



Makroekonomska kretanja i prognoze

godina II · broj 3 · prosinac 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

Osnovne informacije o Hrvatskoj	iv	Projicirana kretanja	21
1. Uvod	3	Okvir 2. Dohodovni prinosi na inozemna ulaganja u Hrvatskoj i usporedivim zemljama	21
2. Kretanja u globalnom okružju	4	7. Financiranje privatnog sektora	24
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	5	Projicirana kretanja	27
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	5	Okvir 3. Pristup malih i srednjih poduzeća financiranju – saznanja iz Ankete	28
Projicirana kretanja	5		
3. Agregatna ponuda i potražnja	7	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	31
Agregatna potražnja	7	Projicirana kretanja	32
Agregatna ponuda	9		
Projicirana kretanja	10	9. Monetarna politika	32
Okvir 1. Hrvatska u globalnim lancima vrijednosti	11	10. Javne financije	34
4. Tržište rada	13	Okvir 4. Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj	36
Zaposlenost i nezaposlenost	13		
Plaće i jedinični trošak rada	14	11. Odstupanja od prethodne projekcije	38
Projicirana kretanja	15		
5. Inflacija	16	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	40
Projicirana kretanja	17		
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	18	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	40
Vanjska trgovina i konkurentnost	18		
Dohoci i transakcije s EU-om	20	Kratice i znakovi	45

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	4,174
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	294.437	322.310	347.685	330.966	328.943	333.326	330.925	331.374	331.266	338.975	349.410
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	40.208	43.935	48.135	45.093	45.146	44.837	44.022	43.754	43.416	44.546	46.406
BDP po stanovniku (EUR)	9.321	10.189	11.169	10.480	10.524	10.476	10.314	10.281	10.245	10.596	11.118
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	4,8	5,2	2,1	-7,4	-1,4	-0,3	-2,2	-0,6	-0,1	2,3	3,2
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	-313	-51	415	858	2.019	1.172
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-6,5	-7,1	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,5	2,5
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	39,7	39,0	38,5	34,5	37,7	40,4	41,6	42,9	45,3	48,2	49,1
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	46,5	46,3	46,5	38,2	38,0	40,8	41,2	42,5	43,4	45,9	46,2
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	103,9	103,5	102,9	104,7	106,9	101,9	89,8
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	186,1	196,6	219,1	292,7	275,8	255,9	247,3	244,1	235,9	211,4	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	42,5	34,4
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	8,0	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	-21.257	-25.930	-17.267	-17.517	-17.033	-11.210	-3.155
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-3,4	-2,4	-2,8	-6,0	-6,5	-7,8	-5,2	-5,3	-5,1	-3,3	-0,9
Dug opće države (% BDP-a) ^e	38,9	37,7	39,6	49,0	58,2	65,0	70,6	81,7	85,8	85,4	82,7
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 trećim tromjesečjem 2017. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju rujna 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

Gospodarska aktivnost u trećem je tromjesečju 2017. nastavila stabilno rasti, čemu najviše pridonosi rast izvoza robe i usluga te osobne potrošnje. Realni BDP mogao bi porasti za 3,1% u 2017., a stopa rasta u 2018. mogla bi biti neznatno niža i iznositi 2,9%. Stopa nezaposlenosti mogla bi u 2018. pasti na oko 10%. U 2017. se očekuje ubrzanje inflacije, što je ponajviše rezultat povećanja doprinosa cijena hrane i energije. Uz rast uvoznih cijena te blago oživljavanje domaćih inflatornih pritisaka s obzirom na to da će se ciklička pozicija domaćega gospodarstva promijeniti, u 2018. se očekuje nastavak ubrzanja inflacije, ali bi stopa inflacije mogla i dalje ostati niska odnosno niža od dugoročnog prosjeka. Očekivano privremeno povećanje viška na tekućem i kapitalnom računu u 2017. odražava smanjenje dobiti banaka zbog izloženosti prema koncernu Agrokor, dok bi se višak mogao smanjiti na oko 3,5% BDP-a u 2018., čemu, osim slabljenja spomenutog učinka Agrokor, pridonosi i jačanje domaće potražnje. Manjak i dug opće države mogli bi se i u 2017. prema projekciji MF-a nastaviti smanjivati. Monetarna politika nastavit će podupirati gospodarski rast zadržavajući ekspanzivni karakter podržavanjem visoke likvidnosti monetarnog sustava i održavajući stabilnost tečaja kune prema euru.

Gospodarska aktivnost u trećem tromjesečju 2017. nastavila je rasti sličnom dinamikom kao u prvoj polovini godine, ponajprije zbog povećanja ukupnog izvoza i osobne potrošnje. Dostupni mjesečni pokazatelji za listopad upućuju na zaključak da se gospodarski rast nastavio i u četvrtom tromjesečju, iako nešto sporijom dinamikom nego u dotadašnjem dijelu godine. U skladu s takvim kretanjima ocjenjuje se da će na razini cijele 2017. gospodarski rast iznositi 3,1%, što je tek neznatno sporije nego godinu dana prije i odražava slabiju investicijsku aktivnost opće države i dinamiziranje uvoza. Čini se stoga kako je kriza u koncernu Agrokor za sada imala tek ograničen utjecaj na gospodarsku aktivnost u tekućoj godini. U 2018. rast BDP-a mogao bi se tek blago usporiti s obzirom na to da se očekuje nešto sporiji rast osobne

potrošnje, poglavito zbog iščezavanja pozitivnih učinaka porezne reforme te nešto sporijeg rasta izvoza robe i usluga. Na tržištu rada očekuje se nastavak razmjerno povoljnih kretanja, iako bi se rast broja zaposlenih mogao usporiti u odnosu na 2017. godinu.

Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena ubrzala se u drugoj polovini 2017., što je posljedica jačanja uvoznih inflatornih pritisaka, administrativnih odluka (poskupljenje električne energije) te vremenskih nepogoda (povećanje cijena povrća). Ocjenjuje se da bi se prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena mogla u 2017. ubrzati na 1,2%. Pritom se ocjenjuje da bi doprinos cijena hrane ukupnoj prosječnoj inflaciji u 2017. mogao biti najizrazitiji te iznositi oko 0,8 postotnih bodova. U 2018. je prognozirano ubrzanje prosječne godišnje inflacije na

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	-1,4	-0,3	-2,2	-0,6	-0,1	2,3	3,2	3,1	2,9
Osobna potrošnja	-7,5	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-1,6	1,0	3,5	3,8	3,2
Državna potrošnja	2,1	-0,6	-0,4	-0,8	0,6	0,8	-0,9	1,9	1,7	1,5
Investicije u fiksni kapital	-14,4	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	5,3	4,2	7,1
Izvoz robe i usluga	-14,1	6,2	2,2	-0,1	3,1	6,0	9,4	5,6	6,6	5,8
Uvoz robe i usluga	-20,4	-2,5	2,5	-3,0	3,1	3,1	9,2	6,2	8,5	7,4
Tržište rada										
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-2,1	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,8	1,5
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	14,9	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	12,4	11,3
Stopa nezaposlenosti (anketna)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,3	10,2
Cijene										
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,2	1,6
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,7	1,0
Vanjski sektor										
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,5	2,5	3,7	2,6
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-5,0	-0,9	-0,6	0,0	1,1	2,4	5,3	3,8	4,5	3,7
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	101,1	103,9	103,5	102,9	104,7	106,9	101,9	89,8	79,9	74,9
Monetarna kretanja (stope promjene, %)										
Ukupna likvidna sredstva – M4	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,7	4,5	4,5
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	-0,8	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	5,3	4,0	4,5
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	3,0	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 dostupnih do 13. prosinca 2017.

Izvori: DZS; MF; HNB

1,6%. Očekuje se, naime, povećanje doprinosa cijena energije te indeksa cijena bez hrane i energije, dok bi se doprinos cijena hrane ukupnoj inflaciji mogao smanjiti. Važan činitelj koji utječe na povećanje inflacije jest ubrzanje godišnjeg rasta uvoznih cijena. Uz to očekuje se da će tijekom 2018. blago ojačati domaći inflatorni pritisci s potražne strane, imajući na umu postupni rast pozitivnog jaza domaćeg proizvoda, a očekuje se i nastavak rasta jediničnih troškova rada.

U uvjetima oporavka domaće gospodarske aktivnosti i jačanja necjenovne konkurentnosti na inozemnim tržištima nastavio se trend smanjivanja vanjskih neravnoteža. U tekućoj godini višak tekućeg računa odražava dobra izvozna ostvarenja i priljeve iz proračuna EU-a, a slična se kretanja očekuju i u 2018. Na privremeno povećanje viška na tekućem računu u 2017. utjecala je i kriza u koncernu Agrokor (na osnovi smanjenja negativnog salda inozemnih dohodaka), dok bi na očekivano smanjenje ukupnog viška u 2018. moglo utjecati pogoršanje trgovinskog salda pod utjecajem jačanja domaće potražnje. Što se tiče tokova kapitala s inozemstvom, očekuje se postupno smanjivanje neto odljeva kapitala koji su posljedica razduživanja domaćih sektora. To se odražava i na poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, no oni su i nadalje visoki. Istodobno bi se vlasnička ulaganja u Hrvatsku mogla postupno i tek blago oporavljati.

HNB je nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava. Povećanju likvidnosti najviše su pridonijeli otkupi deviza od banaka, kojima su ublaženi aprecijacijski pritisci na domaću valutu i povećane bruto međunarodne pričuve. Osim otkupima deviza, HNB je nastavio podržavati visoku kunsku likvidnost i kuskim operacijama, uključujući strukturnu repo operaciju provedenu u

studenome, godinu dana nakon posljednje takve operacije. Također, HNB je u rujnu uveo sustav upravljanja kolateralom putem skupa prihvatljive imovine, kojim je bankama omogućeno dugoročno kunsko zaduživanje kod HNB-a na temelju širokog skupa kolaterala, uključujući i kratkoročne vrijednosne papire. U uvjetima visoke likvidnosti na domaćem i međunarodnim tržištima kamatne stope na kredite domaćih kreditnih institucija uglavnom su se nastavile smanjivati. Povoljni uvjeti financiranja, pouzdanje potrošača i kretanja na tržištu rada te državni program subvencioniranja stambenih kredita pridonijeli su ubrzanju godišnjeg rasta plasmana stanovništvu, dok se rast plasmana poduzećima u drugom polugodištu usporio. U idućem će razdoblju monetarna politika zadržati ekspanzivan karakter. Takvo okružje pogodovat će održavanju povoljnih uvjeta financiranja domaćih sektora te dinamiziranju kreditne aktivnosti usmjerene prema privatnom sektoru.

Kada je riječ o javnim financijama, dostupni podaci upućuju na to da su se i u prvih osam mjeseci nastavila povoljna kretanja. U skladu s time manjak opće države mogao bi se i u 2017. nastaviti smanjivati, čak i unatoč poreznoj reformi kojom je smanjeno ukupno porezno opterećenje. Povoljna dinamika manjka i nastavak gospodarskog rasta rezultirat će daljnjim postupnim smanjivanjem omjera duga opće države i BDP-a.

Ocjenuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici uravnoteženi. Naime, dok bi negativan učinak financijskih problema u koncernu Agrokor na investicijsku aktivnost i osobnu potrošnju mogao biti izraženiji nego što je ugrađeno u ovu projekciju, pozitivni rizici proizlaze iz mogućnosti da bi rast izvoza turističkih usluga, koji se prognozira konzervativno, mogao biti veći nego što se sada očekuje.

2. Kretanja u globalnom okružju

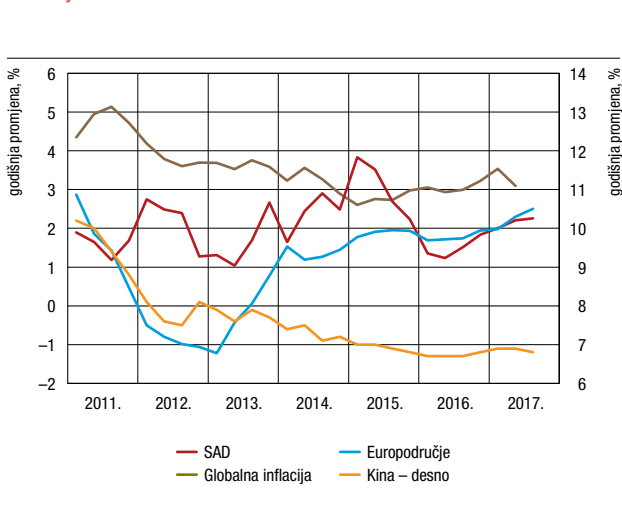
Nakon razmjerno slabog prvog tromjesečja globalna se gospodarska aktivnost u drugom i trećem tromjesečju 2017. ubrzala. Oporavak rasta bio je široko rasprostranjen, posebno među razvijenim zemljama, a pratilo ga je i dodatno intenziviranje svjetske trgovine. Globalna inflacija blago je porasla, najviše zahvaljujući recentnom rastu cijena energenata, dok je temeljna

inflacija i dalje bila razmjerno prigušena. Zbog akomodativno usmjerenih monetarnih politika, koje još uvijek prevladavaju u većini velikih gospodarstava, uvjeti financiranja i dalje su bili povoljni.

