjene cijena usluga bila je stabilna i relativno niska, a u svibnju 2017. prvi je put nakon 12 mjeseci ušla u pozitivno područje. Negativnoj godišnjoj inflaciji cijena usluga u razdoblju od svibnja 2016. do travnja 2017. najviše su pridonosile cijene telekomunikacija, s prosječnim doprinosom tijekom prvih pet mjeseci 2017. oko -0,6 postotnih bodova.

Kao i u Hrvatskoj, inflacija u europodručju ubrzala se početkom 2017. (Slika 5.3.). Povećanju godišnje stope inflacije u europodručju s 1,1% u prosincu na 1,4% u svibnju najviše je pridonijelo ubrzanje godišnjeg rasta cijena energije i industrijskih proizvoda bez hrane i energije. Pritom je rastu cijena energije najviše pridonijelo povećanje cijena naftnih derivata, poglavito

početkom godine, zbog poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu te učinka baznog razdoblja, tj. pada tih cijena u prvih pet mjeseci 2016. Porasle su i cijene prerađenih prehrambenih proizvoda, ponajviše cijene mlijeka i mliječnih proizvoda. Istodobno je temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, prehrane, pića i duhana, bila relativno stabilna te je u svibnju iznosila 0,9%, jednako kao u prosincu 2016.

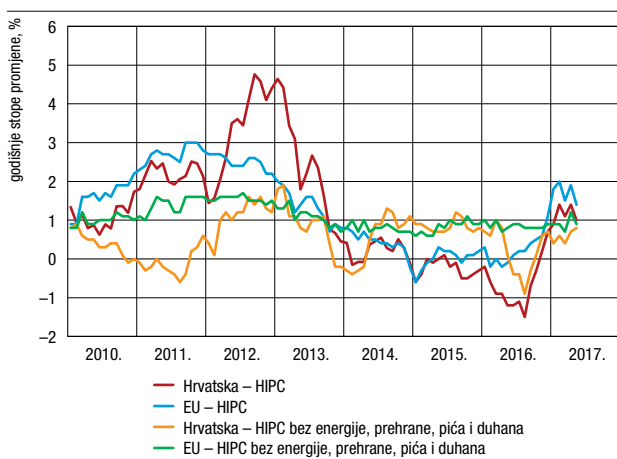
U Hrvatskoj se, za usporedbu, godišnja stopa inflacije, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om), povećala s 0,7% u prosincu na 1,0% u svibnju. Glavni razlog tome bilo je ubrzanje godišnjeg rasta cijena prerađenih prehrambenih proizvoda. Tome je, slično kao u europodručju, najviše pridonijelo povećanje cijena mlijeka. Povećao se i doprinos cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda i cijena industrijskih proizvoda bez prehrane i energije. Razlika u ukupnoj inflaciji između Hrvatske i europodručja iznosila je -0,4 postotna boda u svibnju, jednako koliko i u prosincu. Kada je riječ o temeljnoj inflaciji, mjerenoj HIPC-om, a koja ne uključuje cijene energije, prehrane, pića i duhana, ona se u Hrvatskoj blago povećala, s 0,7% u prosincu na 0,8% u svibnju, te je bila za samo 0,1 postotni bod niža od one u europodručju. Valja pritom primijetiti da je ubrzanje temeljne inflacije koja je prikazana na Slici 5.1. bilo znatno izraženije. Glavni je razlog tome što mjera temeljne inflacije prikaza na toj slici, među ostalim, ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, ali uključuje cijene nekih drugih prehrambenih proizvoda, poput mesa i mlijeka, a upravo su oni znatno poskupjeli u prvih pet mjeseci 2017.

Projicirana kretanja

Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena mogla bi u 2017. porasti na 1,1%, s -1,1% u 2016. Pritom se očekuje povećanje doprinosa svih triju sastavnica indeksa potrošačkih cijena, a ponajviše hrane i energije. Usto, ocjenjuje se da bi izravni učinci poreznih izmjena na prosječnu godišnju stopu inflacije u 2017. mogli iznositi oko -0,2 postotna boda. Projicirani rast cijena hrane poglavito zrcali već ostvareno povećanje tih cijena, i to zbog snažnog povećanja cijena povrća zbog hladne zime početkom godine te poskupljenja mesa i mlijeka. Usto, očekuje se da će se rast cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu u prošloj godini u određenoj mjeri prelići na domaće potrošačke cijene hrane. Pritom se ocjenjuje da će doprinos cijena hrane ukupnoj prosječnoj godišnjoj stopi inflacije u 2017. iznositi oko 0,7 postotnih bodova. Nadalje, očekuje se i osjetno povećanje prosječne godišnje stope promjene cijena energije, no ona bi se ipak trebala zadržati u blago negativnom području. To povećanje pretežno bi trebalo biti posljedica prilično visokog prijenosa cijena naftnih derivata iz 2016. (zbog snažnog poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu krajem 2016. godine), a u manjoj mjeri i poskupljenja naftnih derivata početkom 2017. U nastavku tekuće godine očekuje se blagi oporavak cijena nafte, a na kraju godine one bi mogle biti za oko 10% niže nego krajem 2016. Nadalje, pad cijena električne energije u siječnju zbog poreznih izmjena mogao bi biti ublažen očekivanim povećanjem naknade za obnovljive izvore energije u drugoj polovini godine. Kad je riječ o cijenama bez prehrane i energije, prognozirano je povećanje prosječnoga godišnjeg rasta tih cijena, što u velikoj mjeri zrcali poskupljenje odjeće i obuće, ugostiteljskih usluga i automobila.

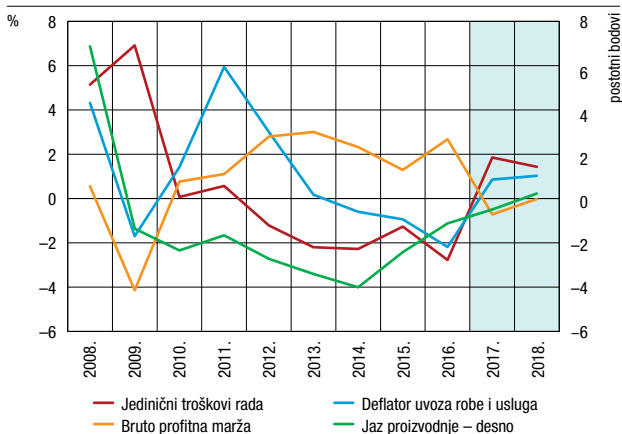
U 2018. projicirano je blago ubrzanje inflacije, na 1,2%. Promatrano po sastavnicama indeksa potrošačkih cijena, očekuje se povećanje prosječne godišnje stope promjene cijena energije, pretežno zbog prijenosa predviđenog poskupljenja električne energije u drugoj polovini 2017. na kretanje cijena energije u 2018. Nadalje, očekuje se i blago povećanje prosječne godišnje stope promjene cijena bez prehrane i energije, dok bi se kod

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i Europskoj uniji



Izvori: DZS; Eurostat

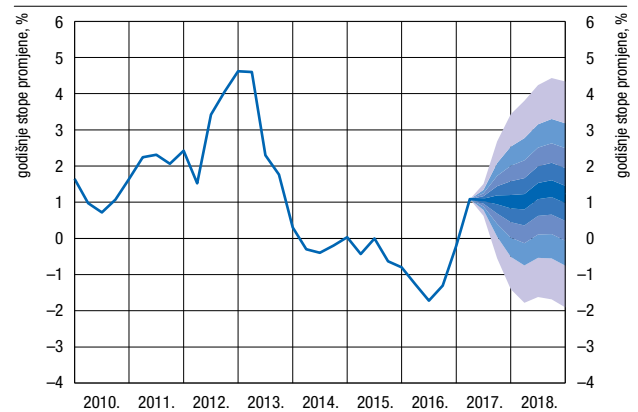
Slika 5.4. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



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

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Slika 5.5. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

cijena hrane ona mogla smanjiti. Inflatorni pritisci proizašli iz kretanja cijena sirove nafte na svjetskom tržištu trebali bi uglavnom izostati, ako se ima na umu da bi prosječna cijena sirove nafte u 2018. mogla biti na približno istoj razini kao u 2017. Međutim, do kraja godine očekuje se blagi rast cijena nafte, što je u skladu s umjerenim oporavkom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti. Na kraju 2018. tako se očekuje da bi cijena barela sirove nafte tipa Brent mogla biti za oko 4% viša nego krajem 2017. Nadalje, inflatorni pritisci iz domaćeg okruženja mogli bi neznatno ojačati, ako se uzme u obzir nastavak smanjivanja

negativnoga jaza BDP-a, koji bi mogao biti zatvoren u 2018. Na inflaciju bi mogao djelovati i rast jediničnih troškova rada.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Rizici koji bi mogli pridonijeti tome da inflacija bude viša od prognozirane odnose se na mogućni snažniji rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, nepovoljne vremenske prilike te više cijene zbog administrativnih odluka. Rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju od projicirane jesu moguće niže cijene sirove nafte i drugih sirovina na svjetskim tržištima te prigušeniji rast inflacije u europodručju.

Okvir 2. Toplinska karta inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj

Toplinska karta inflacije alat je pomoću kojeg se, različitim nijansama boja, slikovito pokazuje jačina inflatornih pritisaka ukupnog indeksa potrošačkih cijena i njegovih komponenata u vremenu. Od posljednjeg tromjesečja 2013. do kraja 2016. velik broj komponenata indeksa potrošačkih cijena bio je označen plavom bojom, što znači da je godišnji rast cijena tih proizvoda bio niži od njihova dugoročnog prosjeka. S druge strane, vidljivo je da je tijekom prvih pet mjeseci 2017. porastao broj komponenata koje su osjenčane svijetlocrveno ili neutralno budući da se njihov godišnji rast cijena približio svojem dugoročnom prosjeku ili ga premašio, što upućuje na jačanje inflatornih pritisaka. To je uglavnom rezultat vanjskih činitelja, tj. rasta cijena sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu te njihova prelijevanja na domaću cijenu.

Toplinska karta inflacije (engl. *inflation heat map*)¹¹ pokazuje koliko godišnja stopa inflacije (ukupna, odnosno po komponentama) odstupa od svojega dugoročnog prosjeka (izraženo brojem standardnih devijacija). Takvom kartom olakšava se analiza kretanja pojedinih komponenata indeksa potrošačkih cijena budući da se one uvelike razlikuju uzme li se u obzir njihova prosječna godišnja stopa rasta u posljednjih desetak godina kao i stupanj njihove kolebljivosti. Tako, primjerice, cijene alkoholnih pića i duhana imaju visoku prosječnu dugoročnu stopu rasta od 5%, što je poglavito posljedica povećanja trošarina na duhanske

prerađevine u nekoliko navrata (povezanog s usklađivanjem sa zakonodavstvom EU-a). S druge strane, cijene odjeće i obuće imaju negativnu dugoročnu stopu promjene od -0,9%. Odjeća i obuća tipična su međunarodno razmjenjiva dobra čije su cijene pod znatnim utjecajem kretanja cijena na svjetskom tržištu, tečaja, konkurencije iz uvoza (osobito iz Kine) i sl. Kada je riječ o kolebljivosti, ona je najizraženija kod godišnje stope promjene cijena energije (čija standardna devijacija u posljednjih desetak godina iznosi 6,2 postotna boda), a najmanja kod industrijskih proizvoda (1,6 postotnih bodova).

U toplinskoj karti inflacije rabe se različite nijanse crvene i plave boje kako bi se bolje predočili specifični inflatorni pritisci (Slika 1.). Crvena (plava) boja na karti znači da je godišnja stopa promjene cijene pojedine komponente indeksa potrošačkih cijena u određenom mjesecu bila iznad (ispod) svojega dugoročnog prosjeka (izraženo brojem standardnih devijacija). Budući da su normalizirane, serije cijena mogu biti obojene različitim bojama unatoč tome što bilježe istu godišnju stopu promjene (primjerice prijevoz te hrana i bezalkoholna pića u travnju 2017.), tj. promjena cijena jedne podskupine indeksa potrošačkih cijena može imati rast viši od svojega dugoročnog prosjeka, a druga niži ili jednak svojem dugoročnom prosjeku. Što je nijansa boje tamnija, to znači da je odstupanje godišnje stope promjene cijene pojedine komponente u određenom mjesecu od njezina

11 Za noviji rad u kojem se popularizira toplinska karta inflacije vidi: McGillicuddy, J. T. i Ricketts, L. R. (2015.), *Is Inflation Running Hot or Cold?*, Economic synopses, Federal Reserve Bank of St. Louis, No. 16.

Slika 1. Toplinska karta inflacije potrošačkih cijena

normalizirane godišnje stope promjene indeksa potrošačkih cijena i njegovih komponenata

Pokazatelji potrošačkih cijena	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	a)	b)	c)
0 Indeks potrošačkih cijena – ukupno												1,1	2,0	2,2
01 Hrana i bezalkoholna pića												2,6	2,3	3,7
02 Alkoholna pića i duhan												2,2	5,0	4,2
03 Odjeća i obuća												1,8	-0,9	3,5
04 Stanovanje, voda, električna energija, plin i ostalo												-2,8	4,2	4,3
05 Pokućstvo, oprema za kuću i redovito održavanje												0,7	1,4	1,8
06 Zdravlje												2,2	4,0	5,2
07 Prijevoz												2,6	0,6	5,0
08 Komunikacija												-1,6	-1,4	2,4
09 Rekreacija i kultura												0,9	1,1	1,8
10 Obrazovanje												1,1	-0,1	3,8
11 Restorani i hoteli												3,9	2,3	1,7
12 Razna dobra i usluge												0,1	2,0	1,6
Energija												-0,3	2,9	6,1
Neprerađeni prehrambeni proizvodi												2,7	1,9	4,1
Prerađeni prehrambeni proizvodi												2,5	3,2	3,4
Industrijski neprehrambeni proizvodi bez energije												1,0	0,8	1,6
Usluge												0,1	1,8	1,9
Indeks temeljne inflacije												1,6	1,7	2,0
Indeks temeljne inflacije – dobra												2,0	1,6	2,1
Indeks temeljne inflacije – usluge												0,6	1,8	1,7

Odstupanje inflacije od dugoročnog prosjeka (izraženo brojem standardnih devijacija)



Napomena: Karta se temelji na normaliziranim podacima: godišnja stopa promjene cijene svake komponente u određenom mjesecu umanjena je za prosječnu godišnju stopu promjene cijene te komponente ostvarenu u razdoblju od 2006. do 2016., te je rezultat podijeljen standardnom devijacijom tih promjena u spomenutom razdoblju.

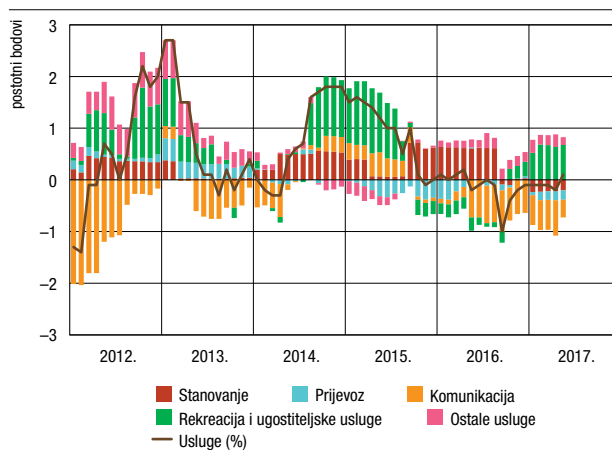
U posljednja tri stupca prikazane su: a) originalne godišnje stope promjene cijena u svibnju 2017., b) dugoročni prosjek koji se odnosi na razdoblje od 2006. do 2016. godine i c) standardna devijacija.

Izvori: DZS; izračuni HNB-a

dugoročnog prosjeka veće (izraženo brojem standardnih devijacija). Opažanja nemaju boju ako su jednaka dugoročnom prosjeku ili od njega neznatno odstupaju. Na toplinskoj karti inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj opažanja su osjenčana tamnocrveno (plavo) ako je godišnja stopa inflacije pojedinog proizvoda u određenom mjesecu za oko tri standardne devijacije viša (niža) od svojega dugoročnog prosjeka. To je posebice bilo vidljivo tijekom 2008., kada su osjetno ojačali inflatorni pritisci zahvaljujući znatnom poskupljenju sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu.

Iz toplinske karte također je vidljivo da je velik broj podskupina indeksa potrošačkih cijena – kao i ukupna te temeljna inflacija – uglavnom bio obojen plavo od posljednjeg tromjesečja 2013. do kraja 2016., što upućuje na to da je godišnji rast tih cijena bio ispod svojega dugoročnog prosjeka. To je uglavnom bilo posljedica vanjskih činitelja, tj. pada cijena sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu te njihova prelijevanja na domaće cijene. Nasuprot tome, tijekom drugog polugodišta 2016. i početkom 2017. ojačali su uvozni inflatorni pritisci zbog rasta cijena sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Vidljivo je da se tijekom prvih pet mjeseci 2017. ukupna inflacija približila svojem dugoročnom prosjeku, dok se temeljna inflacija gotovo izjednačila sa svojim (tako da to opažanje nije obojeno). Neprerađeni prehrambeni proizvodi jedina su komponenta čija je godišnja stopa promjene cijena tijekom prva četiri mjeseca 2017. bila primjetljivo iznad svojega dugoročnog prosjeka (podaci su obojeni crveno). Posljednji podaci za svibanj 2017. pokazuju da godišnje stope promjene cijena neprerađenih i prerađenih prehrambenih te industrijskih neprehrambenih proizvoda ne odstupaju zamjetljivo od dugoročnog prosjeka. Godišnja stopa promjene cijena energije još je relativno blago ispod dugoročnog prosjeka, ali znatno manje nego u svibnju 2016. godine. S druge strane, usluge su jedina komponenta čija je godišnja stopa inflacije i dalje prilično ispod svojega dugoročnog prosjeka.

Godišnja stopa promjene cijena usluga tijekom prvih pet

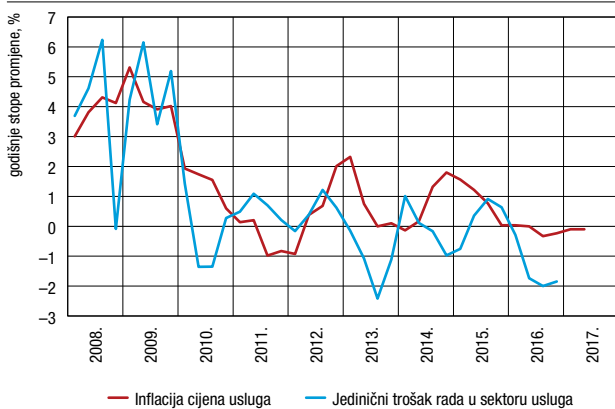
Slika 2. Doprinosi komponenata godišnjoj stopi promjene cijena usluga

Izvori: DZS; izračun HNB-a

mjeseci 2017. iznosila je prosječnih $-0,1\%$. Detaljnija analiza pokazuje da su negativnoj inflaciji cijena usluga najviše pridonijele cijene komunikacija (Slika 2.). To je poglavito rezultat smanjenja cijena telekomunikacija¹², čiji je negativan doprinos ukupnoj inflaciji cijena usluga – udio cijena telekomunikacija u indeksu cijena usluga iznosi oko 20% – iznosio prosječno $-0,6$ postotnih bodova u prvih pet mjeseci 2017. Detaljnija struktura otkriva da je tome najviše pridonio pad cijena bežičnih telefonskih usluga. Valja spomenuti da su se cijene komunikacija u posljednjih desetak godina uglavnom smanjivale, što se pripisuje tehnološkom

12 Cijene telekomunikacija pretežno čine usluge (95%), a manjim dijelom i telefonska i telefaks oprema.

Slika 3. Jedinični troškovi rada u sektoru usluga i cijene usluga



Napomena: Sektor usluga uključuje sve djelatnosti NKD-a 2007. osim poljoprivrede, industrije i građevinarstva. Inflacija cijena usluga za drugo tromjesečje 2017. uključuje samo travanj i svibanj.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

napretku i jačanju konkurencije, a djelomice i regulativi Europske komisije, kojom se, među ostalim, nastoje poboljšati kvaliteta i smanjiti cijene komunikacija. Nadalje, padu cijena usluga na godišnjoj razini u prvih pet mjeseci 2017. u manjoj su mjeri pridonijele i cijene stanovanja (ponajprije zbog pada cijena odvoza smeća zbog smanjenja stope PDV-a s 25% na 13% na tu uslugu u siječnju 2017.) te cijene prijevoza, što se donekle može objasniti padom cijena naftnih derivata. Pad cijena usluga ublažilo je poskupljenje rekreacije i ugostiteljskih usluga (ponajviše zbog poskupljenja ugostiteljskih usluga zbog povećanja stope PDV-a s 13% na 25% na te usluge). Prigušujuće je pritom na rast cijena usluga djelovao pad jediničnih troškova rada u sektoru usluga (Slika 3.). To je bilo posljedica izraženijeg pada naknada po zaposlenom od pada proizvodnosti rada, pri čemu je rast zaposlenosti bio izrazitiji od rasta naknada zaposlenicima i rasta bruto dodane vrijednosti u sektoru usluga.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Manjak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u prvom se tromjesečju 2017. neznatno smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom je nepovoljna kretanja u međunarodnoj razmjeni robe i usluga uvelike nadomjestilo poboljšanje salda na računu primarnog dohotka (zahvaljujući dohotku od izravnih vlasničkih ulaganja) te jače neto korištenje sredstava iz fondova EU-a. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak na tekućem i kapitalnom računu u prvom se tromjesečju 2017. zadržao na prošlogodišnjoj razini od 3,8% BDP-a.