Među razvijenim tržištima pozitivan trend u proteklom dijelu godine posebno je vidljiv u europodručju, gdje se rast gospodarske aktivnosti u trećem tromjesečju 2017. ubrzao i iznosio 2,5%, što nije bilo zabilježeno od izbijanja globalne financijske krize. Ubrzanje rasta vidljivo je u većini zemalja članica, posebice kod baltičkih zemalja, dok su najveći relativni doprinosi jačanju oporavka europodručja daleke stare i najveće članice – Italija, Francuska i Njemačka. Dinamiziranje rasta u europodručju odraz je smanjenja političke neizvjesnosti u posljednjim mjesecima, ali i stimulativnih mjera ekonomske politike primarno usmjerenih na oporavak investicija i jačanje potencijalnog rasta. Osim toga, privatnu potrošnju nastavili su poticati i povoljni uvjeti financiranja te poboljšanje stanja na tržištu rada.

Rast najvećega svjetskog gospodarstva, SAD-a, nakon usporavanja u prvom tromjesečju 2017., također se oporavio u nastavku godine. U trećem tromjesečju 2017. rast je tako dosegao 2,3%, što je najviša stopa u posljednje dvije godine, a posebice ga je potaknuo oporavak investicija privatnog sektora te jaka osobna potrošnja. Snažne elementarne nepogode koje su pogodile SAD početkom trećeg tromjesečja nisu imale značajniji učinak na rast, jer su potaknule građevinsku djelatnost i potrošnju trajnih dobara. Što se tiče Ujedinjene Kraljevine, nakon prvotne otpornosti gospodarstva, neizvjesnost glede tijeka procesa izlaska iz EU-a počela se negativno odražavati na investicije pa

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta i globalna inflacija



Izvori: Eurostat; BEA; NBS; MMF

je realan rast oslabio sredinom godine i u posljednje je vrijeme među najnižima u Europi.

U skupini zemalja u razvoju te zemalja s tržištima u nastajanju povoljna kretanja u prva tri tromjesečja 2017. zabilježena su kod velikih azijskih tržišta, posebice Kine, gdje se gospodarska aktivnost ponovno blago intenzivirala. Isto tako, gospodarski trendovi vrlo su povoljni i među europskim tržištima u nastajanju, poglavito u Turskoj i Rumunjskoj, a i rusko se tržište uspješno oporavlja. Zemlje Latinske Amerike koje su bile pogođene krizom također bilježe povoljnija kretanja, dok zemlje izvoznice nafte i dalje prolaze kroz proces prilagodbe razmjerno niskim cijenama sirovina.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod većine važnijih hrvatskih trgovinskih partnera u proteklom dijelu 2017. zabilježena su prilično povoljna gospodarska kretanja. Posebno se to odnosi na trgovinske partnere iz europa područja, prije svega Sloveniju, Austriju i Italiju, u kojima se bilježe najviše stope rasta u posljednjih nekoliko godina. Rast je uglavnom potaknula osobna potrošnja, zahvaljujući rastu raspoloživog dohotka, a primjetan je bio i rast investicija i izvoza. Realan rast njemačkoga gospodarstva također se ubrzao, zahvaljujući snažnom izvozu i jačanju osobne potrošnje u uvjetima vrlo snažnog tržišta rada, te oporavku sektora građevinarstva. Suprotno tome, vanjskotrgovinski partneri u jugoistočnoj regiji zabilježili su slabljenje rasta, posebno Srbija te Bosna i Hercegovina, zbog vremenskih neprilika koje su ove godine snažno pogodile sektor poljoprivrede.

Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Nakon što su se smanjile u prvoj polovini godine, cijene sirove nafte snažno su porasle u drugom polugodištu 2017. Prosječna cijena barela sirove nafte tipa Brent u studenome je iznosila 63 USD, što je za oko 33% više nego u lipnju te za oko 16% više nego u prosincu 2016. Rastu cijena nafte pridonijeli su rast potražnje zbog povoljnijih globalnih gospodarskih kretanja te očekivanja daljnjeg smanjenja zaliha sirove nafte nakon dogovora OPEC-a i Rusije o ograničavanju ponude. Politička previranja u Saudijskoj Arabiji u studenome također su pridonijela rastu cijena nafte. U drugom polugodištu 2017. zabilježen je i rast cijena sirovina bez energije, stoga je gotovo u cijelosti poništen njihov pad u prvom polugodištu. Najviše su porasle cijene ugljena, što se poglavito pripisuje povećanoj potražnji za energentima u Kini tijekom ljetnih mjeseci i smanjenoj proizvodnji ugljena u Indoneziji. Nadalje, s obzirom na povoljna očekivanja povezana s industrijskom aktivnosti u zemljama Europske unije i SAD-u, cijene metala također su osjetno porasle. Kad je riječ o cijenama prehrambenih sirovina, rast cijena uljarica poništio je pad cijena žitarica. Osim toga, u Europskoj uniji zabilježen je snažan rast cijena maslaca, a to se objašnjava padom proizvodnje i snažnom potražnjom za mliječnim proizvodima na svjetskom tržištu.

U domeni monetarne politike nastavila su se divergentna kretanja između SAD-a i europa područja. Fed je tijekom ove godine triput povisio referentnu kamatnu stopu, za ukupno 75 baznih bodova, a u listopadu je otpočeo i s procesom postupnog smanjivanja svoje bilance. ESB nije mijenjao referentnu kamatnu stopu, ali je od travnja smanjio obujam programa otkupa obveznica s 80 na 60 mlrd. EUR mjesečno. U listopadu je donio odluku o dodatnom smanjenju, na 30 mlrd. EUR mjesečno, počevši od siječnja 2018.

Na svjetskome deviznom tržištu euro je nastavio jačati prema važnijim svjetskim valutama. Tečaj američkog dolara prema euru sredinom rujna dosegao je 1,20 EUR/USD, što je za oko 5% više u odnosu na kraj lipnja te za oko 14% više nego na kraju 2016. Jačanju eura prema američkom dolaru ponajviše

su pridonijeli povoljniji izgledi za gospodarstvo europa područja te porast neizvjesnosti glede provedbe porezne reforme u SAD-u i njezina utjecaja na gospodarski rast. Međutim, nakon rujna, zbog dobrih gospodarskih ostvarenja u SAD-u, trend slabljenja američkog dolara prema euru zaustavio se. Istodobno su rast sklonosti riziku i povoljniji izgledi za gospodarstvo europa područja djelovali na osjetno slabljenje švicarskog franka prema euru posljednjih mjeseci. Tako je na kraju studenoga tečaj švicarskog franka prema euru bio za oko 6% viši nego na kraju lipnja, te je iznosio 1,16 EUR/CHF.