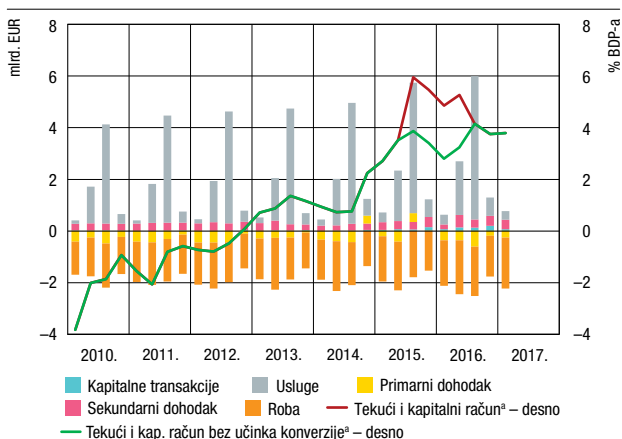
Vanjska trgovina i konkurentnost

Platnobilančni podaci pokazuju da se početkom 2017. dinamika robne razmjene zamjetljivo ubrzala. Godišnja stopa rasta izvoza robe u prva je tri mjeseca 2017. iznosila 18,6%, a uvoza

15,8%. Ipak, u apsolutnom je iznosu prirast uvoza nadmašio prirast izvoza, što je rezultiralo pogoršanjem manjka na računu robe za 12,2%. Navedene stope rasta izvoza i uvoza nešto su niže u usporedbi s podacima koje objavljuje DZS, dok je rast manjka izraženiji. To je posljedica prilagodbe podataka DZS-a o robnoj razmjeni za potrebe sastavljanja platne bilance, što se detaljnije opisuje u Okviru 3. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima.

Prema podacima DZS-a, koji omogućuju i raščlambu po proizvodima, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom u prva se tri mjeseca 2017. produbio za 3,6% u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Tome je najviše pridonijelo povećanje manjka u razmjeni energenata (poglavito nafte i naftnih derivata), s tim da je njega, osim rasta cijena za trećinu na godišnjoj razini, potaknuo i mnogo snažniji prirast uvezenih nego izvezenih

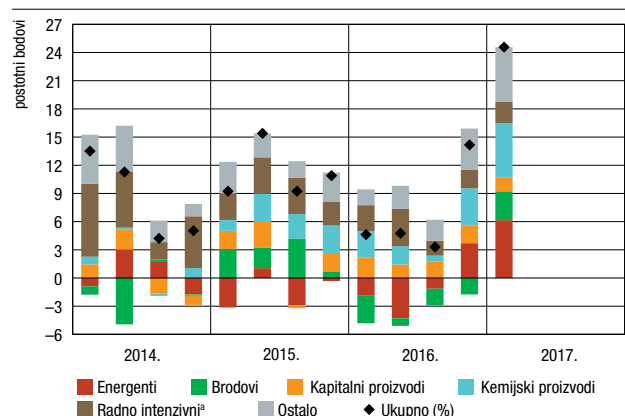
Slika 6.1. Saldo na tekućem i kapitalnom računu i njegova struktura



^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, u razdoblju od 3. tr. 2015. do 2. tr. 2016., isključuje učinak konverzije kredita u švicarskim francima u eure

Izvor: HNB

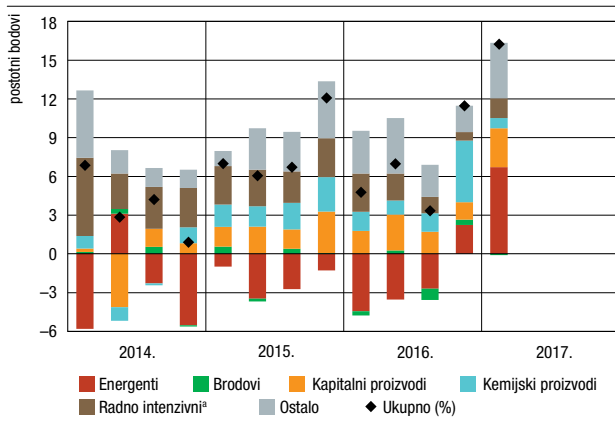
Slika 6.2. Robni izvoz (fob) godišnje stope promjene i doprinosi



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

Izvor: DZS

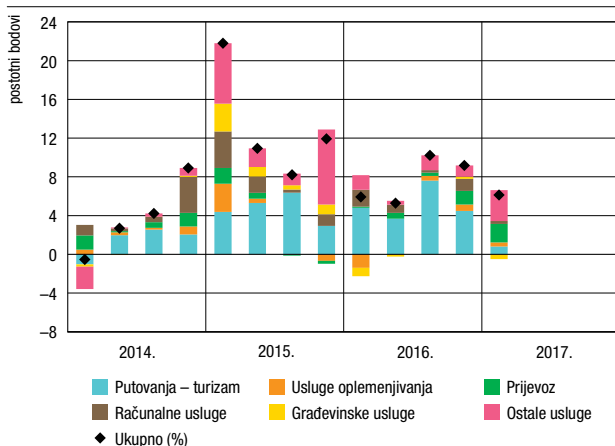
Slika 6.3. Robni uvoz (cif)
godišnje stope promjene i doprinosi



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

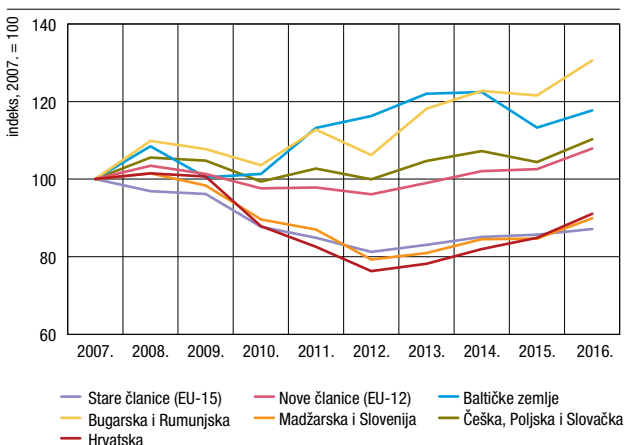
Izvor: DZS

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

Slika 6.5. Tržišni udio u svjetskom izvozu robe i usluga



Napomena: Baltičke zemlje uključuju Estoniju, Letoniju i Litvu.

Izvori: Eurostat; MMF; HNB

količina) i kapitalnih proizvoda, a nepovoljna su kretanja ostvarena i u razmjeni cestovnih vozila. Za razliku od toga, poboljšao se saldo u razmjeni medicinskih i farmaceutskih proizvoda te ostalih prijevoznih sredstava (uglavnom brodovi).

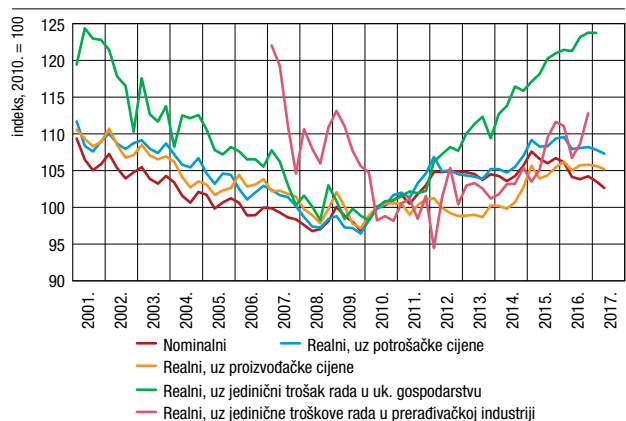
Visokoj godišnjoj stopi rasta robnog izvoza od 24,6% pridonio je jači izvoz brodova te nafte i naftnih derivata, no i bez te dvije kategorije rast izvoza bio je izrazito snažan (18,0%) i rasprostranjen na široki skup proizvoda. Pritom se ističe nastavak izraženog rasta izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda, poglavito u SAD, što je djelomično povezano s transakcijama nerezidenata (kvazitransit i oplemenjivanje) koje nisu prikazane u platnobilančnim podacima. Rastu izvoza uvelike je pridonio i izvoz električne energije u BiH, obojenih metala u Njemačku i Sloveniju te kapitalnih proizvoda (najviše specijalni strojevi za pojedine industrijske grane te električni strojevi, aparati i uređaji) u Austriju i Njemačku.

Na rast ukupnoga robnog uvoza od 16,3% utjecao je snažan rast uvoza nafte i naftnih derivata, no znatno se povećao i uvoz sušenog agregata (koji isključuje naftu i brodove), i to za 12,8%. Pritom se posebno izdvaja uvoz kapitalnih proizvoda (poglavito specijalnih strojeva za pojedine industrijske grane te električnih strojeva, aparata i uređaja) iz Italije i Njemačke, zatim drugih energenata (najviše električne energije iz BiH i Mađarske, ali i zemnog i industrijskog plina iz Austrije i Mađarske), proizvoda metalske industrije te cestovnih vozila iz Njemačke.

U prva se tri mjeseca 2017. neto izvoz usluga smanjio za 11,0% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zahvaljujući bržem rastu uvoza od rasta izvoza. Najviše je pogoršanju salda u međunarodnoj razmjeni usluga pridonijelo smanjenje neto prihoda od usluga putovanja (turizma) zbog povećane turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu. Istodobno su prihodi od potrošnje stranih gostiju i turista u Hrvatskoj porasli tek neznatno zbog toga što su uskrni blagdani prošle godine bili u ožujku, a u tekućoj godini u travnju. Raspoloživi podaci o fizičkim pokazateljima u turizmu za prva četiri mjeseca 2017. pokazuju da su dolasci i noćenja stranih gostiju zamjetno porasli, gotovo za trećinu u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Saldo u razmjeni drugih usluga u prvom se tromjesečju poboljšao, što je bilo posebno izraženo kod osobnih usluga i usluga kulture i razonode, zatim usluga istraživanja i razvoja te usluga popravaka.

Na povoljne trendove izvoza robe i usluga upućuje i kretanje udjela na svjetskom tržištu, koji se u 2016. povećao četvrtu godinu zaredom. Pritom je poboljšanje tržišnog udjela prošle

Slika 6.6. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za drugo tromjesečje 2017. kod realnih tečajeva uz potrošačke cijene odnose se na travanj i svibanj, a kod realnih tečajeva uz proizvođačke cijene samo na travanj.

Izvor: HNB

godine ostvareno i kod izvoza robe i kod izvoza usluga, za razliku od prethodne tri godine, kada je rastao samo tržišni udio robnog izvoza. Unatoč ovim povoljnim kretanjima, i dalje nisu nadoknađeni zamjetni gubici zabilježeni od 2009. do 2012. te je ukupan tržišni udio hrvatskog izvoza robe i usluga još uvijek manji nego u godinama prije početka krize.

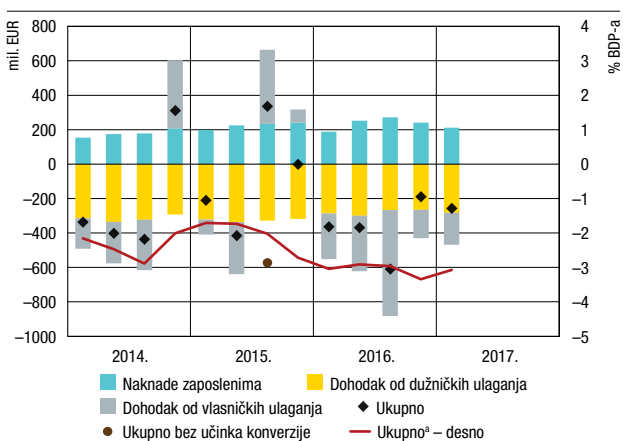
Snažan rast robnog izvoza u prvom tromjesečju 2017. nije bio praćen poboljšanjem cjenovne konkurentnosti izvoza. Naime, realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke i proizvođačke cijene blago su aprecirali u prvom tromjesečju, a taj se trend nastavio i u drugom tromjesečju. Pritom je nominalna efektivna aprecijacija kune poništila učinak povoljnijega kretanja domaćih cijena u odnosu na glavne vanjskotrgovinske partnere. Podaci o kretanju realnih efektivnih tečajeva kune uz jedinične troškove rada upućuju na stagnaciju troškovne konkurentnosti hrvatskog izvoza u prvom tromjesečju 2017. godine.

Dohoci i transakcije s EU-om

Manjak na računu primarnog dohotka u prvom se tromjesečju 2017. smanjio za 0,1 mlrd. EUR u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine, čemu su najviše pridonijeli dohoci od izravnih ulaganja. Pritom su prihodi rezidenata po osnovi njihovih ulaganja u inozemstvo porasli, a istodobno su se smanjili rashodi po osnovi dobiti domaćih poslovnih subjekata u vlasništvu nerezidenata. Njihova niža dobit poglavito se odnosi na financijsku djelatnost, što odražava rezervacije banaka za kredite povezane s koncernom Agrokor, dok je u drugim djelatnostima uglavnom zabilježen rast dobiti. To je bilo posebno vidljivo u djelatnostima proizvodnje farmaceutskih proizvoda, proizvodnje naftnih derivata i trgovini. Povoljno je na saldo primarnog dohotka djelovao i rast primitaka od naknada zaposlenima u inozemstvu, kao i smanjenje troškova kamata po inozemnom dugu.

Ukupni su se neto prihodi na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija u prva tri mjeseca 2017. povećali za 0,2 mlrd. EUR, najviše zahvaljujući jačem korištenju sredstava iz fondova EU-a, koja su uglavnom bila tekuće, a manjim dijelom kapitalne prirode. Osim toga, uplate u proračun EU-a bile su manje nego u istom razdoblju prošle godine. U skladu s tim pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a, odnosno višak iskorištenih sredstava iz fondova EU-a nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, dodatno se povećao, s 1,0% BDP-a na kraju 2016. na 1,3% BDP-a u ožujku 2017. godine.

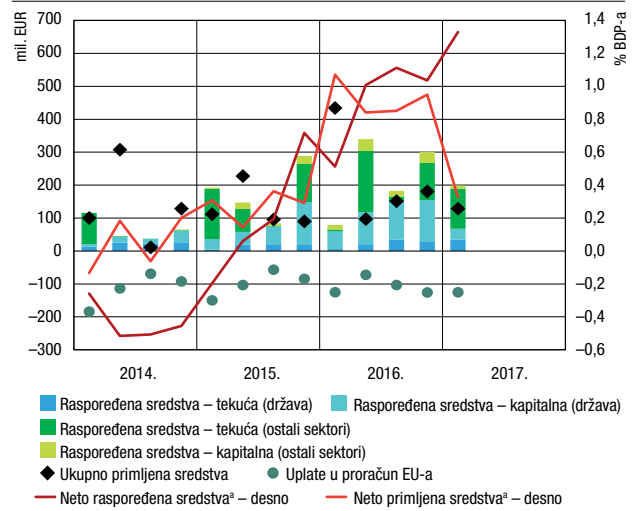
Slika 6.7. Saldo na računu primarnog dohotka i njegova struktura



^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, u razdoblju od 3. tr. 2015. do 2. tr. 2016., isključuje učinak konverzije kredita u švicarskim francima u eure

Izvor: HNB

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a



^a Zbroj posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja

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

Izvori: HNB; MF

Projicirana kretanja

U nastavku tekuće godine očekuje se daljnje poboljšavanje salda na tekućem i kapitalnom računu, poglavito zahvaljujući smanjenju manjka na računu primarnog dohotka koji odražava učinak krize koncerna Agrokor na dobit poslovnih banaka. Također bi se i u ostalim transakcijama, sveukupno, mogao blago povećati saldo jer bi rast neto izvoza usluga te transfera iz proračuna EU-a mogao nadjačati povećanje robnog manjka. Stoga bi višak na tekućem i kapitalnom računu u cijeloj 2017. mogao dosegnuti 4,9% BDP-a, odnosno vrijednost za nešto više od postotnog boda veću nego prethodne godine. Za razliku od toga, u 2018. višak bi se mogao smanjiti na 3,8% BDP-a, na što će uz zamjetno manji učinak Agrokor utjecati rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom.

U robnoj razmjeni s inozemstvom i na razini cijele 2017. očekuje se rast manjka, posebice u dijelu razmjene suženog agregata koji isključuje brodove i naftu, unatoč brzem rastu izvoza od rasta uvoza. Pritom bi i dalje povoljno na rast izvoza trebali djelovati jačanje inozemne potražnje u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima i nastavak pozitivnog utjecaja ulaska u EU kroz jednostavniji pristup jedinstvenom tržištu. Kod cjenovne konkurentnosti hrvatskog izvoza mjerene indeksom realnoga efektivnog tečaja kune uz potrošačke cijene ne očekuju se znatnije promjene, dok postoji prostor za daljnje poboljšavanje necjenovnih činitelja konkurentnosti. S druge strane, ocijenjeni rast uvoza temelji se na daljnjem poboljšavanju domaće potražnje i uvjeta na tržištu rada, uvoznj ovisnosti hrvatskoga gospodarstva te jačem korištenju sredstava raspoloživih iz fondova EU-a. Osim toga, više cijene sirove nafte na svjetskom tržištu kao i pojačana uvozna potražnja za naftom i naftnim derivatima trebale bi rezultirati produbljivanjem manjka u njihovoj razmjeni. Procjenjuje se da će daljnje pogoršavanje salda u robnoj razmjeni s inozemstvom (poglavito kod suženog agregata koji isključuje naftu i brodove) biti glavni činitelj smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu u 2018. godini.

Turizam bi u tekućoj godini trebao davati znatan pozitivan doprinos povećanju salda na tekućem i kapitalnom računu, na

što upućuju i ostvarenja u dosadašnjem dijelu godine. Tome, među ostalim, pridonose gospodarski rast glavnih emitivnih tržišta, značajne investicije u smještajne kapacitete i prateće djelatnosti te percepcija države kao relativno sigurnoga turističkog odredišta. Ipak, pretpostavlja se da će godišnji rast prihoda od turizma biti nešto niži nego u prethodne dvije godine, kada su zabilježena iznimno povoljna ostvarenja, uz prosječno povećanje prihoda na godišnjoj razini od 8%. Glede 2018., očekuje se da bi se rast turističkih prihoda mogao dodatno usporiti, no ostat će važan činitelj u smjeru poboljšanja salda na tekućem računu. Osim turizma, očekuje se i daljnje povećavanje neto izvoza ostalih usluga.

Očekivano smanjenje manjka na računu primarnog dohotka u 2017. uglavnom je posljedica ocijenjene niže dobiti banaka. Ona bi se, nakon vrlo dobrih poslovnih rezultata banaka u 2016., u tekućoj godini trebala smanjiti pod utjecajem ispravaka vrijednosti za njihova potraživanja od koncerna Agrokor. Povoljno bi na saldo primarnog dohotka trebala djelovati i dobit inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata, nakon gubitaka zabilježenih posljednjih pet godina, zatim blago smanjenje kamatnih troškova inozemnog financiranja zbog razduživanja domaćih sektora

kao i rast naknada zaposlenima na osnovi rada u inozemstvu. Oporavak dobiti banaka i daljnji rast dobiti poduzeća u stranom vlasništvu mogli bi rezultirati ponovnim povećanjem manjka na računu primarnog dohotka u 2018. godini.

Prognozirani rast neto prihoda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija u cijeloj 2017. te u idućoj godini posljedica je pretpostavke o nastavku snažnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Do kraja 2018. pozitivan neto učinak transakcija s proračunom EU-a mogao bi porasti na 1,6% BDP-a.

Što se tiče rizika za ostvarenje projiciranog salda tekućega i kapitalnog računa, negativni rizici uključuju relativno sporiji oporavak glavnih vanjskotrgovinskih partnera i stroži režim kontrola na unutarnjim granicama EU-a, pogotovo u tijeku turističke sezone, te intenziviranje izbjegličke krize. Dodatni su rizici i slabija dinamika povlačenja sredstava iz strukturnih i kohezijskih fondova EU-a te izraženiji rast kamatnih stopa i kolebljivosti na svjetskom financijskom tržištu. S druge strane, istodobno su prisutni i određeni pozitivni rizici, koji su poglavito vezani uz moguću snažniji rast prihoda od turizma, čak i iznad kretanja zabilježenih u prethodne dvije godine.

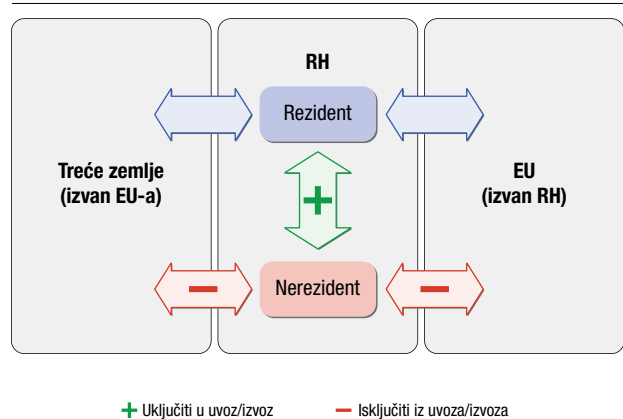
Okvir 3. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima

Zamjetnom intenziviranju robne razmjene s inozemstvom od ulaska Hrvatske u Europsku uniju pridonijeli su jednostavniji pristup tržištu EU-a te oporavak vanjskotrgovinskih partnera i domaće potražnje. Istodobno je došlo do jačanja poslova reizvoza i oplemenjivanja te trgovine nerezidentnih poduzeća u Hrvatskoj. Vrijednost poslova oplemenjivanja i transakcija nerezidenata za potrebe sastavljanja platne bilance procjenjuje se i isključuje iz podataka koje objavljuje DZS, što je, uz ostale prilagodbe, u posljednjih par godina dovelo do nižih apsolutnih vrijednosti i spriječe dinamike vanjskotrgovinskih indikatora prema podacima platne bilance u odnosu na one DZS-a.

Od ulaska Hrvatske u Europsku uniju bilježe se visoke stope rasta robnog izvoza i uvoza, koje su se dodatno ubrzale početkom 2017. Kako bi se barem djelomice objasnilo što je u pozadini takvih kretanja, korisno je podatke o robnoj razmjeni s inozemstvom koje objavljuje Državni zavod za statistiku (DZS) usporediti s podacima na računu robe tekućeg računa platne bilance koju sastavlja HNB. Između ta dva izvora podataka postoje određene metodološke razlike koje proizlaze iz međunarodnih statističkih standarda na kojima počivaju. Vrijednosti prihoda i rashoda na računu robe u platnoj bilanci temelje se na podacima robne razmjene koje objavljuje DZS. Međutim, za sastavljanje platne bilance¹³ ključna je promjena vlasništva nad robom između rezidenata i nerezidenata, što se ne podudara uvijek s kriterijem prelaska robe preko državne granice kojim se koristi DZS.

HNB isključuje bruto vrijednost robe koja se uvozi i izvozi s motivom dorade, obrade ili oplemenjivanja¹⁴, kao i robe kojom trguju nerezidentna poduzeća¹⁵ u Hrvatskoj (kvazitrantit). Te se transakcije isključuju ne samo jer kod njih nema promjene vlasništva nego i zato što nisu realan pokazatelj gospodarske

Slika 1. Prilagodbe podataka robne razmjene u platnoj bilanci za kvazitrantit



Izvor: HNB

aktivnosti neke zemlje. Kod oplemenjivanja roba može nekoliko puta prijeći granicu konačnog izvoza odnosno uvoza, čime se značajno uvećavaju statistički podaci, što je ranije bilo posebno izraženo u sektoru brodogradnje¹⁶. Pritom dodana vrijednost ostvarena u zemlji nije značajna. Slično tome, kod kvazitrantita (Slika 1.) dodana vrijednost pripada inozemnom poslovnom subjektu s obzirom na to da je riječ o transakcijama nerezidentnih poduzeća koja na domaćem teritoriju nemaju zaposlenike,

13 Prema najnovijem Priručniku za sastavljanje platne bilance (engl. *Balance of Payments Manual 6* ili, skraćeno, BPM6), koji HNB primjenjuje od kraja 2014. Tada su revidirane sve platnobilančne serije počevši od 2000. godine.

14 Neto vrijednost obavljenog posla (naknada za doradu robe koja je u tuđem vlasništvu) sastavni je dio računa usluga u platnoj bilanci.

15 To su poduzeća iz drugih zemalja EU-a koja nemaju sjedište u Hrvatskoj, ni svoje podružnice, već u trgovini sa zemljama EU-a posluju preko nerezidentnoga poreznog broja, odnosno s trećim zemljama uz pomoć EORI broja. Transakcije između rezidenata i nerezidenata na teritoriju RH pri kojima roba nije prešla granicu uključuju se u platnu bilancu. Više o tome vidi na mrežnoj stranici HNB-a <http://www.hnb.hr/-/nastavlja-se-uskla-ivanje-statistike-platne-bilance-sa-standardima-eu-a>, gdje je, među ostalim, pojašnjeno da je prilagodba podataka robne razmjene u platnoj bilanci za kvazitrantit provedena za razdoblja od početka 2014. zbog nedostatka pouzdanih podataka potrebnih za procjenu u ranijem razdoblju.

16 Privatizacija i restrukturiranje brodogradilišta u sklopu procesa usklađivanja s pravnom stečevinom EU-a nepovoljno su utjecali na njihova izvozna ostvarenja. Ostala prijevozna sredstva (uglavnom brodovi) činili su samo 2,1% ukupnoga robnog izvoza u 2016. prema podacima DZS-a, u usporedbi s prosječnim 11,4% u razdoblju od 2005. do 2011. godine.

poslovne prostore, proizvodne kapacitete i sl., a aktivnosti su im ograničene na trgovinu. Njihovo je poslovanje dobilo na važnosti nakon ulaska Hrvatske u EU. S druge strane, u platnu se bilancu uključuje procjena neto izvoza u poslovima preprodaje, gdje roba ne prelazi carinsku granicu zemlje trgovca, nego se ona kupuje i prodaje u inozemstvu.

Nadalje, iz vrijednosti uvoza prema paritetu cif (engl. *cost, insurance and freight*) koji objavljuje DZS HNB isključuje procijenjene troškove prijevoza i osiguranja jer se u platnoj bilanci vrijednosti robne razmjene prikazuju prema paritetu fob (engl. *free on board*) koji ne uključuje spomenute troškove. Ostale se prilagodbe odnose na procjenu kupnje na strani izvoza (roba koja je prodana stranim turistima i iznesena iz Hrvatske) i uvoza (troškovi rezidenata za kupnju u inozemstvu) te nabave domaćih prijevoznika u inozemstvu (primjerice goriva i drugih potrepština). Poslovi reizvoza koje obavljaju rezidenti (npr. u trgovini cestovnim vozilima) uključeni su u oba izvora podataka. S druge strane, pravi tranzit, odnosno provoz kroz Hrvatsku, nije sadržan u podacima DZS-a ni u podacima platne bilance.

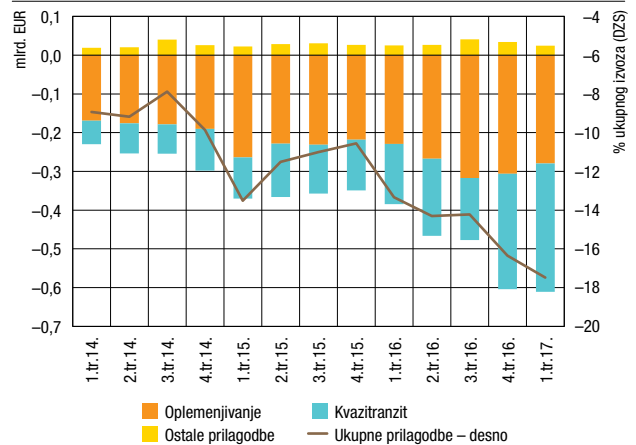
Dodatno, valja spomenuti da se vrijednosti međunarodne razmjene robe i usluga prema podacima platne bilance rabe pri izradi nacionalnih računa (BDP prema rashodnoj metodi) u DZS-u.

Najveća prilagodba izvoza robe u platnoj bilanci (Slika 2.) odnosi se na umanjene na osnovi oplemenjivanja, koje je u 2016. iznosilo 1,1 mlrd. EUR, što je znatno više nego u 2014. godini (0,7 mlrd. EUR). Poslovi oplemenjivanja najzastupljeniji su u poduzećima koja se bave djelatnostima¹⁷ proizvodnje odjeće te kože i srodnih proizvoda, proizvodnje gotovih metalnih proizvoda, proizvodnje računala te elektroničkih i optičkih proizvoda, kao i proizvodnje strojeva i uređaja. Osim toga, od 2016. iznimno visoke vrijednosti robe koja je predmet oplemenjivanja zabilježene su i u poslovanju nerezidentnih poduzeća farmaceutskim proizvodima. Vrijednosno je značajna i prilagodba za trgovinu nerezidenata (kvazitransit), koja je u 2014. umanjila izvoz za 0,3 mlrd. EUR, što je u prošloj godini poraslo na 0,8 mlrd. EUR, a samo u prvom tromjesečju 2017. iznosilo je 0,3 mlrd. EUR. Dok je umanjene izvoza po spomenutim osnovama bilo znatno, uvećanje po osnovi kupnje u posljednje je tri godine iznosilo u prosjeku samo oko 0,1 mlrd. EUR. Učinak uvećanja neto izvoza za poslove preprodaje još je uvijek zanemariv.

U posljednje je tri godine vidljiv trend porasta ukupnih prilagodbi na strani izvoza. U 2016. prihodi na računu robe u platnoj bilanci prema podacima DZS-a bili su manji od izvoza za 1,8 mlrd. EUR ili 15%. To je zamjetno više nego u 2014. zbog rasta vrijednosti transakcija nerezidenata i poslova oplemenjivanja. I u prvom tromjesečju 2017. prilagodbe su veće od prošlogodišnjih i iznose gotovo 18% vrijednosti vanjskotrgovinske statistike. Posljedica je toga da je rast robnog izvoza niži promatraju li se podaci platne bilance nego vanjskotrgovinske statistike (Slika 3.). U 2015. i 2016. godišnji je rast izvoza prema podacima platne bilance bio za više od 3 postotna boda manji nego prema podacima DZS-a (7,9% i 3,1% prema 11,2% i 6,8%), a u prvom tromjesečju 2017. ta je razlika iznosila čak 6 postotnih bodova (18,6% prema 24,6%).

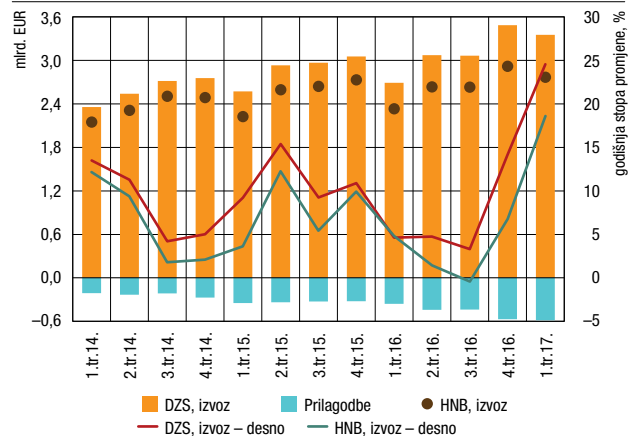
Prilagodbe na strani izvoza na osnovi oplemenjivanja i kvazitransita povezane su s prilagodbama na strani uvoza jer je riječ o sličnoj odnosno istoj robi kojom se trguje. Najveći iznos prilagodbi uvoza robe u platnoj bilanci (Slika 4.) u 2016. odnosio se upravo na kvazitransit (0,8 mlrd. EUR), koji se zamjetno povećao u odnosu na prethodne dvije godine (oko 0,3 mlrd. EUR). Pritom su vrlo visoke vrijednosti uvoza nerezidenata zabilježene krajem

Slika 2. Prilagodbe izvoza robe u platnobilančnoj statistici



Izvori: DZS; HNB

Slika 3. Izvoz robe prema podacima vanjskotrgovinske (DZS) i platnobilančne (HNB) statistike



Napomena: Godišnje stope rasta za 2014. pod utjecajem su metodoloških promjena povezanih s ulaskom u EU.

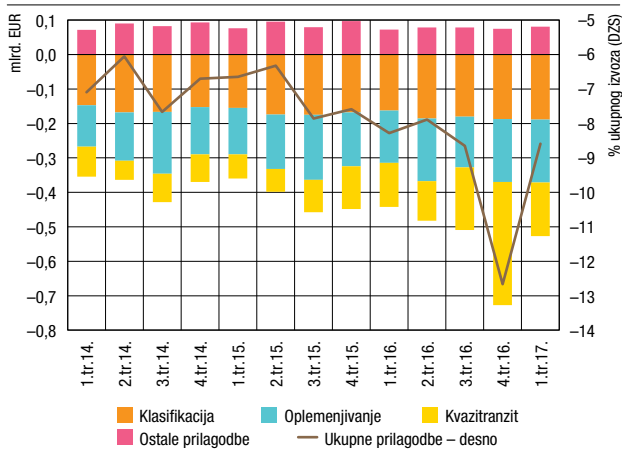
Izvori: DZS; HNB

2016. godine, što je bilo poglavito vezano uz trgovinu farmaceutskim proizvodima, koji nisu bili predmet oplemenjivanja. Umanjenje uvoza robe za poslove oplemenjivanja u 2016. iznosilo je 0,7 mlrd. EUR, odnosno nešto više nego dvije godine ranije (0,6 mlrd. EUR). Struktura robnog uvoza povezanog s oplemenjivanjem prema djelatnostima odgovara onoj na strani izvoza. Po osnovi prilagodbe za klasifikaciju (cif/fob) uvoz u platnoj bilanci u posljednje se tri godine umanjivao za oko 0,7 mlrd. EUR. S druge strane, uvećanje uvoza u platnoj bilanci za procjenu troškova kupnje u posljednje je tri godine iznosilo oko 0,3 mlrd. EUR. Učinak uvećanja uvoza za vrijednosti goriva i drugih potrepština koje domaći prijevoznici nabavljaju u inozemstvu zanemariv je.

Kao posljedica opisanih prilagodbi ukupne su se razlike između robnog uvoza prema vanjskotrgovinskoj i platnobilančnoj statistici u posljednje tri godine također povećale, iako nešto sporijim intenzitetom nego kod izvoza. Uvoz robe u platnoj bilanci bio je niži od uvoza prema vanjskotrgovinskoj statistici za 1,2 mlrd. EUR ili 7% u 2014., s tim da se razlika u 2016. povećala na 1,9 mlrd. EUR ili 9%, a sličan se omjer bilježi i početkom 2017. godine. Što se tiče dinamike robnog uvoza (Slika 5.), njegova je godišnja stopa rasta prema podacima platne bilance i DZS-a u

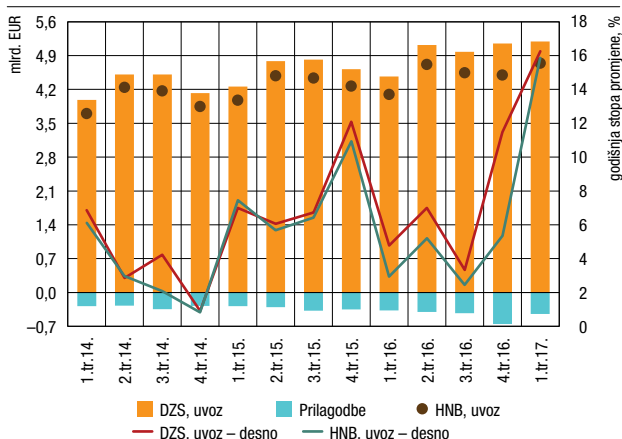
17 Prema rezultatima istraživanja uvedenog s primjenom BPM6

Slika 4. Prilagodbe uvoza robe u platnobilančnoj statistici



Izvori: DZS; HNB

Slika 5. Uvoz robe prema podacima vanjskotrgovinske (DZS) i platnobilančne (HNB) statistike



Napomena: Godišnje stope rasta za 2014. pod utjecajem su metodoloških promjena povezanih s ulaskom u EU.

Izvori: DZS; HNB

Tablica 1. Utjecaj prilagodbi u platnoj bilanci na vanjskotrgovinski saldo

	2014.	2015.	2016.	1.tr.2016.	1.tr.2017.
mil. EUR					
DZS, saldo (1)	-6.761	-6.955	-7.395	-1.774	-1.838
HNB, saldo (2)	-6.513	-6.975	-7.344	-1.763	-1.978
Razlika (3=2-1)	247	-20	51	11	-140
% BDP-a					
DZS, saldo (4)	-15,7	-15,9	-16,2	-15,9	-16,1
HNB, saldo (5)	-15,1	-15,9	-16,1	-15,8	-16,2
Razlika (6=5-4)	0,6	0,0	0,1	0,1	-0,1
Godišnja stopa promjene (% i postotni bodovi)					
DZS, saldo (7)	-2,6	2,9	6,3	5,0	2,2
HNB, saldo (8)	-1,1	7,1	5,3	0,3	10,2
Razlika (9=8-7)	1,4	4,2	-1,0	-4,7	8,0

Napomena: Relativni pokazatelji u 1.tr. iskazani su kao zbroj posljednja četiri tromjesečja. Godišnje stope rasta za 2014. pod utjecajem su metodoloških promjena povezanih s ulaskom u EU.

Izvori: DZS; HNB

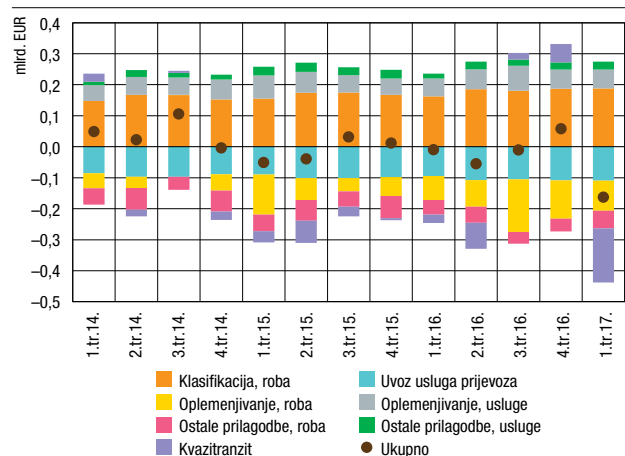
2015. bila gotovo podjednaka (7,5% prema 7,9%). Prošle je godine rast uvoza prema podacima platne bilance bio za gotovo 3 postotna boda niži (4,0% prema 6,6%), čemu je najviše pridonio visoki uvoz nerezidenata krajem godine. Na početku 2017. godišnje su se stope rasta prema ova dva izvora manje razlikovale (16,3% u odnosu na 15,9%).

Manjak na računu robe u platnoj bilanci može biti veći ili manji od vanjskotrgovinskog manjka koji iskazuje DZS, ovisno o tome imaju li opisane prilagodbe veći utjecaj na umanjeње izvoza ili uvoza (Tablica 1.). Tako je prošle godine umanjeње uvoza premašilo umanjeње izvoza, pa je manjak na računu robe u platnoj bilanci bio manji od manjka prema podacima DZS-a. Nasuprot tome, u prvom tromjesečju 2017. manjak je prema HNB-u bio veći jer je umanjeње izvoza premašilo umanjeње uvoza. Naime, nastavile su se bilježiti visoke vrijednosti kvazitrantita na strani izvoza (nakon zamjetnog uvoza u prethodnom razdoblju), ali ne i uvoza.¹⁸

Osim toga, valja voditi računa da spomenute prilagodbe djelomično utječu i na račun usluga u platnoj bilanci. Bruto vrijednost robe koja je predmet oplemenjivanja isključuje se s računa robe, no istovremeno se u razmjenu usluga uključuje neto vrijednost pruženih i primljenih usluga oplemenjivanja. U posljednje je tri godine neto izvoz tih usluga iznosio oko 0,2 mlrd. EUR, uz blagi trend rasta. Prilagodba za cif/fob klasifikaciju umanjuje robni uvoz, ali nešto više od polovine njezina iznosa (oko 0,4 mlrd. EUR godišnje), kao procijenjeni dio troškova prijevoza i osiguranja koji pripada nerezidentima, vraća se kroz uvoz usluga teretnog prijevoza. Također, s početkom primjene BPM6 usluge popravaka i održavanja robe postale su sastavni dio računa usluga, dok su se ranije bilježile na računu robe, a iznose oko 0,1 mlrd. EUR godišnje. Spomenute su prilagodbe blago nepovoljno djelovale na ukupan neto izvoz usluga u posljednje tri godine.

Ukratko, prilagodbama robne razmjene za potrebe sastavljanja platne bilance umanjuju se vrijednosti robnog izvoza i uvoza koje objavljuje DZS, pri čemu se dio prilagodbi odražava i na račun usluga u platnoj bilanci. Utjecaj svih spomenutih prilagodbi na saldo ukupne međunarodne razmjene robe i usluga (Slika 6.)

Slika 6. Utjecaj prilagodbi na saldo ukupne međunarodne razmjene robe i usluga



Izvor: HNB

¹⁸ Vrijednost prilagodbe za kvazitrantit ne mora biti jednaka na strani uvoza i izvoza, što se može objasniti vremenskim nepodudaranjem zbog skladištenja uvezene robe te razlikom u cijenama uvoza i izvoza (npr. zbog troškova prijevoza, skladištenja i osiguranja robe u optjecaju, sustava transfernih cijena multinacionalnih kompanija i sl.).

može biti pozitivan ili negativan. U posljednje se tri godine kretao u rasponu između povoljnog utjecaja od 0,2 mlrd. EUR na godišnjoj razini do blago nepovoljnog utjecaja, koji se pojačao početkom 2017. Pritom su, promatrano po vrstama prilagodbi, jedino prilagodbe za klasifikaciju kontinuirano imale povoljan učinak

na saldo tekućeg računa, dok su kvazitransit i ostale prilagodbe djelovale u suprotnom smjeru. Što se tiče oplemenjivanja, za razliku od povoljnog utjecaja u 2014., u posljednje su dvije godine ove prilagodbe nepovoljno djelovale na saldo tekućeg računa.