Uvjeti financiranja za europske zemlje s tržištima u nastajanju, među koje se ubraja i Hrvatska, uglavnom su se poboljšavali tijekom većeg dijela 2017. Primjetljivo je to i u kretanju indeksa EMBI, koji se tijekom prva tri tromjesečja 2017. smanjio za oko 50 baznih bodova, znatno više nego u prethodnoj godini. Ipak, prema kratkotrajnim kolebanjima indeksa EMBI može se zaključiti da je neizvjesnost i dalje prisutna na financijskim tržištima.

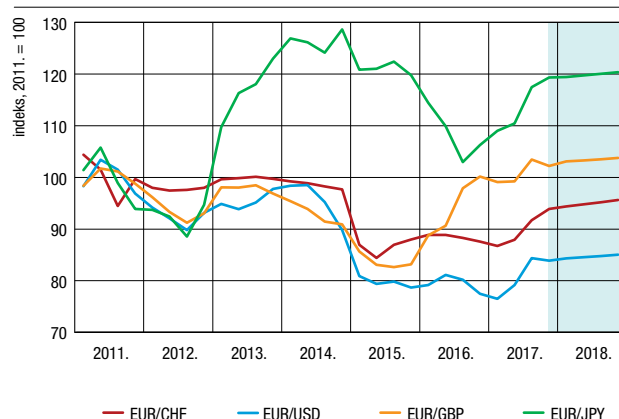
Projicirana kretanja

Projekcija se zasniva na pretpostavkama povoljnijih izgleda za rast svjetskoga gospodarstva, blagoga postupnog jačanja eura prema najvažnijim svjetskim valutama, nastavka podizanja referentne kamate stope u SAD-u te zadržavanja ključnih kamatnih stopa na trenutačnim razinama u europa području. Nadalje, očekuje se da bi se cijene sirove nafte tijekom 2018. godine mogle vrlo blago sniziti, dok se kod cijena ostalih sirovina ne očekuju veće promjene.

Kad je riječ o svjetskome deviznom tržištu, prema očekivanjima objavljenima u pregledu *Foreign Exchange Consensus Forecast* iz studenoga 2017., američki bi dolar prema euru u 2018. mogao biti osjetno slabiji nego u 2017. Pritom bi prosječan tečaj u 2018. mogao iznositi 1,18 EUR/USD. Švicarski frank također bi mogao biti osjetno slabiji prema euru u 2018. u odnosu na prethodnu godinu, pri čemu bi tečaj mogao iznositi 1,17 EUR/CHF.

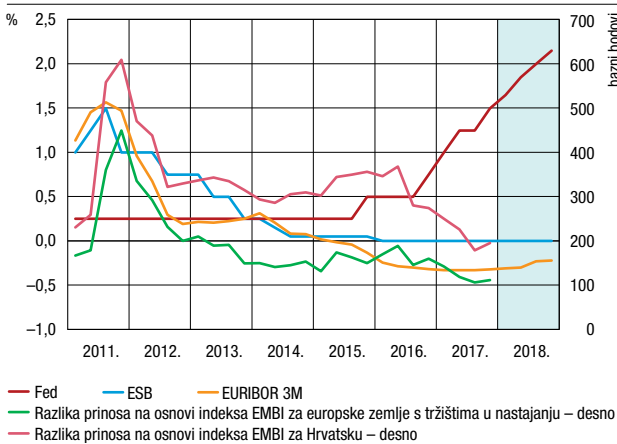
Glede ključnih kamatnih stopa, tijekom 2018. očekuje se daljnje pooštavanje monetarne politike Fed-a, i to sličnom dinamikom kao i tijekom protekle godine. ESB će, pak, uz zadržavanje referentnih stopa na iznimno niskoj razini, barem do rujna 2018. nastaviti provoditi program kupnje obveznica, ali u prepolovljenom iznosu (od siječnja 2018. program će biti smanjen sa 60 na 30 mlrd. EUR mjesečno). Prvo podizanje referentnih stopa ESB-a očekuje se tek u prvom tromjesečju 2019., dugo

Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



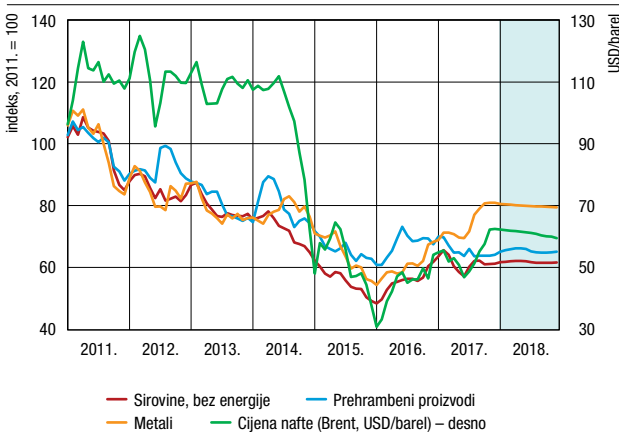
Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.
Izvori: Eurostat; *Foreign Exchange Consensus Forecasts* (studen 2017.)

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



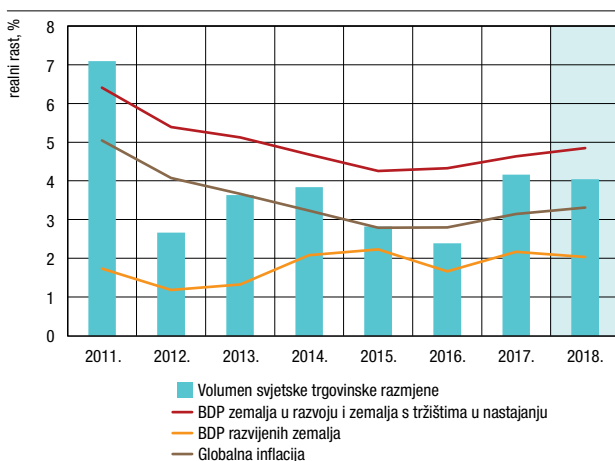
Izvor: Bloomberg (prognoza), 14. studenoga 2017.

Slika 2.4. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



Izvori: HWW; MMF (studenj 2017.); cijene nafte: Bloomberg (*Brent crude oil futures*, 21. studenoga 2017.)

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



Izvor: MMF (WEO, listopad 2017.)

nakon što bi trebao završiti program nekonvencionalnih mjera.