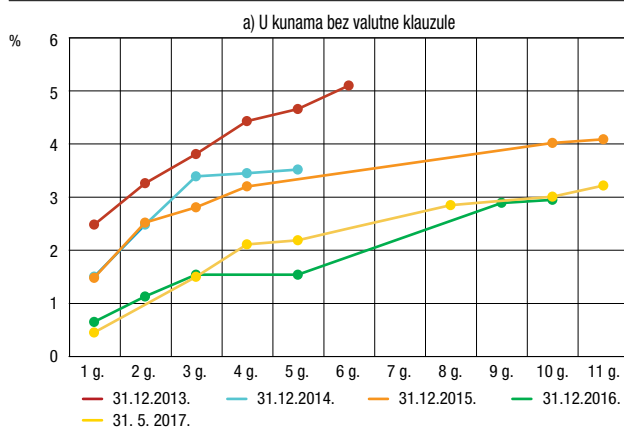
7. Financiranje privatnog sektora

Tijekom prve polovine 2017. nastavilo se poboljšavanje uvjeta financiranja. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise dodatno se smanjila s 0,65% u prosincu 2016. na dosad najnižih 0,45% u ožujku 2017., gdje se i zadržala u idućim mjesecima. Kod dugoročnijih troškova zaduživanja zabilježen je rast prinosa na petogodišnje kunske obveznice zbog njihove netipično niske razine krajem prethodne godine, dok se prinosi za desetogodišnje kunske obveznice nisu značajnije promijenili (Slika 7.1.a). Unatoč tome, izdanje petogodišnje kunske obveznice u

veljači realizirano je uz najniži prinos od početka zaduživanja države na domaćem tržištu kapitala (2,29%). Promatra li se krivulja prinosa za obveznice uz valutnu klauzulu u eurima, na kraju svibnja 2017. nema značajnih promjena u odnosu na kraj 2016. godine (Slika 7.1.b).

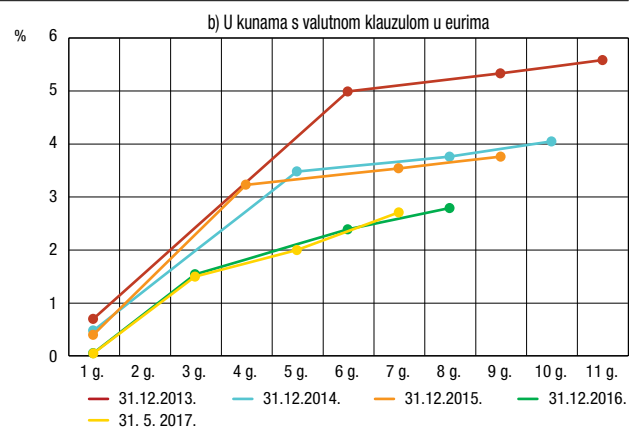
Pad cijene financiranja države u inozemstvu, procijenjene zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu, nastavio se te je vrijednost navedenog pokazatelja u svibnju 2017. iznosila 2,9%, dok je u lipnju došlo do

Slika 7.1. Prinosi do dospijeca na obveznice RH



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

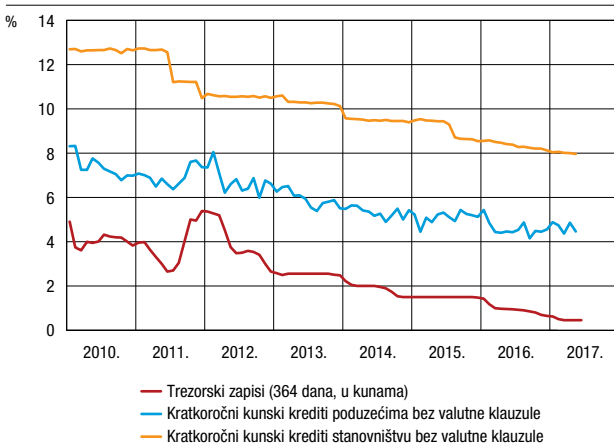
Izvor: HNB



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

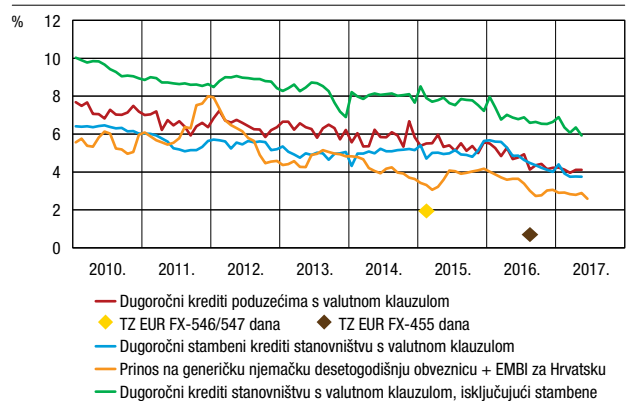
Izvor: HNB

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule



Izvori: MF; HNB

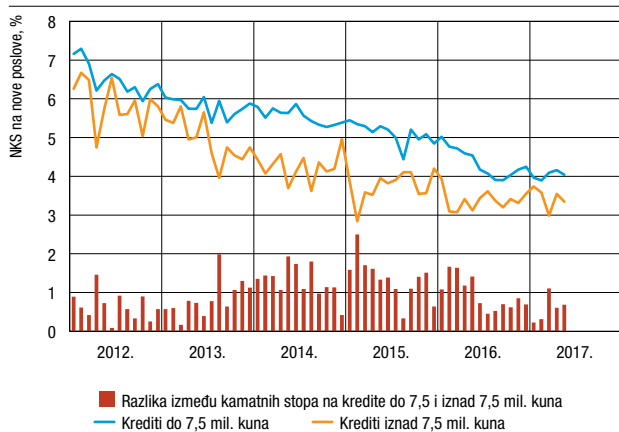
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



Napomena: EMBI je indeks (engl. *Emerging Market Bond Index*) koji pokazuje razliku 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.

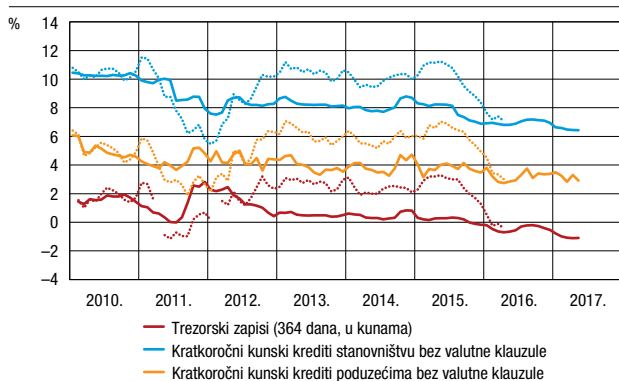
Izvori: MF; Bloomberg; HNB

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



Izvor: HNB

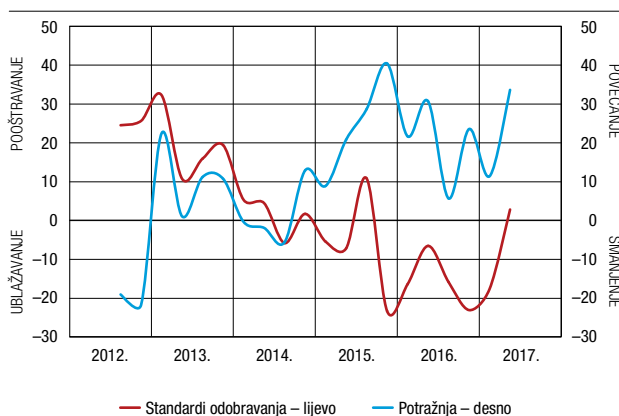
Slika 7.5. Ostvarene i očekivane realne kamatne stope



Napomena: Puni linijama prikazane su očekivane realne kamatne stope, odnosno nominalne kamatne stope deflacirane očekivanim vrijednostima indeksa potrošačkih cijena iz službene projekcije HNB-a, a pripadajućim crtkanim linijama ostvarene realne kamatne stope, odnosno nominalne kamatne stope deflacirane ostvarenim vrijednostima indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: DZS; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.6. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzeća



Napomena: Podacima je prikazan neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima.

Izvor: HNB

njegova pada na 2,6% (Slika 7.3.). Također, premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) za Hrvatsku u prvoj je polovini 2017. ostvarila zamjetljiv pad (za oko 70 baznih bodova) te je krajem lipnja iznosila 145 baznih bodova. Država je u ožujku 2017. izdala desetogodišnju obveznicu na inozemnom tržištu u iznosu od 1,25 mlrd. EUR uz prinos od 3,2%.

Tijekom prvih pet mjeseci 2017. kratkoročni i dugoročni troškovi financiranja poduzeća u prosjeku su se kretali oko razina dosegnutih potkraj prošle godine (slike 7.2. i 7.3.). Pritom su kamatne stope na kredite iznad 7,5 milijuna kuna, kojima se u pravilu financiraju velika poduzeća, i dalje kolebljivije i niže od kamatnih stopa na kredite manjih iznosa koji su pretežito usmjereni malim i srednje velikim poduzećima (Slika 7.4.). Ipak, razlika između kamatnih stopa na kredite do 7,5 milijuna kuna i kredite iznad tog iznosa tijekom prvih se pet mjeseci 2017. u prosjeku smanjila u odnosu na prethodnu godinu.

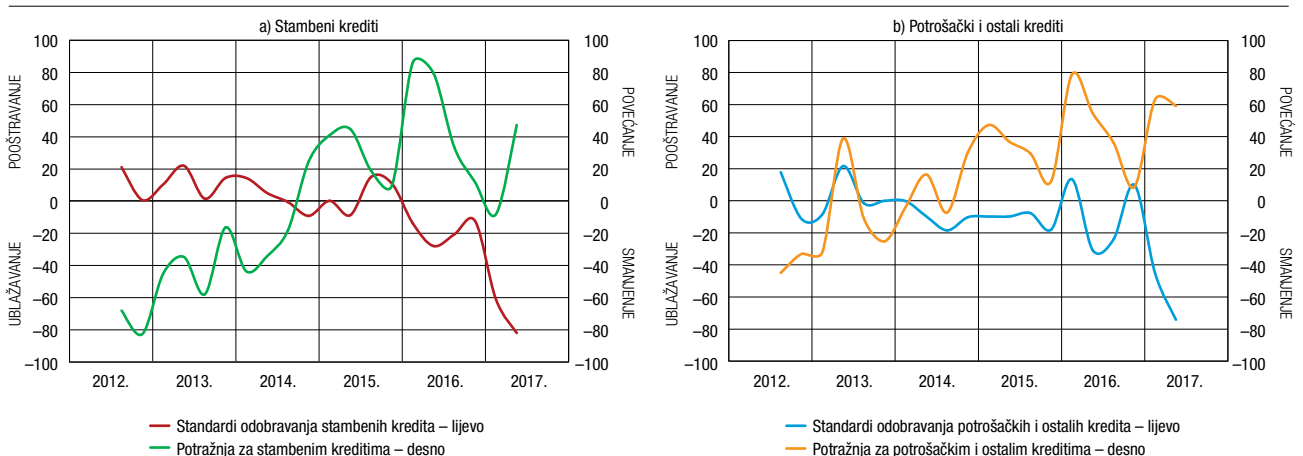
Kod sektora stanovništva kamatne stope na kratkoročne kredite u kunama te na dugoročne kredite uz valutnu klauzulu nastavile su se smanjivati u prvih pet mjeseci 2017. sličnim intenzitetom kao i prošle godine (slike 7.2. i 7.3.). To podjednako vrijedi za kamatne stope na stambene kredite te na potrošačke i ostale kredite. Poticaj padu domaćih kamatnih stopa, uz visoku likvidnost u monetarnom sustavu, dolazi i od daljnjeg smanjivanja troškova izvora sredstava banaka u obliku nastavka trenda snižavanja NRS-a¹⁹ te zadržavanja i dalje izrazito niskih razina EURIBOR-a. I kod realnih kamatnih stopa primjetljivo je usporevanje pada kratkoročnih troškova kuskog zaduživanja za sektor poduzeća te nastavak pada tih troškova za sektore kućanstava i države, iako su navedeni trendovi nešto sporiji u odnosu na kretanja usporedivih nominalnih stopa (Slika 7.5.).

Nakon šest uzastopnih tromjesečja ublažavanja standarda odobravanja kredita poduzećima u drugom tromjesečju 2017. zabilježeno je blago pooštavanje (Slika 7.6.). Prema odgovorima banaka iz Ankete o kreditnoj aktivnosti ublažavanju standarda za kredite poduzećima tijekom prve polovine 2017. ponajprije su pridonosili pojačana konkurencija među bankama i povoljni uvjeti likvidnosti, dok je na pooštavanje standarda u drugom tromjesečju najviše djelovala percepcija rizika. Potražnja za svim vrstama kredita poduzećima nastavlja rasti, pri čemu su u drugom tromjesečju zabilježena posebno povoljna kretanja. Rastu potražnje najviše pridonose potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala te investicija u fiksni kapital.

Kod sektora stanovništva u prvoj polovini 2017. godine zabilježeno je zamjetno ublažavanje standarda odobravanja kredita, i stambenih i potrošačkih te ostalih kredita (Slika 7.7.). Pritom je u drugom tromjesečju za obje vrste kredita ostvareno najsnažnije ublažavanje standarda od početka provođenja ankete. Ublažavanju standarda tijekom prve polovine 2017. također je najviše pridonijela konkurencija između banaka te pad troškova izvora sredstava, a poticajno su djelovala i pozitivna očekivanja o stanju na tržištu nekretnina u slučaju stambenih kredita te očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima kod potrošačkih i ostalih kredita. Zamjetan rast potražnje za potrošačkim i ostalim kreditima nastavio se u prvoj polovini godine, dok se potražnja za stambenim kreditima u drugom tromjesečju snažno oporavila nakon blagog pada u prvom tromjesečju. Pouzdanje potrošača činitelj je koji je tijekom prve polovine godine najviše utjecao na rast potražnje za obje vrste kredita, pri čemu se kod stambenih

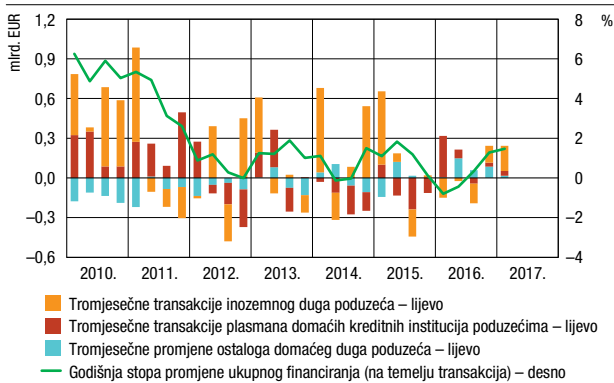
19 Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (prema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

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništva



Napomena: Podacima je prikazan neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.
Izvor: HNB

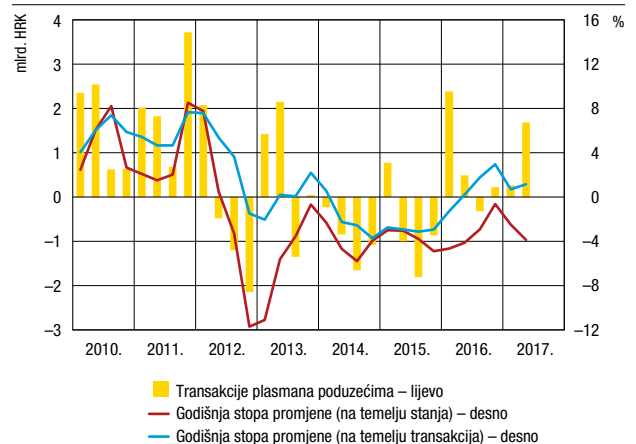
Slika 7.8. Financiranje poduzeća



Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za leasing i HBOR-a. Inozemno financiranje uključuje zaduživanje kod inozemnih banaka i inozemnih vlasnički povezanih poduzeća te isključuje učinak pretvaranja duga u kapital. Stopa promjene izračunata je na osnovi transakcija (osim za ostali domaći dug).

Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.9. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



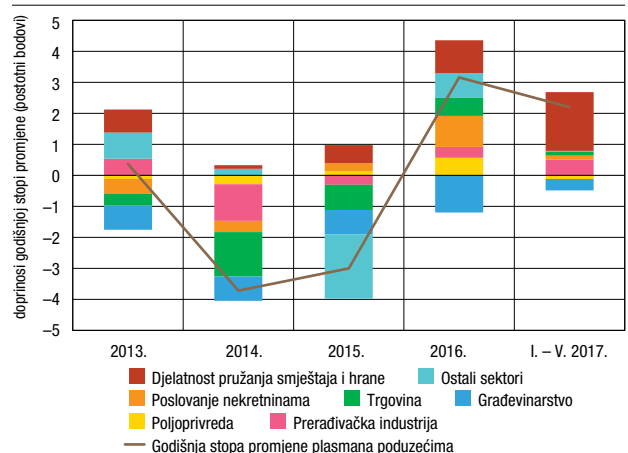
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2017. zaključno sa svibnjem
Izvor: HNB

kredita dodatno ističe povoljna perspektiva tržišta nekretnina, a kod potrošačkih i ostalih kredita povećana potrošnja trajnih potrošnih dobara.

Ukupni dug nefinancijskih poduzeća²⁰ nastavio je blago rasti i tijekom prvog tromjesečja 2017. Pritom je raslo zaduživanje poduzeća i u zemlji i inozemstvu. Rast ukupnog duga na godišnjoj razini malo se ubrzao te je krajem ožujka 2017. iznosio 1,5% (na osnovi transakcija, Slika 7.8.). Godišnjem prirastu najviše je pridonijelo povećanje domaćeg financiranja privatnih poduzeća, a u malo manjoj mjeri njihovo inozemno zaduživanje. S druge strane, javna su se poduzeća razdužila i prema domaćim i prema inozemnim vjerovnicima.

Plasmani domaćih kreditnih institucija poduzećima porasli su u prvih pet mjeseci 2017. za 1,9 mlrd. kuna ili 2,1% (na osnovi transakcija, Slika 7.9.). Pritom se njihov godišnji rast blago usporio te je krajem svibnja iznosio 1,1% (na osnovi transakcija). Nominalno stanje plasmana poduzećima nastavilo se smanjivati.

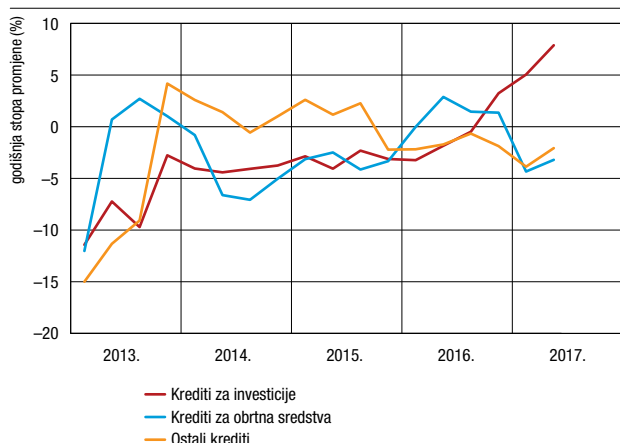
Slika 7.10. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Izvor: HNB

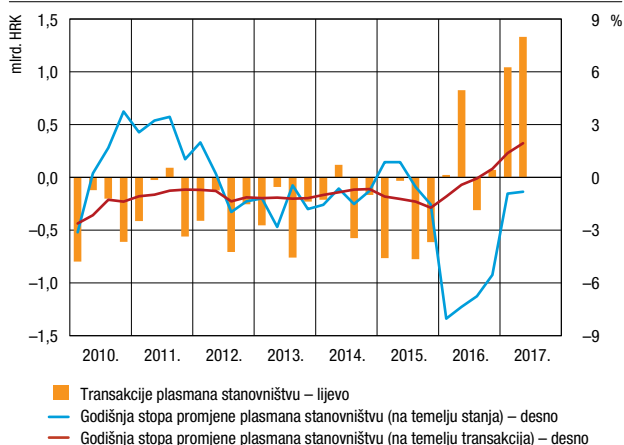
²⁰ Ukupni dug nefinancijskih poduzeća uključuje dug privatnih i javnih poduzeća (osim javnih poduzeća koja su uključena u sektor opće države).

Slika 7.11. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



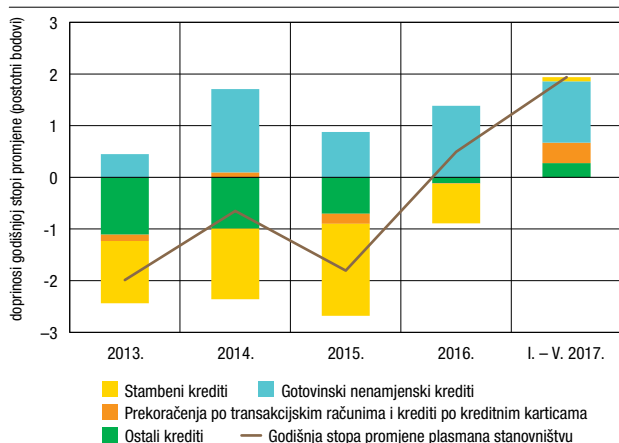
Napomena: Podaci zaključno sa svibnjem 2017.
Izvor: HNB

Slika 7.12. Plasmani stanovništvu



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2017. zaključno sa svibnjem
Izvor: HNB

Slika 7.13. Rast plasmana stanovništvu po vrsti kredita na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Krajem svibnja zabilježeno je tako godišnje smanjenje od 3,9%, poglavito pod utjecajem prodaja neprihodonosnih plasmana.

Najveći pozitivan doprinos rastu domaćih plasmana poduzećima i nadalje dolazi od kreditiranja djelatnosti pružanja smještaja i hrane (Slika 7.10.). Prirast plasmana toj djelatnosti tijekom prvih pet mjeseci 2017. bio je gotovo dvostruko veći od njihova rasta u cijeloj prošloj godini, što odražava intenziviranje ulaganja turističkog sektora. U prvih pet mjeseci 2017. ističe se i rast kreditiranja prerađivačke industrije, dok se razduživanje nastavilo u građevinarstvu, iako slabijim intenzitetom nego u 2016. Promatra li se kreditiranje poduzeća po namjeni, vidljivo je da se dinamiziranje kreditne aktivnosti događa pod utjecajem rasta kredita za investicije (Slika 7.11.).

Godišnji rast plasmana stanovništvu ubrzava se od listopada 2016. te je krajem svibnja dosegnuo stopu od 1,9% (na osnovi transakcija, Slika 7.12.), dok je prirast u prvih pet mjeseci 2017. iznosio 2,0%. Nastavak pada kamatnih stopa, ublažavanje standarda odobravanja kredita te oporavak gospodarske aktivnosti utjecali su na intenziviranje oporavka kreditiranja stanovništva. Promatrano po vrstama kredita, tijekom prvih pet mjeseci rast su zabilježile sve glavne vrste kredita (Slika 7.13.), pri čemu i nadalje prednjači povećanje gotovinskih nenamjenskih kredita. Usto, nastavio se i trend rasta kunškoga kreditiranja pa su krajem svibnja kunski plasmani činili 45% ukupnih plasmana stanovništvu. S druge strane, nominalno stanje plasmana stanovništvu bilo je krajem svibnja manje za 0,8% na godišnjoj razini, što je uglavnom bilo rezultat prodaja neprihodonosnih plasmana i jačanja kune, dok se utjecaj djelomičnog otpisa kredita indeksiranih uz švicarski franak povezanog s postupkom konverzije zamjetno smanjio.

Projecirana kretanja

Do kraja tekuće godine očekuje se nastavak postupnog oporavka domaće kreditne aktivnosti. Ocjenuje se da bi godišnja stopa rasta plasmana u 2017. tako mogla dosegnuti 3,9% (na osnovi transakcija), uz nastavak sličnih trendova i u 2018. godini. Pritom se očekuje ubrzanje rasta plasmana i poduzećima i stanovništvu u skladu s očekivanjem jačanjem poslovnog i potrošačkog optimizma te time i daljnjim rastom investicija odnosno osobne potrošnje. Usto, prirastu plasmana stanovništvu pridonijet će i najavljeni program Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita koji bi trebao započeti u drugoj polovini 2017., dok na rast plasmana poduzećima u 2017. utječe i dodatno zaduživanje koncerna Agrokor koje bi se djelomice trebalo realizirati iz domaćih izvora. S druge strane, nominalni rast plasmana u 2017. bit će zamjetno manji od onoga na osnovi transakcija zbog utjecaja prodaja i otpisa neprihodonosnih plasmana.

Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta uravnoteženi su. Glavni negativni rizik jest neizvjesnost povezana s tijekom restrukturiranja koncerna Agrokor i moguće snažnije prelijevanje njegovih negativnih učinaka na poslovanje Agrokorovih dobavljača i vjerovnika. Usto, potencijalni poremećaji na valutnim tržištima, prisutni politički rizici te neizvjesnosti glede budućih poteza monetarnih politika Feda i ESB-a mogu izazvati porast cijene zaduživanja na financijskim tržištima. S druge strane, značajnije poboljšavanje domaćih uvjeta financiranja i kreditne potražnje nastavlja se, pa u uvjetima nastavka oporavka domaćega gospodarstva sve zajedno može pozitivno djelovati na dinamiziranje kreditne aktivnosti, a nastavak čišćenja neprihodonosnih plasmana iz bilanca banaka može stvoriti povoljne osnove za brži kreditni rast u srednjoročnom razdoblju.

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

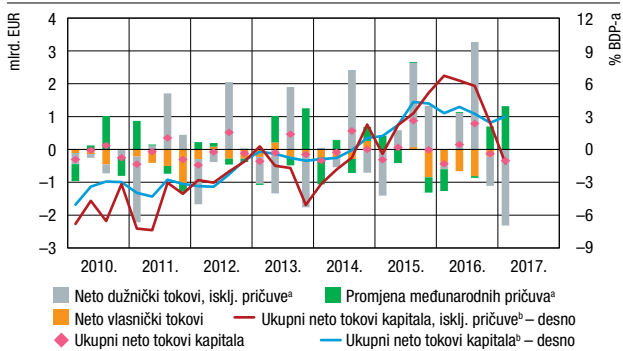
U prvom tromjesečju 2017. zabilježen je razmjerno snažan priljev kapitala. Neto obveze domaćih sektora prema inozemstvu, isključujući promjenu bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a²¹, povećale su se za 2,3 mlrd. EUR. Gotovo cjelokupan iznos odnosio se na porast neto dužničkih obveza domaćih sektora, i to najviše poslovnih banaka i središnje države koja je u ožujku na inozemnom tržištu izdala obveznicu vrijednu 1,25 mlrd. EUR. Kako je izdanje bilo namijenjeno refinanciranju državne inozemne obveznice s dospijecom u travnju, sredstva su privremeno deponirana kod središnje banke pa su povećane i međunarodne pričuve. Stoga je ukupan neto priljev na financijskom računu bio niži te je iznosio 1,0 mlrd. EUR.

Što se tiče vlasničkih ulaganja u prvom tromjesečju 2017., podjednako su se povećali imovina i obveze domaćih sektora,

i to za 0,3 mlrd. EUR. Taj se porast na strani imovine odnosi na izravna vlasnička ulaganja domaćih subjekata u inozemstvo, uglavnom u djelatnosti telekomunikacija, te na portfeljna ulaganja u inozemne dionice i vlasničke udjele. Porast obveza odnosi se na nova izravna vlasnička ulaganja, većinom u sektoru nekretnina i trgovini, te na zadržanu dobit. Zadržana je dobit u prvom tromjesečju 2017. manja u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zbog pojačanih isplata dividenda, ali i zbog smanjene dobiti domaćih subjekata u stranom vlasništvu (detaljnije opisano u poglavlju 6. Tekući i kapitalni račun platne bilance).

Snažan neto priljev dužničkoga kapitala u prvom tromjesečju 2017. nastao je istodobno kao rezultat smanjenja inozemne imovine domaćih sektora te porasta njihovih obveza prema inozemstvu. Svoju neto dužničku poziciju prema inozemstvu najviše su

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



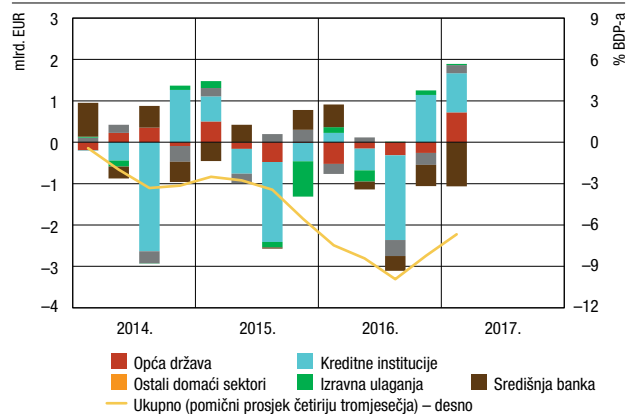
^a Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.

^b Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

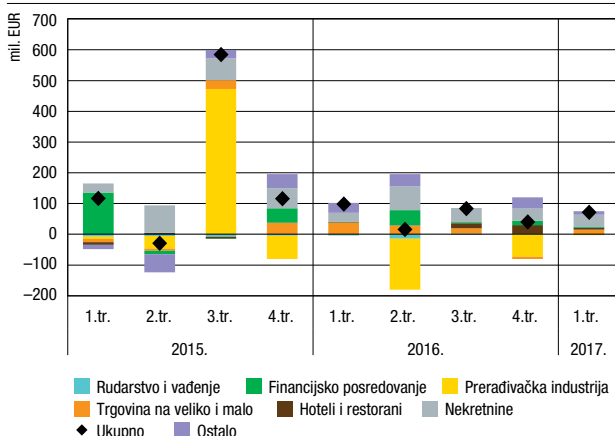
Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



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

Izvor: HNB

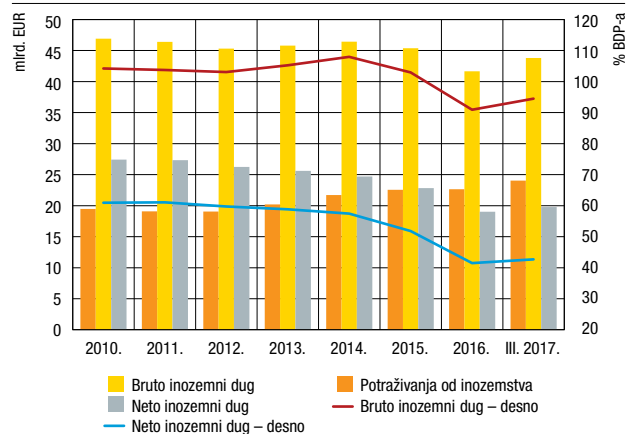
Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



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

Izvor: HNB

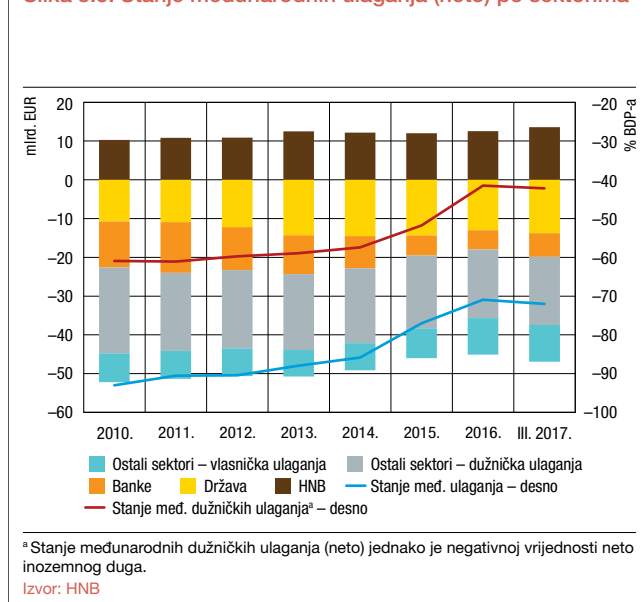
Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



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

Izvor: HNB

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



pgoršale kreditne institucije, smanjenjem inozemne imovine za 0,9 mlrd. EUR. Ta su devizna sredstva djelomično bila namijenjena ulaganju domaćih institucionalnih investitora u inozemno izdane državne obveznice. Od izdavanja državnih obveznica nerezidentni su investitori kupili oko dvije trećine iznosa pa su neto obveze središnje države prema inozemstvu povećane za 0,7 mlrd. EUR. Inače, posljednje je izdavanje državne obveznice imalo neutralan učinak na saldo financijskog računa jer je država tako prikupljena sredstva, uključujući dio koji su upisali domaći institucionalni investitori, deponirala kod središnje banke. To je, naime, pridonijelo privremenom rastu međunarodnih pričuva i poboljšanju neto inozemne pozicije središnje banke. Povećanju ukupnih neto dužničkih obveza pridonijeli su i ostali domaći sektori s 0,4 mlrd. EUR novih neto obveza, što manjim dijelom uključuje i zaduživanje kod vlasnički povezanih poduzeća.

Zbog porasta neto dužničkih obveza u prvom je tromjesečju 2017. zaustavljen trend poboljšanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Tako se do kraja ožujka neto inozemni dug povećao na 19,8 mlrd. EUR ili 42,7% BDP-a, što je za 1,2 postotna boda više nego na kraju prethodne godine. Istodobno je bruto inozemni dug povećan na 43,8 mlrd. EUR, odnosno 94,5% BDP-a ili za 3,6 postotnih bodova više nego na kraju 2016. Ipak, već se u travnju stanje inozemnog duga ponovo smanjilo, nakon što je središnja država otplatila dospjelu obveznicu, te su se drugi sektori djelomično razdužili.

Glede relativnih pokazatelja, pogoršano je i stanje međunarodnih ulaganja RH sa -71,0% BDP-a, koliko je iznosilo na kraju 2016., na -72,0% BDP-a na kraju prvog tromjesečja 2017. Promatrano po domaćim sektorima, to je pogoršanje najvidljivije kod poslovnih banaka, dok je pogoršanje kod sektora države

nadomješteno poboljšanjem kod središnje banke.

Projicirana kretanja

Na financijskom računu platne bilance u 2017., već četvrtu godinu zaredom, očekuje se neto odljev kapitala. Predviđeno smanjenje neto obveza od 1,7 mlrd. EUR moglo bi biti za polovinu veće nego u 2016., pri čemu bi rast neto vlasničkih obveza mogao biti znatno niži, dok bi se intenzitet neto razduživanja domaćih sektora mogao usporiti. Takva bi kretanja mogao pratiti i snažniji rast međunarodnih pričuva.

Neto priljev vlasničkih ulaganja u 2017. mogao bi iznositi samo 0,6% BDP-a. Pritom je izvjesno da bi ulaganja domaćih subjekata u inozemstvo mogla nadmašiti prošlogodišnja ostvarenja, što je već djelomice realizirano u prvom tromjesečju. Što se tiče inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku, u 2017. predviđa se zamjetljivo slabiji priljev (oko trećine prošlogodišnje vrijednosti), prije svega zbog očekivane niže zadržane dobiti domaćih poslovnih subjekata u vlasništvu nerezidenata. Naime, kao i u prvom tromjesečju, u ostatku 2017. očekuje se ne samo niža dobit poslovanja u tekućem razdoblju, primarno poslovnih banaka zbog dodatnih rezervacija za gubitke povezane s koncernom Agrokor, već i pojačane isplate dividenda na temelju visoke dobiti ostvarene u prethodnoj godini. Kako učinci rezervacija na dobit banaka budu postupno iščezavali, u 2018. zadržana bi se dobit mogla oporaviti, a to bi uz priljev novih inozemnih ulaganja u proizvodne djelatnosti i turizam moglo vratiti izravna ulaganja u Hrvatsku na prosječnu razinu iz prethodnih godina (približno 3% BDP-a).

Nakon izraženoga privremenog porasta duga u prvom tromjesečju 2017. u nastavku se godine očekuje značajan pad neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu. Ipak, u cijeloj 2017. godini razduživanje bi moglo biti slabije nego u 2016. Značajan pad duga očekuje se kod središnje države koja je već u travnju otplatila inozemnu obveznicu. U nastavku godine predviđa se i neto razduživanje poslovnih banaka kojim će se neutralizirati porast neto obveza iz prvog tromjesečja. Ostali domaći sektori također će se blago razduživati. U 2018. neto dužničke obveze domaćih sektora trebale bi se nastaviti dodatno smanjivati, a u tome će presudnu ulogu imati daljnje razduživanje poslovnih banaka i poduzeća. U takvim uvjetima prognozira se i zamjetljivo poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Primjerice, do kraja 2018. pokazatelj bruto inozemnog duga mogao bi se smanjiti na ispod 80% BDP-a, s 91% BDP-a koliko je iznosio na kraju 2016.

Rizici vezani uz projekciju tokova kapitala uglavnom se odnose na dinamiku razduživanja prema inozemstvu, posebice uzmu li se u obzir neizvjesnosti povezane s uvjetima financiranja na međunarodnom tržištu. Osim toga, eventualno pogoršanje globalne investicijske klime moglo bi utjecati na ionako niske priljeve vlasničkoga kapitala budući da se još uvijek ne vide znake jačeg privlačenja inozemnih ulagača.

9. Monetarna politika

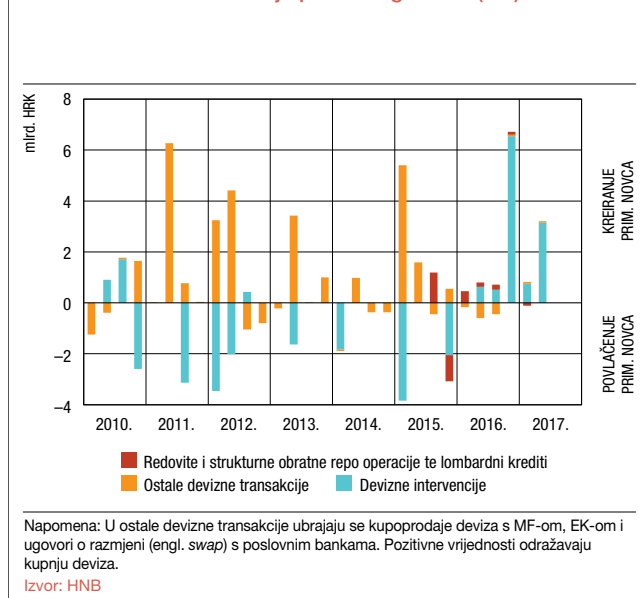
HNB je tijekom prve polovine 2017. nastavio s provođenjem ekspanzivne monetarne politike. Kunska likvidnost bankovnog sustava dodatno je osnažena deviznim intervencijama kojima su ublaženi pritisci na jačanje domaće valute. Naime, nakon zamjetnog otkupa deviza krajem 2016. HNB je u lipnju od banaka otkupio ukupno 424,0 mil. EUR. Tijekom prve polovine 2017. središnja je banka od Ministarstva financija otkupila 15,9 mil. EUR, dok s Europskom komisijom nije bilo transakcija. Tako je tijekom prvih šest mjeseci 2017. svim deviznim transakcijama ostvaren neto otkup deviza od 539,9 mil. EUR, čime su kreirane 4,0 mlrd. kuna (Slika 9.1.)²².

Glede kunskih operacija, prosječno stanje sredstava plasiranih putem redovitih tjednih obratnih repo operacija tijekom prva dva mjeseca 2017. iznosilo je 0,1 mlrd. kuna, dok se fiksna repo

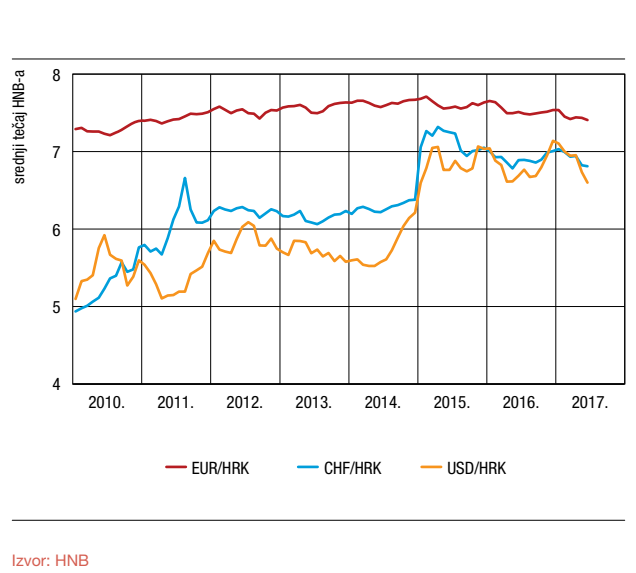
stopa zadržala na 0,3%. Međutim, od početka ožujka do sredine godine HNB uglavnom nije plasirao sredstva kroz tjedne operacije budući da je u uvjetima izdašne kunske likvidnosti izostao interes banaka. Tijekom prve polovine 2017. strukturnim repo operacijama nisu kreirana dodatna sredstva te je njihovo stanje krajem lipnja bilo jednako onom na kraju prethodne godine (1,0 mlrd. kuna).