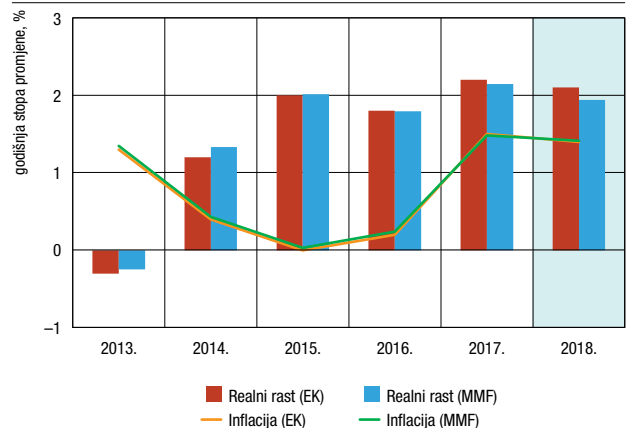
Što se tiče kretanja cijena sirovina, najnovija tržišna očekivanja upućuju na stagnaciju cijena sirove nafte do kraja 2017. godine te blagi pad do kraja 2018. Pritisak na pad cijena sirove nafte moglo bi prouzročiti povećanje proizvodnje iz novih tehnologija u SAD-u. Nasuprot tome, na rast cijena sirove nafte mogla bi utjecati očekivanja o dodatnim prilagodbama dogovora OPEC-a i drugih proizvođača o ograničavanju ponude te rast potražnje za naftom zbog povoljnijih izgleda za globalni gospodarski rast. Kada je riječ o cijenama sirovina bez energije, tržišna očekivanja ne upućuju na značajniju promjenu u 2018. Pritom bi, s jedne strane, visoke svjetske zalihe prehrambenih sirovina trebale ograničavati značajniji rast njihovih cijena, dok bi, s druge strane, jačanje globalne potražnje moglo stvarati pritisak na njihov rast.

Glede globalne gospodarske aktivnosti, prema projekcijama MMF-a (WEO, listopad 2017.) rast svjetskoga gospodarstva, nakon najslabijeg rezultata u postkriznom razdoblju zabilježenog u 2016. (3,2%), mogao bi se u 2017. ubrzati na 3,6% odnosno 3,7% u 2018. S jačanjem globalne potražnje i svjetska bi se trgovinska razmjena također trebala dodatno dinamizirati. Glavni pokretači rasta mogle bi biti zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju, to više što se rast kineskoga gospodarstva ove godine ne usporava, unatoč restrukturiranju. S druge strane, zbog slabog potencijala rast razvijenih zemalja mogao bi se ponovno blago usporiti, premda mu pogoduje recentno smanjenje političke neizvjesnosti i provedba strukturnih reformi u nizu zemalja.

Kada je riječ o europodručju, ocjenjuje se da bi se rast u 2017., zahvaljujući dobrim nedavnim ostvarenjima, mogao ubrzati na 2,1% i tek blago usporiti na 1,9% u 2018. Pritom se očekuje da će se zamah privatnih investicija i izvoza započeti ove godine nastaviti, a rast osobne potrošnje blago oslabjeti zbog slabog rasta plaća i raspoloživog dohotka.¹ S obzirom na niska inflatorna očekivanja, ali i činjenicu da će prijašnji učinci rasta cijena nafte postupno iščezavati, inflacija bi mogla ostati ispod ciljane razine ESB-a duže vrijeme. Nakon što je u veljači 2017. dosegla 2%, inflacija se u idućim mjesecima uglavnom smanjivala, pa bi na razini cijele 2017. mogla iznositi 1,5%, a u 2018. sniziti se na samo 1,2%.

Gospodarski rast SAD-a do kraja tekuće godine mogao bi dosegnuti 2,2% te se neznatno ubrzati u 2018. Daljnjem

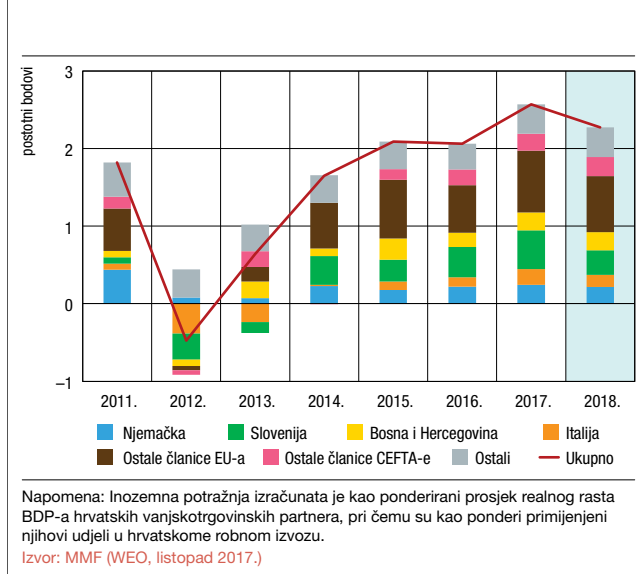
Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (WEO, listopad 2017.); EK (studenj 2017.)

1 Recentne projekcije Europske komisije još su povoljnije.

Slika 2.7. Inozemna potražnja
doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



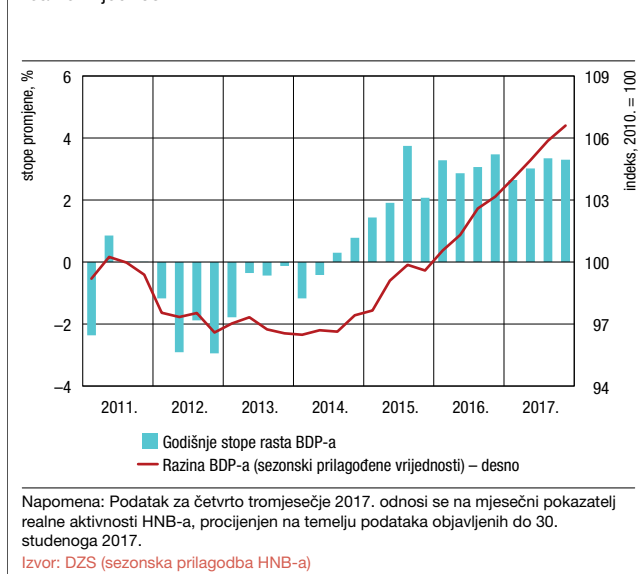
oporavku američkoga gospodarstva pridonosit će jačanje osobne potrošnje u uvjetima gotovo pune zaposlenosti i rasta raspoloživog dohotka, a pozitivan kratkoročni poticaj mogle bi dati i

3. Agregatna ponuda i potražnja

Gospodarska aktivnost u trećem tromjesečju 2017. nastala je rasti sličnom dinamikom kao u prvoj polovini godine te je, u usporedbi s drugim tromjesečjem, zabilježen rast od 0,9%. Nastavak povoljnih kretanja ponajprije je posljedica povećanja ukupnog izvoza i rasta osobne potrošnje. Dostupni mjesečni pokazatelji za listopad upućuju na to da se gospodarski rast nastavio i u četvrtom tromjesečju, iako nešto sporijom dinamikom nego u razdoblju od srpnja do rujna ove godine.