Prosječni višak kunske likvidnosti u prvih šest mjeseci 2017. udvostručio se na 15,7 mlrd. kuna, sa 7,6 mlrd. kuna koliko je iznosio u 2016. godini (Slika 9.2.), što je ponajprije bilo rezultat kreiranja primarnog novca opisanim deviznim intervencijama. U takvim se uvjetima prosječna ponderirana prekoćna međubankovna kamatna stopa spustila s 0,41% u 2016. na 0,06% u prvoj polovini 2017. godine. Pritom je u lipnju zabilježen skok

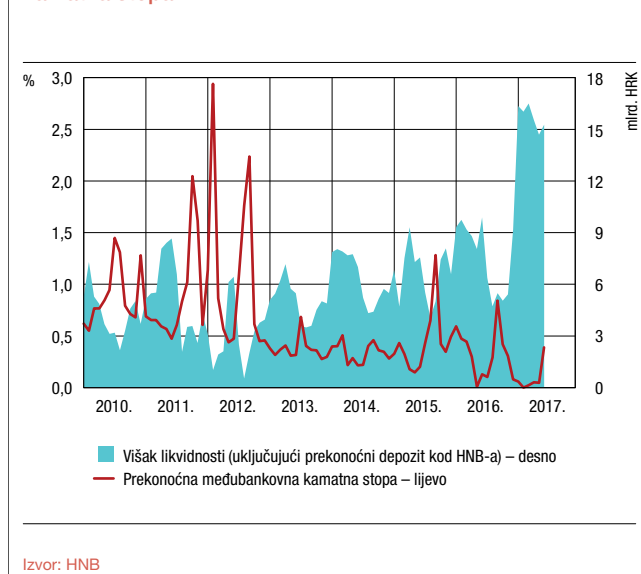
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



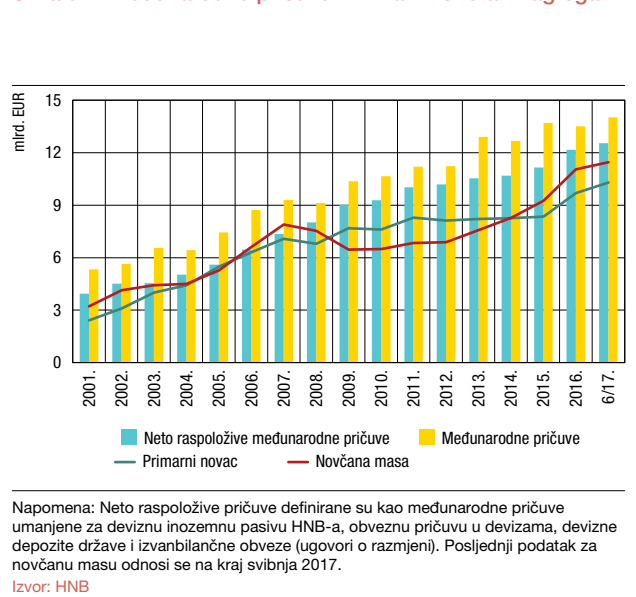
Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa

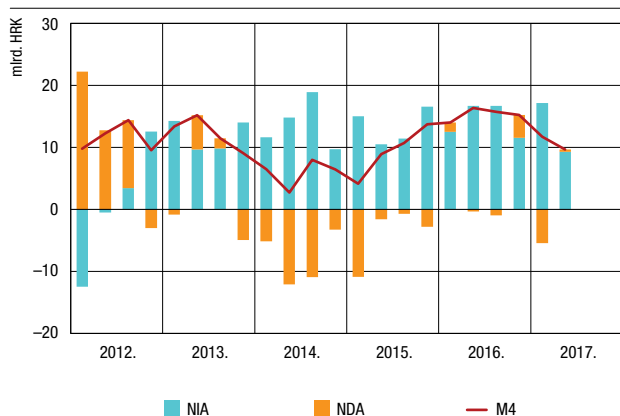


Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



²² Podaci za prvu polovinu 2017. uključuju izravnu kupnju deviza od banaka izvan aukcije od 100,0 mil. EUR na dan 29. prosinca 2016. budući da je datum valute te transakcije bio 2. siječnja 2017. godine.

Slika 9.5. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4



Napomena: Apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci isključujući utjecaj tečaja. Podaci za drugo tromjesečje 2017. zaključno sa svibnjem.

Izvor: HNB

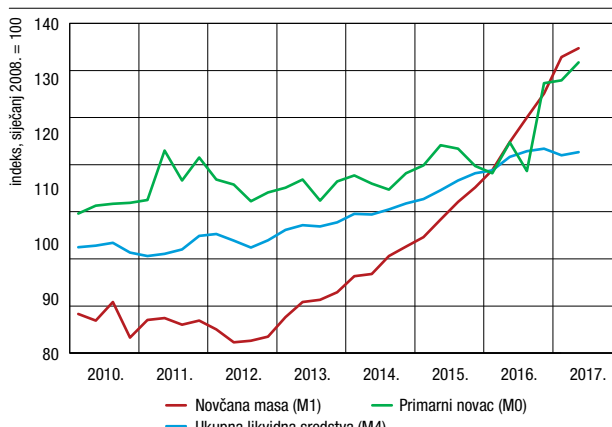
međubankovne kamatne stope na 0,39%, ali to je bio odraz samo jedne provedene transakcije u tom mjesecu.

Nominalni tečaj kune prema euru u prvih je šest mjeseci 2017. aprecirao za 2,0%, spustivši se s razine od 7,56 EUR/HRK na kraju 2016. na 7,41 EUR/HRK na kraju lipnja (Slika 9.3.). Prosječni tečaj u tom razdoblju bio je za 1,5% niži u odnosu na prvu polovinu 2016. godine. Aprecijacija tečaja povezana je s nastavkom povoljnih rezultata u turizmu, jačanjem priljeva sredstava od fondova EU-a te općenito oporavkom gospodarske aktivnosti i smanjenjem fiskalnih rizika. Na godišnjoj je razini kuna također ojačala prema euru, pa je krajem lipnja tečaj bio niži za 1,4% u odnosu na sredinu 2016. godine. Kuna je tijekom prvih šest mjeseci ojačala i prema američkom dolaru i švicarskom franku, što odražava jačanje eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

Bruto međunarodne pričuve na kraju lipnja 2017. iznosile su 14,0 mlrd. EUR (Slika 9.4.) i bile su za 0,5 mlrd. EUR (3,8%) veće nego na kraju 2016. godine. Povećanju bruto pričuva pridonio je neto otkup deviza, ali i viša razina ugovorenih repo poslova u odnosu na kraj prethodne godine. Neto raspoložive pričuve u istom su razdoblju zabilježile povećanje od 0,4 mlrd. EUR (3,2%). Bruto i neto međunarodne pričuve i dalje premašuju novčanu masu (M1) i primarni novac (M0).

Godišnji rast ukupnih likvidnih sredstava M4 nastavio se usporavati (Slika 9.5.). Tome je, uz izostanak povećanja neto

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



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2017. odnose se na kraj svibnja, osim podataka za primarni novac koji se odnose na kraj lipnja.

Izvor: HNB

domaće aktive, pridonijelo i usporavanje rasta neto inozemne aktive kreditnih institucija, na što utječe smanjenje njihove inozemne imovine, ali i usporavanje inozemnog razduživanja na godišnjoj razini. Unatoč tome, krajem svibnja inozemna imovina kreditnih institucija i nadalje je premašivala njihove inozemne obveze.

Tijekom prvih pet mjeseci 2017. nastavio se višegodišnji trend snažnog rasta realne novčane mase (M1), čemu pridonosi sklonost domaćih sektora držanju likvidnije financijske imovine u uvjetima pada kamatnih stopa na depozite i oporavka gospodarske aktivnosti (Slika 9.6.). S druge strane, realna ukupna likvidna sredstva (M4) blago su se smanjila tijekom prvih pet mjeseci, na što je djelovao i porast inflacije. U strukturi monetarnog agregata M4 primjetan je trend pada deviznih depozita stanovništva. Realna vrijednost primarnog novca (M0), nakon zamjetnog povećanja krajem 2016. zbog otkupa deviza od banaka, dodatno se povećala do kraja lipnja, također zbog otkupa deviza od banaka u tom mjesecu.

U uvjetima niske inflacije i još uvijek blagog oporavka kreditiranja monetarna politika zadržat će ekspanzivni karakter uz nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. To podrazumijeva podupiranje visoke likvidnosti monetarnog sustava putem strukturalnih i redovitih repo operacija, dok će se devizne intervencije koristiti prema potrebi.

10. Javne financije

Snažna fiskalna prilagodba koja je obilježila 2015. nastavila se i prošle godine, te je manjak opće države u 2016. iznosio samo 2,7 mlrd. kuna ili 0,8% BDP-a. Takva su proračunska ostvarenja posljedica zamjetnog povećanja prihoda, djelomice zbog povoljnih cikličkih kretanja i umjerenog rasta rashodne strane proračuna. S obzirom na nisku razinu manjka opće države i nastavak oporavka gospodarske aktivnosti, u 2016. je zabilježeno prvo izraženije godišnje smanjenje udjela duga opće države u BDP-u od 2007. godine te je on na kraju prošle godine iznosio 83,7% BDP-a.

Zahvaljujući smanjenju manjka u 2016. godini ispod

referentne razine koju zahtijevaju pravila Pakta o stabilnosti i rastu te očekivanjima o nastavku smanjenja duga opće države odgovarajućom brzinom, Vijeće Europske unije u lipnju je ove godine na prijedlog Europske komisije donijelo odluku o izlasku Hrvatske iz procedure pri prekomjernom manjku (više o tome u Okviru 4.).

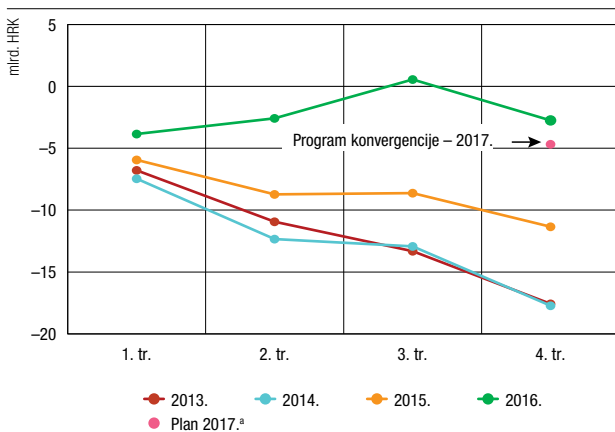
Prema ovogodišnjem Programu konvergencije RH u 2017. se očekuje samo blago povećanje manjka u odnosu na 2016., a dug opće države trebao bi se nastaviti smanjivati. Pritom je predviđeno povećanje manjka rezultat smanjenja prihoda opće države (u postocima BDP-a) zbog izmjena poreznog zakonodavstva

kojima se smanjilo porezno opterećenje, posebice kroz izmjene poreza na dohodak.

Kada je riječ o dostupnim ostvarenjima za 2017. godinu, gotovinski podaci MF-a za prvo tromjesečje upućuju na izraženo povećanje manjka na početku godine u odnosu na isto razdoblje 2016., a sličan zaključak proizlazi i iz kretanja duga opće države. Takva su kretanja djelomično bila određena ranijom isplatom subvencija poljoprivrednicima nego prošle godine.

Prema gotovinskim podacima MF-a (metodologija GFS 2001) u prva tri mjeseca ove godine prihodi opće države nastavili su se povećavati na godišnjoj razini. Rastu prihoda pritom su najviše pridonijeli socijalni doprinosi zbog rasta mase bruto plaća te pomoći, što je vjerojatno povezano s rastom transfera iz proračuna EU-a. Povećali su se i porezni prihodi, pri čemu je povećanju najviše pridonio rast prihoda od PDV-a. Navedeno se poglavito može povezati s rastom osobne potrošnje, dok je u suprotnom smjeru djelovalo smanjenje stope PDV-a na skupinu proizvoda od siječnja ove godine. Iako su porezne izmjene u sustavu PDV-a uključivale i povećanje stope za usluge u ugostiteljstvu, značajniji pozitivan učinak na prihode vjerojatno će biti vidljiv tek u nastavku godine s početkom turističke sezone.

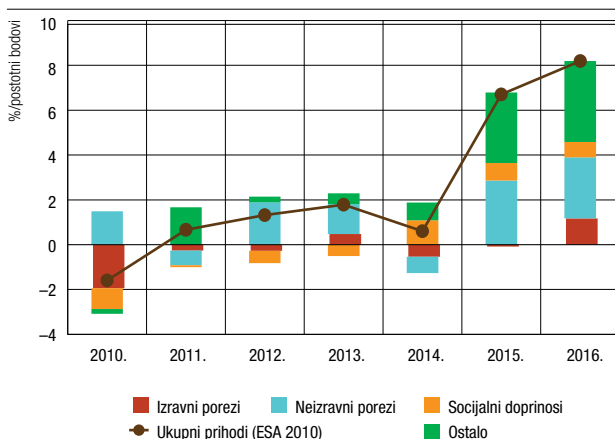
Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima (ESA 2010)



^a Plan salda opće države za 2017. prikazan je na temelju informacija iz Programa konvergencije RH za razdoblje 2017. – 2020.

Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

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



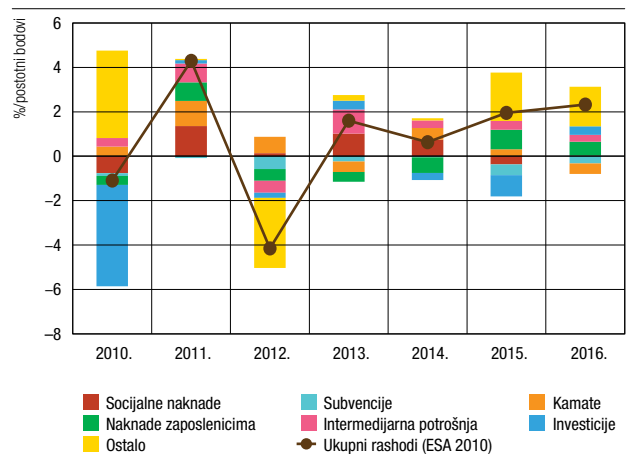
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

S druge strane, prihodi od poreza na dohodak zamjetljivo su smanjeni kao posljedica poreznih izmjena, a smanjili su se i prihodi od trošarina poglavito zbog pada trošarina na duhanske preradevine.

Istodobno, godišnji rast rashoda konsolidirane opće države (prema metodologiji GFS 2001) bio je snažniji u odnosu na rast prihoda. To je posljedica ranije isplate subvencija ove godine, zbog čega su one u prvom tromjesečju 2017. bile znatno veće nego u istom razdoblju lani. Povećani su i rashodi za zaposlene, što je uglavnom povezano s povećanjem plaća u javnim i državnim službama za 2% od siječnja ove godine (s isplatom u veljači), rashodi za korištenje dobara i usluga te tzv. ostali rashodi. Rast potonje stavke mogao bi, međutim, biti uglavnom povezan s transferom sredstava iz proračuna EU-a korisnicima izvan ovog proračuna. S druge strane, zbog povoljnijih uvjeta zaduživanja te smanjenja potreba za zaduživanjem tijekom prošle godine rashodi za kamate nastavili su se smanjivati, a u istom smjeru kretali su se i rashodi za socijalne naknade.

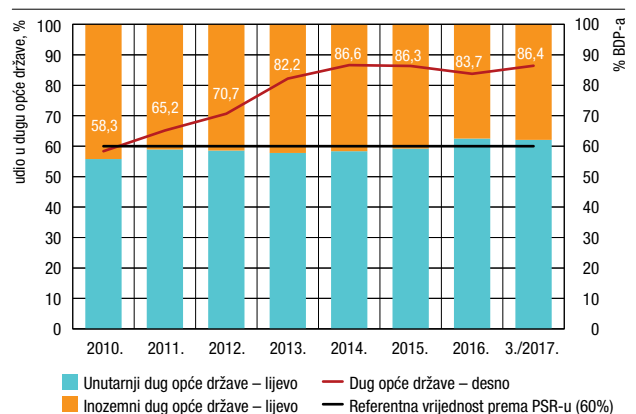
Dug opće države na kraju je ožujka ove godine iznosio 300,1 mlrd. kuna ili 11,1 mlrd. kuna više u odnosu na kraj 2016. godine. Međutim, snažan porast duga poglavito je posljedica

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



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

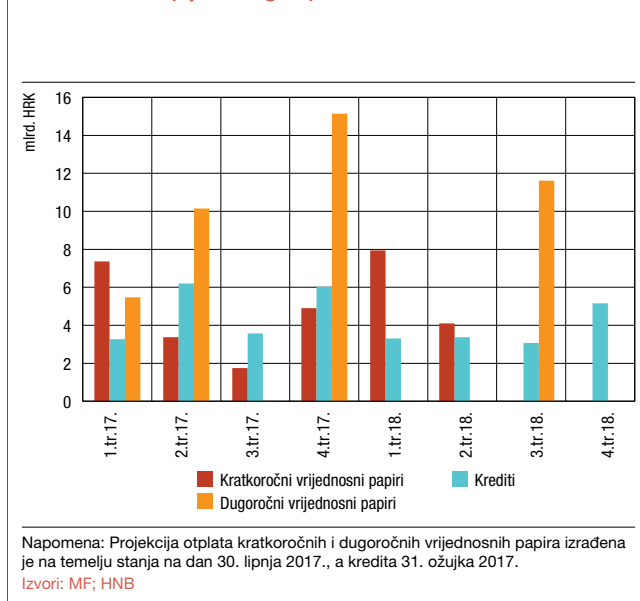
Slika 10.4. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju ožujka 2017. korišten je nominalni BDP izračunat kao zbroj BDP-a za prvo tromjesečje 2017. i prethodna tri dostupna tromjesečna podatka.

Izvor: HNB

Slika 10.5. Dospijeaća duga opće države



predfinanciranja duga koji je dospio na naplatu u drugom tromjesečju. Tako je u ožujku izdana inozemna obveznica u ukupnom iznosu od 1,25 mlrd. EUR čija su se sredstva uglavnom iskoristila za refinanciranje oko 1,1 mlrd. EUR vrijedne inozemne obveznice koja je dospjela krajem travnja. Osim inozemne obveznice, država je u prvom tromjesečju izdala i 8,5 mlrd. kuna vrijedne domaće obveznice koje su se djelomično iskoristile za refinanciranje dospjelih obveznica u istom razdoblju, a djelomice za financiranje manjka proračuna. Valja spomenuti kako je prinos na nova izdanja obveznica znatno niži u odnosu na prinos koji se plaćao na ranija izdanja. Primjerice, inozemna obveznica iz ožujka ove godine izdana je uz prinos do dospelja od 3,2%, dok je obveznica koja je dospjela u travnju bila izdana uz gotovo dvostruko veći prinos (6,375%). Povoljniji uvjeti financiranja utjecat će tako na daljnji pad kamatnih rashoda opće države u budućim razdobljima.

U drugom polugodištu 2017. općoj državi dospelja na naplatu oko 9% BDP-a obveza, što se najviše odnosi na obveze na osnovi trezorskih zapisa (ističe se 1,5 mlrd EUR trezorskih zapisa s dospeljem u studenome) i kreditnih zaduženja.

Okvir 4. Izlazak Hrvatske iz procedure pri prekomjernom manjku

Manjak opće države smanjio se u 2016. na samo 0,8% BDP-a, što je znatno ispod referentne razine od 3% BDP-a koju nalažu pravila Pakta o stabilnosti i rastu. Kako se u idućem srednjoročnom razdoblju predviđa i nastavak smanjivanja duga opće države odgovarajućom brzinom, Europska komisija je u svibnju 2017. predložila, a Vijeće Europske unije u lipnju potvrdilo izlazak Hrvatske iz procedure pri prekomjernom manjku u kojoj se RH nalazila od početka 2014. godine. Podaci upućuju kako je ostvarena prilagodba manjka opće države uglavnom posljedica smanjenja strukturnog manjka, čemu su pridonijele mjere i na prihodnoj i na rashodnoj strani proračuna, a tek manjim dijelom povoljnih cikličkih kretanja.

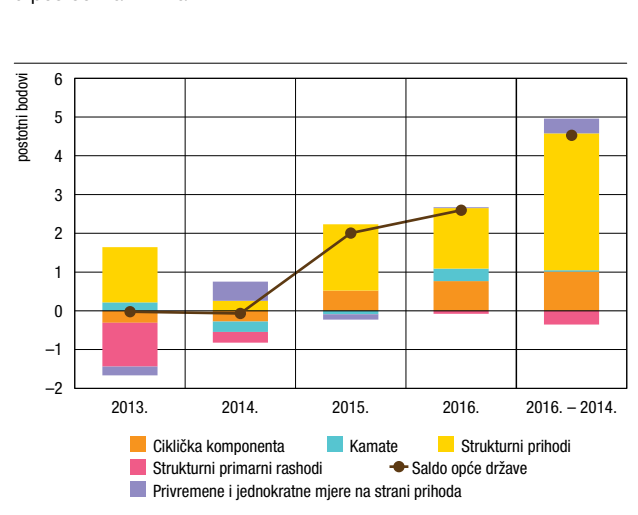
Punopravnim članstvom u Europskoj uniji od sredine 2013. na Hrvatsku su se počele primjenjivati odredbe Pakta o stabilnosti i rastu (PSR). Budući da nije ispunjavala kriterije PSR-a vezane uz proračunski manjak i dug opće države, za Hrvatsku je početkom 2014. pokrenuta procedura pri prekomjernom manjku²³. Vijeće EU-a na prijedlog Europske komisije donijelo je preporuke za snižavanje prekomjernog manjka, definirajući 2016. kao krajnju godinu za korekciju kao i odgovarajuću putanju nominalnog i strukturnog manjka.

Tijekom razdoblja trajanja procedure pri prekomjernom manjku EK je redovito analizirao i ocjenjivao fiskalna kretanja u Hrvatskoj. Iako pojedini fiskalni pokazatelji nisu uvijek bili unutar okvira zadanog preporukama Vijeća EU-a, Komisija je redovito donosila odluku kako je fiskalni napor koji su poduzele hrvatske vlasti bio odgovarajući. Tako je primjerice nominalni manjak opće države za 2014. iznosio 5,4% BDP-a, dok ga je prema preporuci Vijeća EU-a u istoj godini bilo potrebno spustiti na razinu od 4,6% BDP-a. Međutim, EK je ocijenio kako je iznos donesenih konsolidacijskih mjera bio u skladu s preporukama, a odstupanje nominalnog manjka od predviđene putanje djelomično je objašnjeno znatno nižom stopom inflacije od predviđene. U iduće dvije godine nominalni je manjak zamjetljivo smanjen te je u 2016. iznosio 0,8% BDP-a, što je znatno ispod referentne razine od 3% BDP-a, ali i razine od 2,7% BDP-a koju je preporučila

Komisija (Slika 1.). Nadalje, iako je dug opće države na kraju 2016. iznosio 84,2% BDP-a i bio znatno iznad referentne razine od 60% BDP-a, Komisija očekuje njegovo odgovarajuće smanjenje u nadolazećem srednjoročnom razdoblju pa je ocijenjeno i kako je kriterij duga zadovoljen. Stoga je Europska komisija 22. svibnja 2017., nakon objave službenog izvješća o prekomjernom proračunskom manjku i razini duga opće države za Hrvatsku u 2016., objavila preporuku na temelju koje Vijeće EU-a potvrđuje je li dogovoreno smanjenje prekomjernog manjka u Hrvatskoj ostvareno i time su se stekli uvjeti za izlazak Hrvatske iz procedure.

Kada je riječ o samom procesu konsolidacije i fiskalnom naporu koji je Hrvatska ostvarila, analiza raspoloživih podataka za razdoblje od 2014. do 2016. upućuje da je ostvarena prilagodba nominalnog manjka opće države od 4,5 postotnih bodova BDP-a bila većinom strukturne prirode (Slika 2.). Pritom je prema agregatnim podacima razvidno kako je strukturno smanjenje

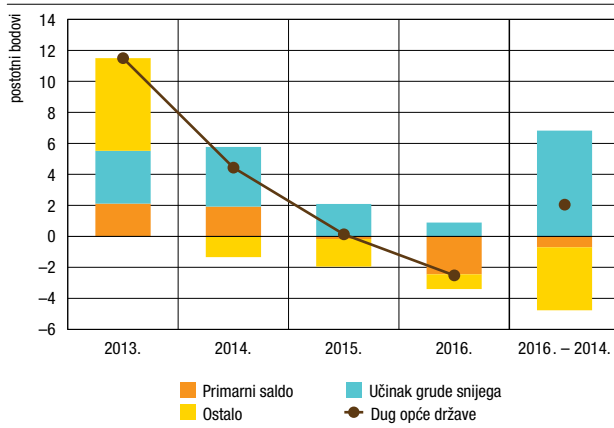
Slika 1. Osnovni fiskalni pokazatelji za Hrvatsku u postocima BDP-a



Izvor: AMECO

23 Više vidi u Okviru 4. u Biltenu HNB-a br. 198.

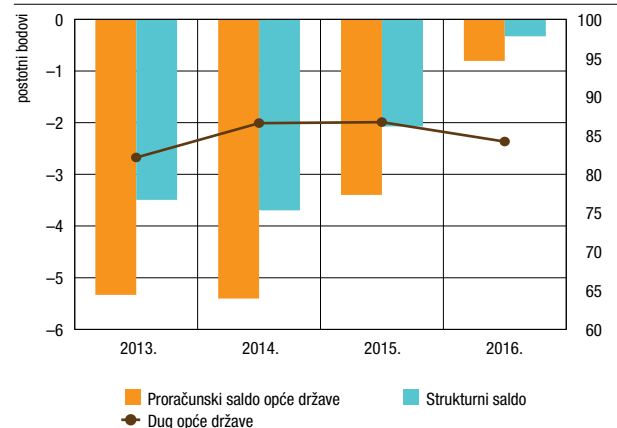
Slika 2. Doprinos pojedinih činitelja promjeni udjela nominalnog manjka opće države u BDP-u



Napomena: Promjena strukturnih primarnih rashoda i kamata s negativnim predznakom označuje povećanje.

Izvor: AMECO

Slika 3. Doprinos pojedinih činitelja promjeni udjela duga opće države u BDP-u



Izvor: AMECO

proračunskog manjka ostvareno isključivo na temelju povećanja prihodne strane proračuna, dok su primarni strukturni rashodi tijekom promatranog razdoblja djelovali u smjeru blagog povećanja manjka. Istodobno, doprinos kamata je, zahvaljujući povoljnom kretanju troškova financiranja prema kraju promatranog razdoblja, bio gotovo neutralan. Podaci također upućuju na to da je pod utjecajem izlaska iz recesije u 2015. i dinamiziranja gospodarskog rasta u 2016. i ciklička komponenta postupno počela pozitivno pridonositi smanjenju proračunskog manjka.

Precizniju analizu strukturnih prihoda i rashoda otežava činjenica da EK ne objavljuje koje mjere smatra diskrecijskima i ocjenu njihovih učinaka, ali i općenito razmjerno visoka agregiranost fiskalnih podataka. Ipak, iz dostupnih je podataka vidljivo da je povećanje strukturnih prihoda (izraženo u postocima BDP-a) poglavito posljedica rasta neporeznih prihoda, a tek u manjoj mjeri porasta poreznih prihoda uključujući prihode od socijalnih doprinosa. Tako su, prema ocjenama EK-a, izmjene poreznog zakonodavstva samo u 2014. imale značajniji pozitivan učinak na prihode, što se poglavito može povezati s povećanjem stope doprinosa za zdravstveno osiguranje. Relativno snažno povećanje neporeznih prihoda, odnosno tzv. ostalih kapitalnih i tekućih prihoda te prihoda od prodaje, djelomice se može povezati s povećanim prihodima od povlačenja dobiti trgovačkih društava u državnom vlasništvu, primicima od legalizacije nezakonito sagrađenih objekata te povlačenja sredstava iz fondova EU-a.

Rast rashodne strane proračuna (izraženo u postocima BDP-a) također se može pretežito povezati s povećanjem ostalih tekućih i kapitalnih rashoda. Takva se kretanja donekle vjerojatno mogu objasniti cjelogodišnjim uplatama u proračun EU-a od 2014. te određenim jednokratnim rashodima povezanim s preuzimanjem dugova poduzeća i izdacima za sanaciju banka. S druge strane, rashodi za subvencije i investicije zamjetljivo su se smanjili, a većina ostalih glavnih kategorija rashoda približno se zadržala na razini iz 2013. godine.

Valja napomenuti kako je iznos ostvarenih konsolidacijskih mjera u razdoblju od 2014. do 2016. bio zamjetno veći od zbroja promjene strukturnih prihoda i rashoda. Osim toga, iako je

smanjenje strukturnog manjka ostvareno uglavnom povećanjem prihoda, prema podacima MF-a ostvarene strukturne mjere za smanjenje manjka bile su veće na rashodnoj nego na prihodnoj strani proračuna. Naime, analizu visine fiskalnog napora i njegove strukture otežava činjenica da, primjerice, na rashodnoj strani proračuna dolazi do automatskog rasta određenih kategorija, kao što su rashodi za mirovine i zdravstvo zbog starenja stanovništva, što zahtijeva dodatnu konsolidaciju samo kako bi se poništio njihov porast. Nadalje, ulazak u EU rezultirao je novim vrstama prihoda i rashoda, što također otežava procjenu fiskalnog napora. Primjerice, rast strukturnih prihoda djelomice je posljedica rastućeg korištenja fondova EU-a, koji imaju neutralan učinak na manjak proračuna s obzirom na to da se istodobno bilježe i na rashodnoj strani proračuna. Međutim, time se podcjenjuje prilagodba na rashodnoj, a precjenjuje na prihodnoj strani proračuna.

Budući da je za Hrvatsku procedura pri prekomjernom manjku bila pokrenuta na temelju kršenja kriterija proračunskog manjka, ali i razine duga opće države iznad 60% BDP-a, za izlazak je bilo potrebno zadovoljiti i kriterij duga, odnosno dostatno približavanje buduće razine javnog duga referentnoj razini²⁴. Tijekom trajanja procedure pri prekomjernom manjku dug opće države dodatno se povećao u odnosu na 2013. godinu (Slika 3.). Kumulativno, u razdoblju od 2014. do 2016. dug opće države porastao je za nešto više od 2 postotna boda, i to isključivo zbog razlike između nominalne stope rasta BDP-a i implicitne kamatne stope na dug države (poznate u stručnoj literaturi kao učinak grude snijega), dok su u suprotnom smjeru djelovali primarni proračunski saldo i ostale prilagodbe. Pritom vrijedi naglasiti kako je rast duga zaustavljen u 2015., a u 2016. je prvi put nakon 2007. zabilježen njegov pad. S obzirom na to da se prema trenutačnim projekcijama i u idućem razdoblju mogu očekivati razmjerno visoki primarni viškovi, kao i relativno visoke stope realnog rasta uz blago ubrzanje rasta opće razine cijena, projicirana razina javnog duga upućuje na to da se Hrvatska odgovarajućom brzinom približava referentnoj razini javnog duga od 60% BDP-a i stoga Komisija ocjenjuje da je i taj kriterij zadovoljen.

24 Potrebno je da se projicirana razlika između javnog duga i referentne razine od 60% smanjuje tijekom tri godine po prosječnoj stopi od jedne dvadesetine godišnje.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Projekcija realnih kretanja u međunarodnom okružju za 2017. blago je povoljnija nego što se očekivalo u projekciji iz prosinca 2016. Zahvaljujući razmjerno povoljnim ostvarenjima na početku 2017., povećane su projekcije rasta najvećega svjetskoga gospodarstva, SAD-a, unatoč naglašenoj neizvjesnosti u vezi s primjenom mjera fiskalne politike. Očekivani rast europodručja još je izraženije revidiran naviše, nakon što su popustili politički rizici u nekim zemljama, a djelomično i neizvjesnost glede izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a. Očekivanja povezana s važnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima također su nešto pozitivnija nego ranije, posebno kod Italije. Što se tiče inflacije, zbog viših ostvarenja na početku godine, a unatoč nižoj cijeni nafte, inflacija bi u europodručju u 2017. mogla blago premašiti prethodna predviđanja, no i dalje bi mogla ostati ispod ciljane razine ESB-a. Globalni uvjeti financiranja, uz sve intenzivnije zaoštavanje monetarne politike u SAD-u, mogli bi se početi pogoršavati nešto ranije nego što se prethodno očekivalo, no monetarna politika europodručja i dalje bi trebala ostati izrazito akomodativna.

Očekivanja glede gospodarskog rasta u 2017. godini nisu se promijenila u odnosu na prethodnu projekciju. Iako je očekivana stopa rasta ukupne gospodarske aktivnosti ostala nepromijenjena (3,0%), u ovoj su projekciji zabilježene određene izmjene po komponentama. Tako je značajnije revidiran očekivani rast ukupnog izvoza naviše, koji bi se ove godine mogao povećati za 6,6%. Povoljnija očekivanja djelomice su odraz višega očekivanog rasta izvoza usluga, na što upućuju dostupni pokazatelji kretanja u turizmu za prvo polugodište. S druge strane, naniže su revidirana očekivanja u vezi s rastom investicijske aktivnosti i osobne potrošnje, što je poglavito posljedica ugradnje potencijalnih negativnih učinaka financijske krize u koncernu Agrokor na gospodarsku aktivnost. Tako bi rast osobne potrošnje u 2017. mogao iznositi 3,1% umjesto prethodno projiciranih 3,3%, a

rast investicijske aktivnosti mogao bi biti niži za oko 0,7 postotnih bodova i iznositi 6,1%. Rast uvoza robe i usluga neznatno se povećao (7,5% u odnosu na 7,3%), no kako je pozitivna korekcija na strani izvoza bila izraženija, očekivani negativni doprinosi neto inozemne potražnje gospodarskom rastu niži je nego što se očekivalo (-0,2 u odnosu na -0,7 postotnih bodova).

Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u 2017. ocijenjena je na 1,1%, što je za 0,6 postotnih bodova niže nego u projekciji iz prosinca 2016. Tome su najviše pridonijele cijene električne energije, ponajviše zbog toga što naknada za obnovljive izvore energije nije povećana u siječnju, kako se prije pretpostavljalo, nego se njezino povećanje očekuje tek u drugoj polovini godine. Uz to, u tekućoj se projekciji pretpostavlja da će iznos povećanja naknade biti manji. U skladu s tim ocijenjeni izravni učinak poreznih izmjena na prosječnu godišnju stopu inflacije smanjio se na -0,22, s 0,35 postotnih bodova koliko je iznosio u prethodnoj projekciji. Nadalje, u tekućoj se projekciji očekuje nešto manje izražen godišnji rast prosječne cijene sirove nafte na svjetskom tržištu (13,5% prema 28,3% u prethodnoj projekciji, izraženo u USD). Godišnji rast cijena bez energije i hrane blago je revidiran naniže u skladu s ostvarenjima u prvih pet mjeseci.

Ocjena viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2017. za 1,8 postotnih bodova povoljnija je od prethodne projekcije te iznosi 4,9% BDP-a. Glavni su činitelji odstupanja utjecaj događanja oko koncerna Agrokor na profitabilnost banaka te bolja očekivanja glede turističke sezone. Pritom je niži manjak na računu primarnog dohotka posljedica nižih rashoda zbog manje dobiti poslovnih banaka na temelju procijenjenog učinka povećanih ispravaka vrijednosti za potraživanja od koncerna Agrokor i povezanih poduzeća kao i nižih kamatnih troškova inozemnih obveza zbog izraženijeg razduživanja domaćih sektora. Osim toga, i prihodi po osnovi primarnog dohotka revidirani su naviše, i to od poslovnih rezultata inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata. Višak u razmjeni usluga također je revidiran naviše, ponajviše zbog očekivanoga bržeg rasta prihoda od turizma, ali i viška u razmjeni ostalih usluga.

Projekcija relativnih pokazatelja bruto inozemne zaduženosti na kraju 2017. znatno je smanjena u usporedbi s prethodnom projekcijom. To je uglavnom posljedica zamjetljivo nižeg stanja inozemnog duga na kraju 2016. godine, što se poglavito odnosi na izraženije razduživanje ostalih domaćih sektora i ulaganje domaćih institucionalnih investitora u inozemne državne obveznice, čime se inozemni dug pretvara u domaći. Na tome tragu, i u skladu s kretanjima u prva četiri mjeseca tekuće godine, dodatno je povećana ocjena razduživanja za 2017., ujedno uzimajući u obzir i povoljniju ocjenu viška na tekućem i kapitalnom računu, zbog čega su potrebe za inozemnim financiranjem niže. Na smanjenje relativnih pokazatelja zaduženosti dodatno djeluje i veća vrijednost nominalnog BDP-a (za razdoblja nakon 2015.).

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija privatnom sektoru u 2017. godini povećana je u odnosu na prethodna očekivanja. Isključe li se učinci otpisa i prodaja plasmana te kretanja tečajeva (promjena plasmana na osnovi transakcija), plasmani bi u 2017. godini mogli porasti za 3,9%, dok se u prethodnoj projekciji očekivalo povećanje od 2,6%. Bržem rastu plasmana najviše pridonosi snažnije kreditiranje poduzeća i stanovništva u dosadašnjem dijelu godine. Usto, kod kredita stanovništvu uzet je u obzir učinak najavljenog programa Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita koji bi trebao započeti u drugoj polovini 2017., a kod plasmana poduzećima uključena su nova zaduživanja koncerna Agrokor u sklopu njegova programa

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2017.		
	Prethodna projekcija (XII. 2016.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	3,44	3,46	0,02
Europodručje	1,51	1,68	0,17
SAD	2,20	2,31	0,11
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,60	4,49	-0,11
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	1,94	2,05	0,11
Cijene			
HIPC u europodručju ^a	1,3	1,5	0,2
Cijene nafte (USD/barel) ^b	56,4	50,0	-6,4
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,31	-0,30	0,01
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,00
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	1,30	1,50	0,20

^a ESB, lipanj 2017.; ^b Bloomberg, Brent crude oil futures; ^c Bloomberg
Izvor: MMF (WEO), travanj 2017.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2016.			2017.		
	Prethodna projekcija (XII. 2016.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (XII. 2016.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	2,8	3,0	0,2	3,0	3,0	-0,1
Osobna potrošnja	3,1	3,3	0,2	3,3	3,1	-0,2
Državna potrošnja	1,4	1,3	-0,1	1,0	1,4	0,4
Investicije u kapital	4,1	5,1	1,1	6,8	6,1	-0,7
Izvoz robe i usluga	6,1	5,7	-0,4	5,5	6,6	1,1
Uvoz robe i usluga	6,5	5,8	-0,7	7,4	7,5	0,1
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	1,8	1,9	0,1	1,5	1,7	0,2
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	15,0	14,8	-0,2	14,4	12,7	-1,8
Stopa nezaposlenosti (anketna)	14,3	13,1	-1,2	13,9	11,6	-2,3
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	-1,2	-1,1	0,1	1,6	1,1	-0,6
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	2,8	2,6	-0,2	2,0	3,7	1,7
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	3,8	3,8	0,0	3,1	4,9	1,8
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	93,8	90,9	-2,9	87,5	81,5	-6,0
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	4,8	4,7	-0,1	4,1	3,1	-1,0
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	5,2	5,3	0,1	4,0	3,3	-0,7
Plasmani kreditnih institucija	-4,0	-3,7	0,3	-1,3	0,6	1,9
Plasmani kreditnih institucija ^b	1,4	1,0	-0,4	2,6	3,9	1,3

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

Izvor: HNB

restrukturiranja. Što se tiče nominalne promjene plasmana, u ovoj se projekciji očekuje blagi rast u 2017. (0,6%), dok se prethodno očekivao pad od 1,3%. Pritom je zadržana pretpostavka o nastavku prodaja nenaplativih plasmana, dok je očekivani učinak otpisa plasmana povezanog s poreznom olakšicom koja vrijedi u 2017. razmjerno malen.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2017. malo je niži nego što se prethodno očekivalo (3,3% prema 4,0%

iz prošle projekcije, isključujući utjecaj kretanja tečaja) zbog slabijih ostvarenja u prvom polugodištu. To se prije svega odnosi na pad deviznih depozita stanovništva do kojeg dolazi u uvjetima pada kamatnih stopa na depozite. Usto, u prvih pet mjeseci ove godine zamjetno su se smanjile obveznice i instrumenti tržišta novca kreditnih institucija te sredstva kod novčanih fondova koja su također uključena u najširi monetarni agregat M4.

12. Dodatak A: Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica A.1. Makroekonomske projekcije ostalih institucija
promjena u postocima

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

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

Napomena: Projekcija Ministarstva financija preuzeta je iz dokumenta Program konvergencije Republike Hrvatske za razdoblje 2017. – 2020.