Na godišnjoj razini gospodarska se aktivnost u trećem tromjesečju 2017. dodatno intenzivirala, te je realni BDP porastao za 3,3%.

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod
realne vrijednosti



mjere ekspanzivne fiskalne politike te porezno rasterećenje koje bi uslijedilo na osnovi paketa mjera porezne reforme. Ipak, učinak tih mjera u srednjem bi roku mogao rezultirati pogoršanjem stanja javnih financija i opteretiti buduću rast.

U skladu s očekivanim dinamiziranjem globalne trgovine rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima također bi mogao ostati razmjerno snažan (Slika 2.7.). Pritom se među važnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima izraženije jačanje potražnje u sljedećim mjesecima očekuje od članica europodručja, u koje Hrvatska plasira više od polovine svog izvoza. Naime, predviđanja su posebno povoljna za Sloveniju, čiji bi gospodarski rast ove godine mogao dosegnuti 4%, a i Italija, Austrija te Njemačka trebale bi zadržati povoljnu dinamiku rasta. Ipak, kako se očekuje da bi rast europodručja već u 2018. godini mogao postupno slabjeti, sve važniju ulogu u izvoznoj potražnji mogle bi imati susjedne zemlje iz regije, čiji bi se rast, nakon privremene slabljenja ove godine, ponovno mogao ubrzati.

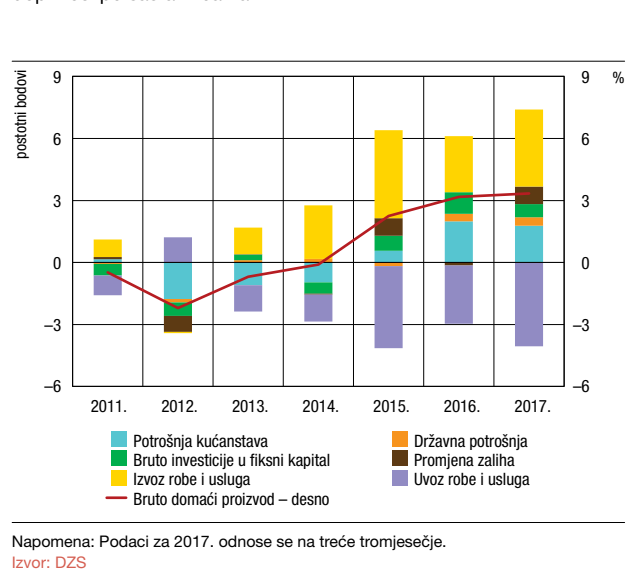
Iako su očekivanja glede globalnog rasta pozitivna, rizici su i dalje naglašeni. S jedne strane, neizvjesnost povezana s globalnim politikama i političkom neizvjesnosti te mogućim izraženijim pogoršanjem globalnih uvjeta financiranja mogli bi ugroziti rast. S druge strane, snažniji ciklički oporavak, posebno u zemljama europodručja, mogao bi dati dodatni poticaj globalnom gospodarstvu, barem u kratkom roku.

Takvim je kretanjima najviše pridonio rast izvoza robe i usluga, a pozitivan doprinosi gospodarskom rastu dale su i sve sastavnice domaće potražnje. Stoga je snažno porastao i ukupan uvoz. Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje da je bruto dodana vrijednost u trećem tromjesečju 2017. porasla za 2,6% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu je zabilježeno povećanje kod svih djelatnosti osim u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu.

Agregatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga porastao je u trećem tromjesečju

Slika 3.2. Promjena BDP-a
doprinosi po sastavnicama



2017. za 0,7% u odnosu na prethodna tri mjeseca, nakon pada zabilježenog u drugom tromjesečju. Povećanje je odraz povoljnih kretanja u robnoj razmjeni, pri čemu je iz nominalnih podataka vidljiv rast kod svih komponenata GIG-a osim kapitalnih proizvoda. Izvoz usluga istodobno je stagnirao. Promatra li se na godišnjoj razini, rast ukupnog izvoza usporio se sa 6,5% u drugom na 5,7% u trećem tromjesečju. Pritom je godišnji rast izvoza robe u trećem tromjesečju bio nešto viši nego u prethodna tri mjeseca, dok se rast izvoza usluga usporio.

U trećem tromjesečju 2017. nastavio se trend rasta osobne potrošnje koji je započeo početkom 2015. Tako je potrošnja kućanstava bila za 0,9% veća nego u drugom tromjesečju ove godine. Povoljna kretanja posljedica su nastavka rasta zaposlenosti i realnih neto plaća, a povećanje plaća zabilježeno je i u privatnom i u javnom sektoru. Osim toga, potrošački se optimizam u trećem tromjesečju oporavio, nakon snažnog pada u travnju, koji se povezuje s problemima u koncernu Agrokor. Na godišnjoj se razini osobna potrošnja povećala za 3,7% te nakon ukupnog izvoza dala najveći pozitivan doprinos realnom rastu BDP-a.

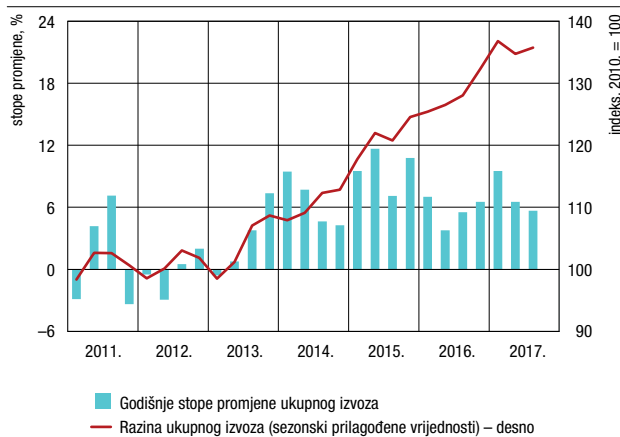
Bruto investicije u fiksni kapital u trećem su tromjesečju, u odnosu na prethodna tri mjeseca, iskazale blagi rast, od 0,4%.