Izvor: Publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

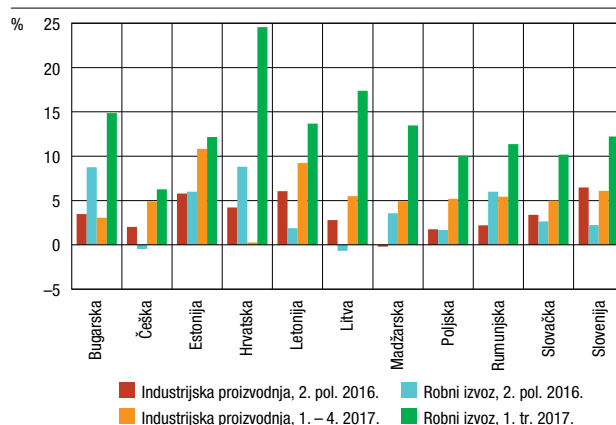
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci				Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2013.	2014.	2015.	2016.	2. tr. 2016.	3. tr. 2016.	4. tr. 2016.	1. tr. 2017.
Bugarska	0,9	1,3	3,6	3,4	0,9	0,7	0,9	0,9
Češka	-0,5	2,7	4,5	2,4	0,9	0,2	0,4	1,3
Estonija	1,4	2,8	1,4	1,6	0,8	0,5	1,9	0,8
Hrvatska	-1,1	-0,5	2,2	3,0	0,8	1,4	0,6	0,6
Letonija	2,6	2,1	2,7	2,0	0,7	0,5	1,2	1,6
Litva	3,5	3,5	1,8	2,3	0,7	0,5	1,5	1,4
Mađarska	2,1	4,0	3,1	2,0	1,2	0,5	0,7	1,3
Poljska	1,4	3,3	3,8	2,7	1,0	0,4	1,7	1,1
Rumunjska	3,5	3,1	3,9	4,8	1,6	0,7	1,5	1,7
Slovačka	1,5	2,6	3,8	3,3	-	-	-	-
Slovenija	-1,1	3,1	2,3	2,5	0,8	1,2	1,3	1,5
Prosjeck ^a	1,3	2,6	3,0	2,7	0,9	0,7	1,2	1,2

^a Jednostavni prosjek

Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

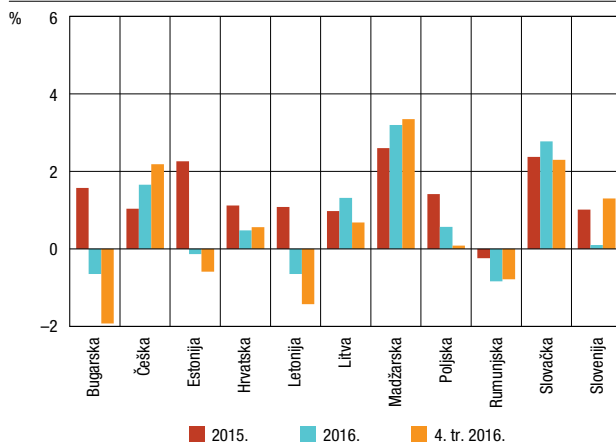
Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz
godišnje stope promjene



Napomena: Industrijska proizvodnja za 2017. izračunata je kao postotna promjena industrijske proizvodnje od siječnja do travnja 2017. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

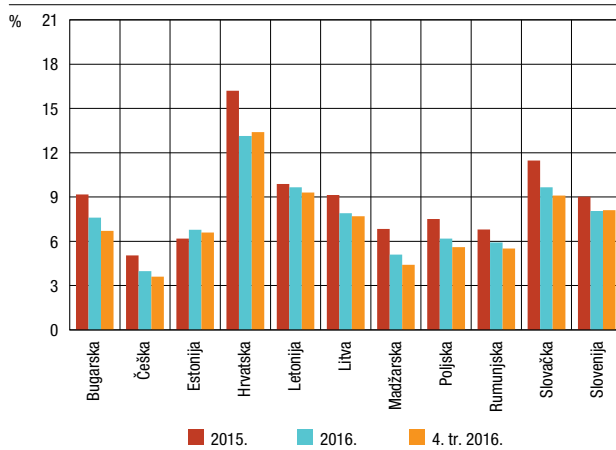
Izvori: Eurostat; DZS

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



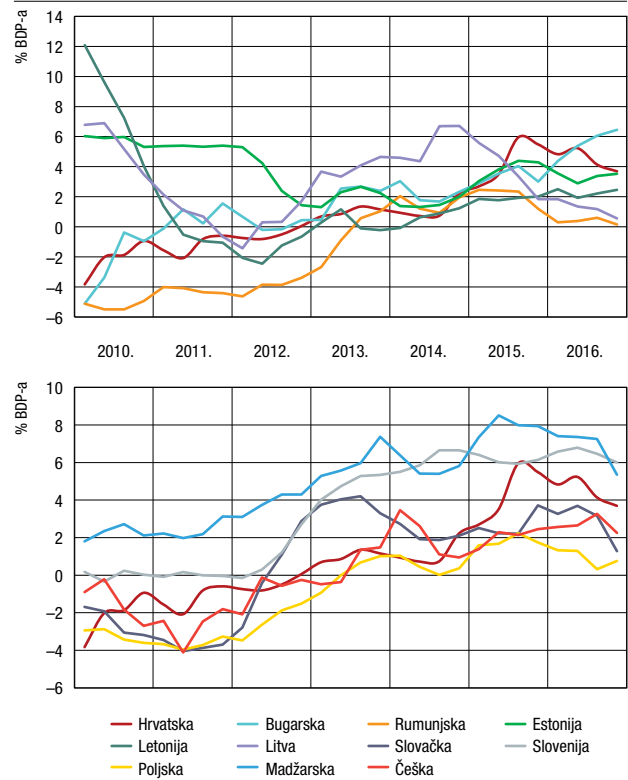
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



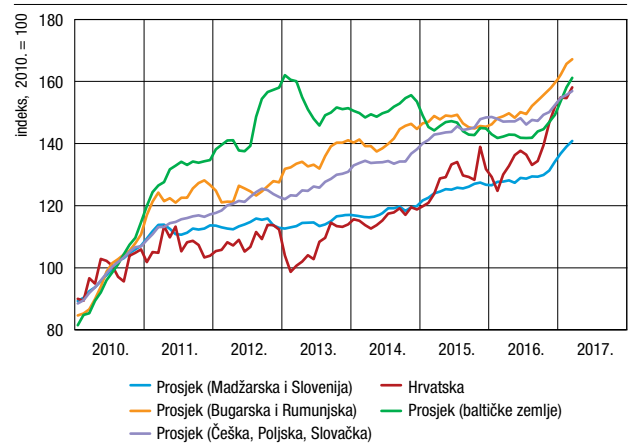
Izvor: Eurostat

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



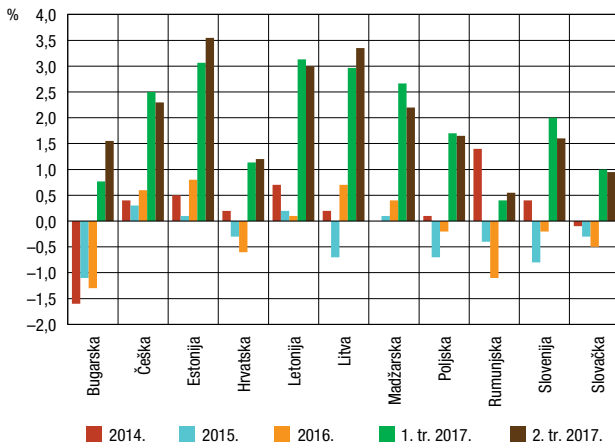
Izvori: Eurostat; HNB

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



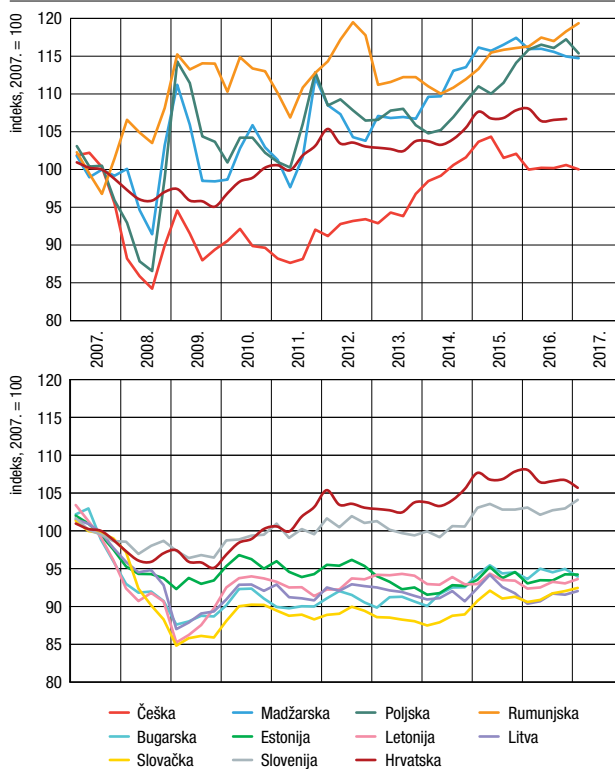
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



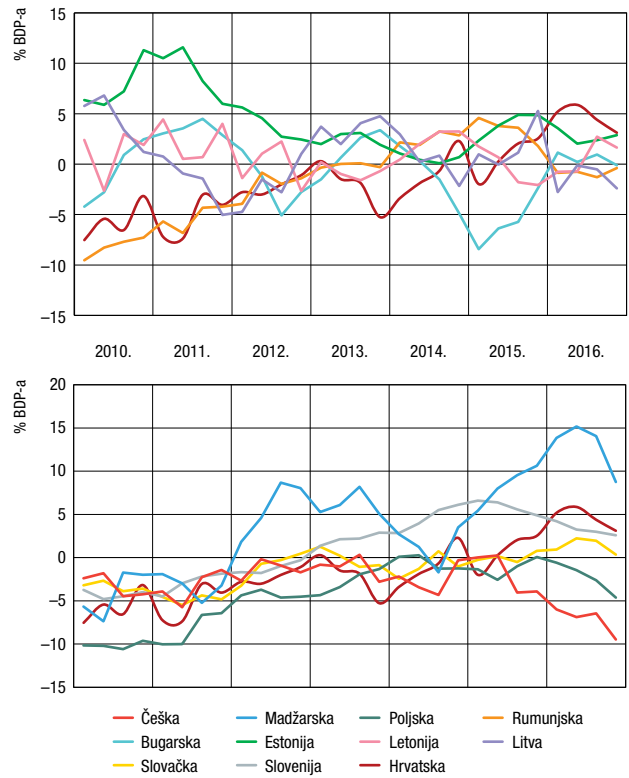
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2017. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: Eurostat

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



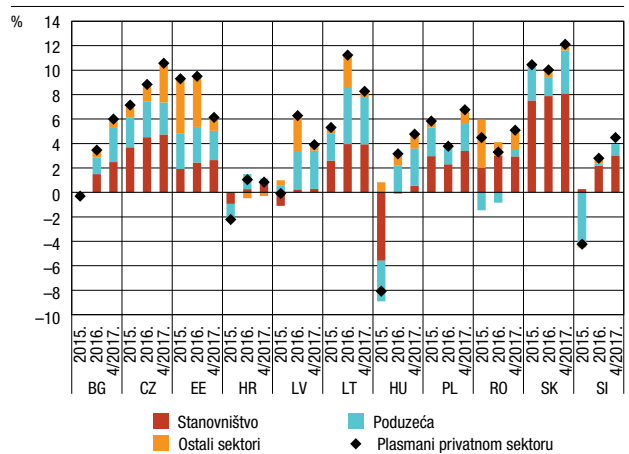
Napomena: Podaci za 2017. odnose se na prvo tromjesečje. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.
Izvori: BIS; HNB

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



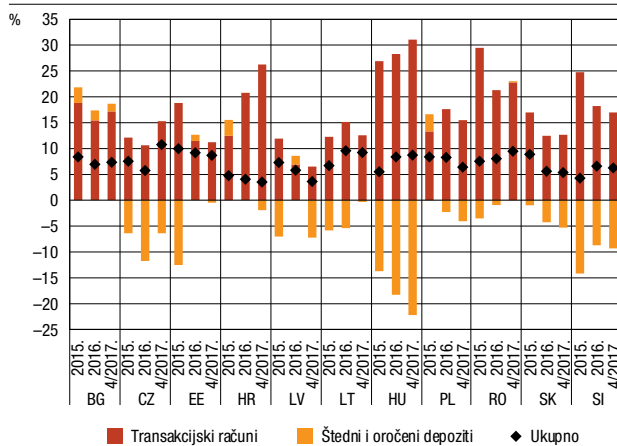
Izvori: Eurostat; HNB

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



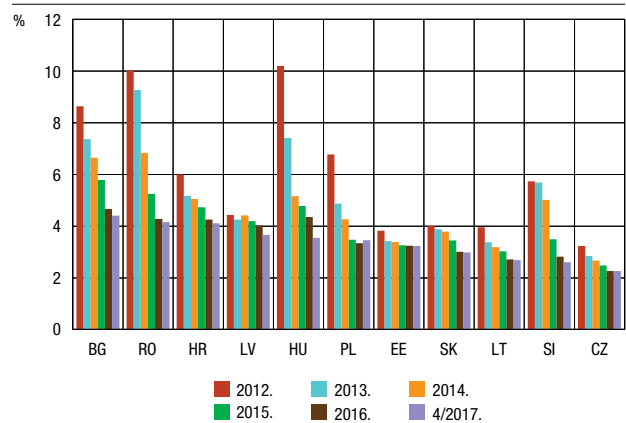
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; HNB

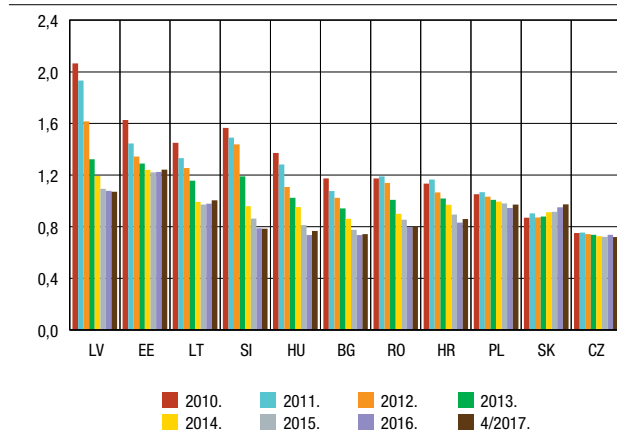
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

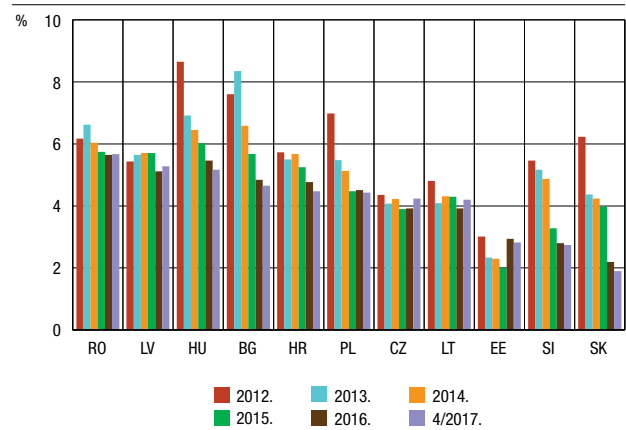
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



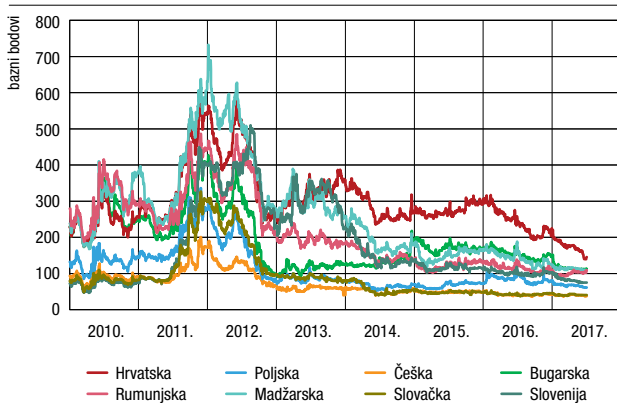
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

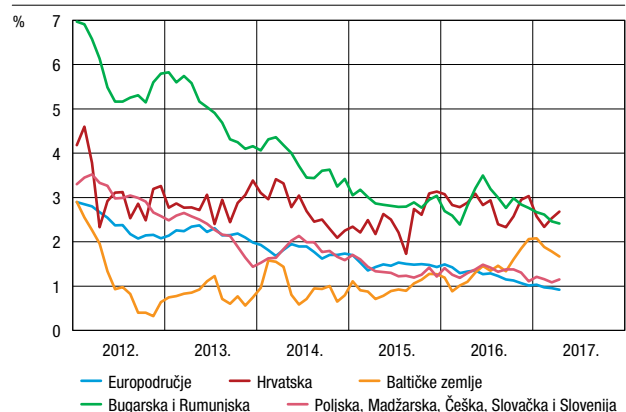
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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

Izvor: S&P Capital IQ

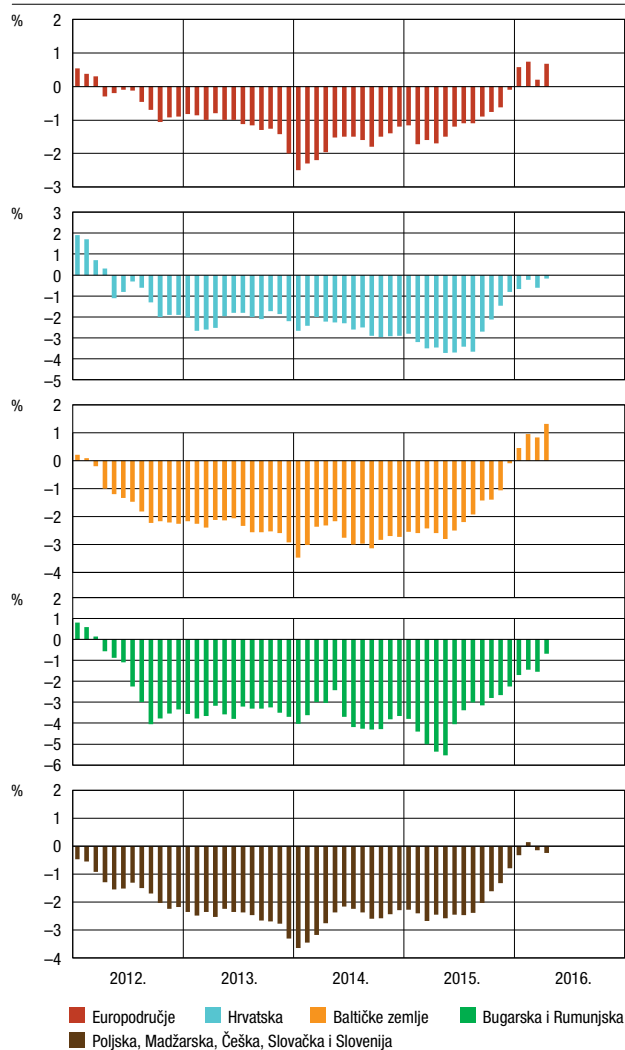
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

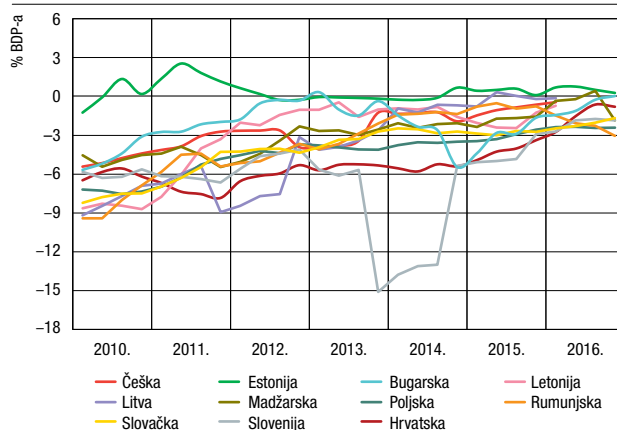
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

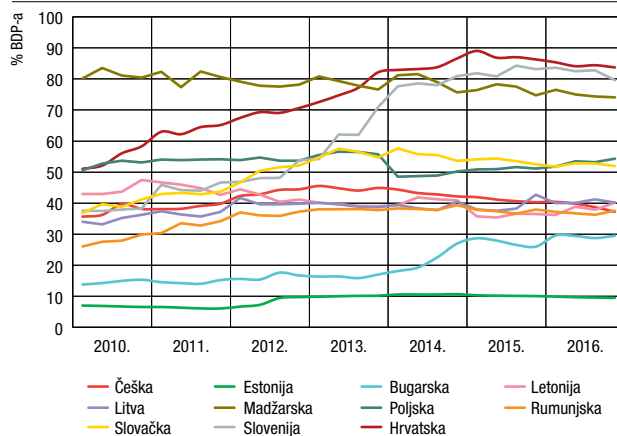
Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



Napomena: Tromjesečni podaci za Hrvatsku za razdoblje od 2010. do 2012. dobiveni su linearnom interpolacijom godišnjih podataka.

Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države stanje na kraju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Kratice i znakovi

Kratice

b. b.	– bazni bod
BDP	– bruto domaći proizvod
BDV	– bruto dodana vrijednost
BEA	– Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. <i>U. S. Bureau of Economic Analysis</i>)
BIS	– Banka za međunarodne namire (engl. <i>Bank for International Settlements</i>)
BZ	– blagajnički zapisi
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)
DAB	– Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
dep.	– depoziti
d. n.	– drugdje nespomenuto
DZS	– Državni zavod za statistiku
EK	– Europska komisija
EMU	– Ekonomska i monetarna unija
engl.	– engleski
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
fik.	– fiksni
FISIM	– posredno mjerene naknade za uslugu financijskog posredovanja
FZO	– Fond za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost
HAC	– Hrvatske autoceste
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HC	– Hrvatske ceste
HFP	– Hrvatski fond za privatizaciju
HNB	– Hrvatska narodna banka
HPB	– Hrvatska poštanska banka
HWWI	– Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. <i>Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut</i>)
HZMO	– Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje
HZZO	– Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
IEA	– Međunarodna agencija za energiju (engl. <i>International Energy Agency</i>)
ILO	– Međunarodna organizacija rada (engl. <i>International Labour Organization</i>)
Ina	– Industrija nafte d.d.
ind.	– industrijski
IPC	– indeks potrošačkih cijena
JTR	– jedinični troškovi rada
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
NDA	– neto domaća aktiva
NIA	– neto inozemna aktiva
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
- – ne raspolaže se podatkom
- 0 – podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
- Ø – prosjek
- a, b, c,... – oznaka za napomenu ispod tablice i slike
- * – ispravljen podatak
- () – nepotpun, nedovoljno provjeren podatak