Pritom se sporiji rast investicijske aktivnosti u drugom i trećem tromjesečju u odnosu na sam početak godine također može povezati s financijskim poteškoćama u koncernu Agrokor. Na godišnjoj su se razini kapitalna ulaganja u trećem tromjesečju ove godine povećala za 3,4% ponajprije zbog rasta investicija u privatnom sektoru, na što upućuju mjesečni pokazatelji o građevinskim radovima na zgradama te uvoz kapitalnih proizvoda. Istodobno se investicijska aktivnost države smanjila, što potvrđuju podaci o radovima na ostalim građevinskim objektima kao i dostupni nominalni fiskalni podaci za središnju državu.

Tijekom trećeg tromjesečja nastavio se trend rasta državne potrošnje koji je započeo još sredinom 2015. godine. Tako se državna potrošnja povećala za 0,7% u odnosu na prethodno tromjesečje, dok je na godišnjoj razini ostvaren rast od 2,3%. Pritom iz nominalnih podataka o državnim rashodima proizlazi da su sve potkomponente državne potrošnje pridonijele ostvarenom rastu.

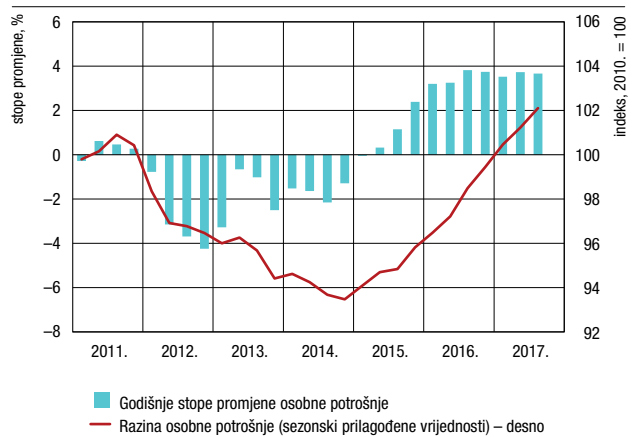
Rast izvoza robe i usluga te daljnje jačanje domaće potražnje rezultirali su povećanjem ukupnog uvoza od 3,3% u odnosu na drugo tromjesečje, kada je bio zabilježen pad. Pritom je na tromjesečnoj razini porastao uvoz i robe i usluga. Nominalni podaci

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



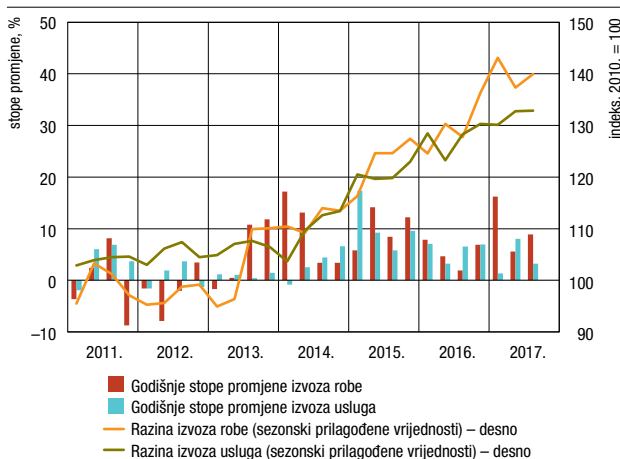
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



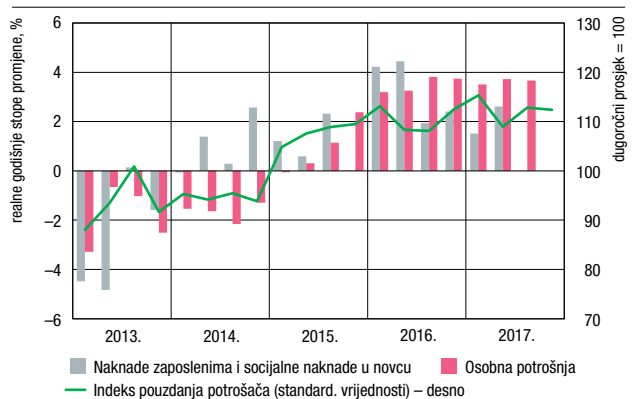
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

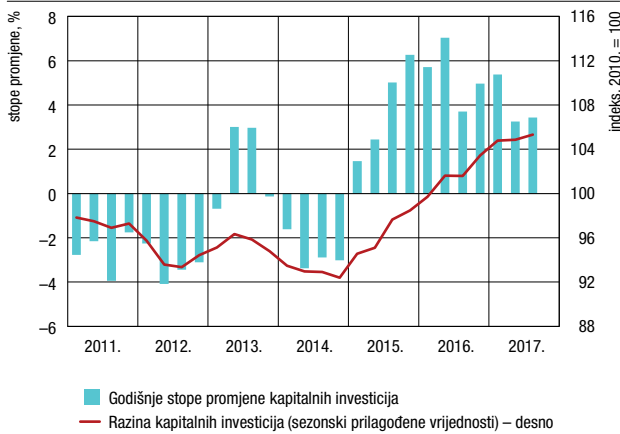
Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks



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

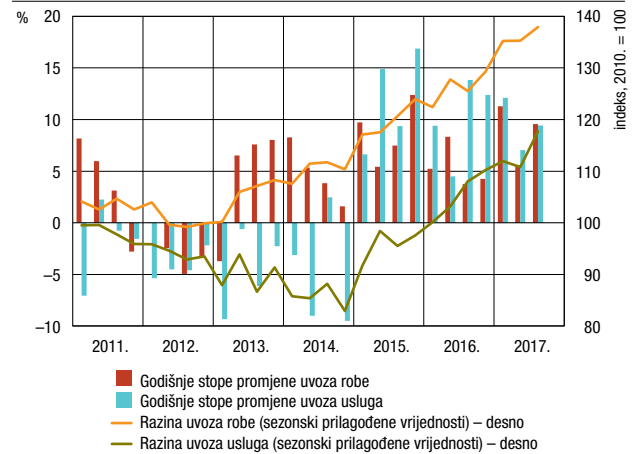
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital realne vrijednosti



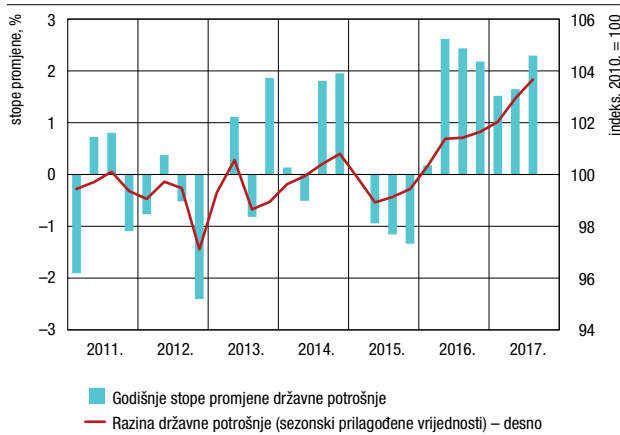
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

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)

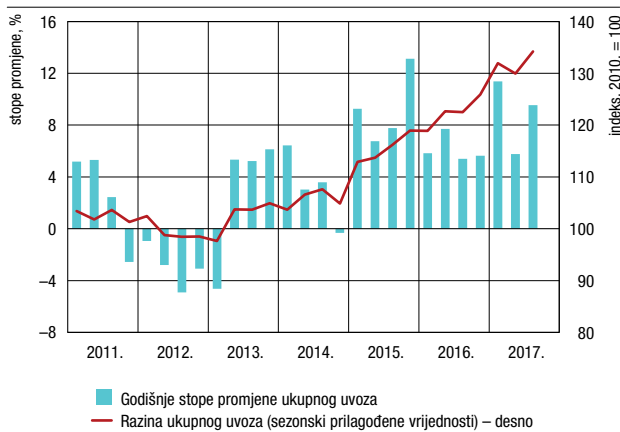
o robnoj razmjeni pokazuju kako se u usporedbi s prethodna tri mjeseca povećao uvoz u svim glavnim industrijskim grupacijama osim kapitalnih dobara.

Na godišnjoj razini realni se uvoz robe i usluga intenzivirao te povećao za 9,5%, dok je negativan doprinosi neto inozemne potražnje rastu BDP-a iznosio -0,3 postotna boda.

Agregatna ponuda

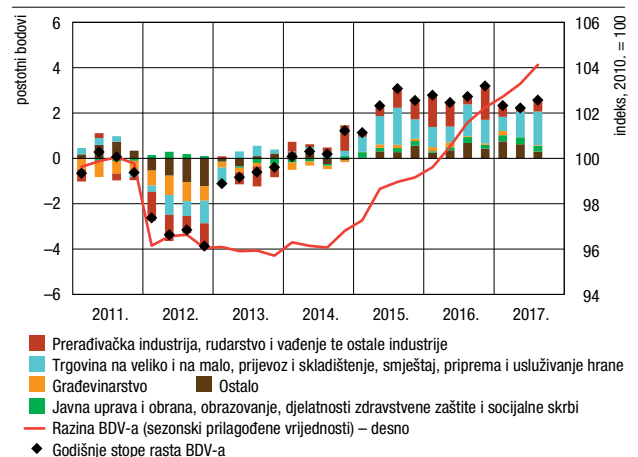
Rast bruto dodane vrijednosti dodatno se intenzivirao u trećem tromjesečju 2017. te se, u usporedbi s ostvarenjem iz prethodnog tromjesečja, povećao za 0,8%. Pritom su se na tromjesečnoj razini povećale gotovo sve komponente BDV-a, a najveći je rast zabilježen za djelatnosti iz područja trgovine, prijevoza i turizma, što se može povezati s iznimno povoljnim kretanjima u turizmu, ali i nastavkom povećavanja potrošačkih mogućnosti kućanstava. S druge strane, pad je ostvaren u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu te kod financijskih djelatnosti i djelatnosti osiguranja, dok su u građevinarstvu i poslovanju nekretninama kretanja bila stagnantna. Promatra li se na godišnjoj razini, rast BDV-a u trećem se tromjesečju ove godine intenzivirao i dosegao 2,6%, i to zbog iznimno povoljnih kretanja u djelatnostima

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga realne vrijednosti



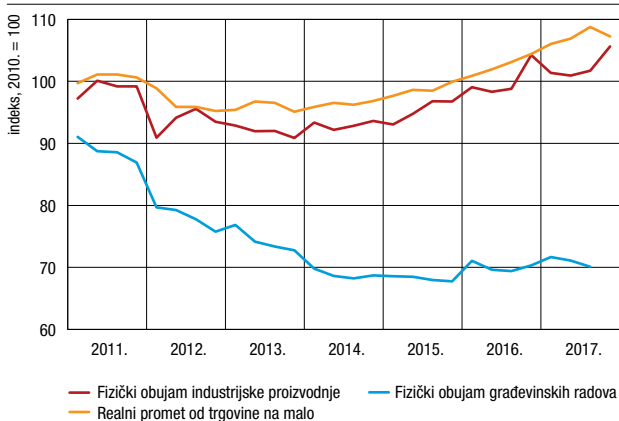
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

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



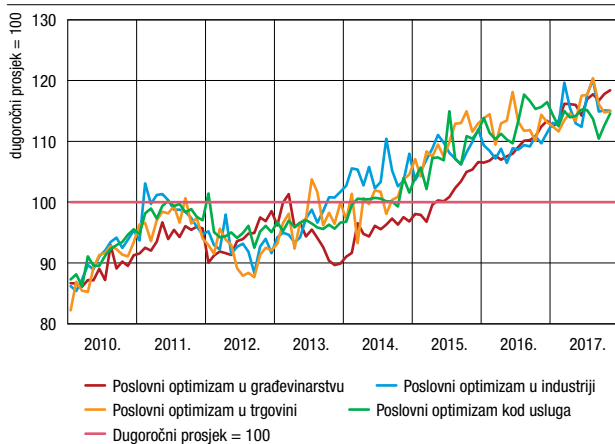
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2017. za industriju i trgovinu odnose se na listopad.
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti



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

iz područja trgovine na malo, prijevoza i skladištenja.

Model brze procjene BDP-a na temelju trenutno dostupnih podataka pokazuje da bi se gospodarski rast mogao nastaviti u četvrtom tromjesečju 2017. u odnosu na prethodna tri mjeseca, iako po nešto nižoj stopi. Industrijska se proizvodnja u listopadu intenzivirala pa je bila za 3,9% veća u usporedbi s prosjekom prethodnih triju mjeseci, pri čemu je na tromjesečnoj razini zabilježen rast svih komponenata GIG-a osim energije. Nasuprot tome, realni se promet od trgovine na malo u listopadu ove godine smanjio za 1,4% u odnosu na prosjek trećeg tromjesečja.

Anketa o pouzdanju poslovnih subjekata upućuje na nastavak pozitivnog trenda kada je riječ o očekivanjima u građevinarstvu. U usporedbi s trećim tromjesečjem bolja su očekivanja također vidljiva i u uslužnim djelatnostima. S druge strane, u industriji i trgovini zabilježen je pad optimizma. Naime, dok je pogoršanje u industriji odraz lošijih očekivanja glede proizvodnje u sljedeća tri mjeseca, u trgovini je veći broj ispitanika poslovnu situaciju u posljednja tri mjeseca ocijenio nepovoljnom.

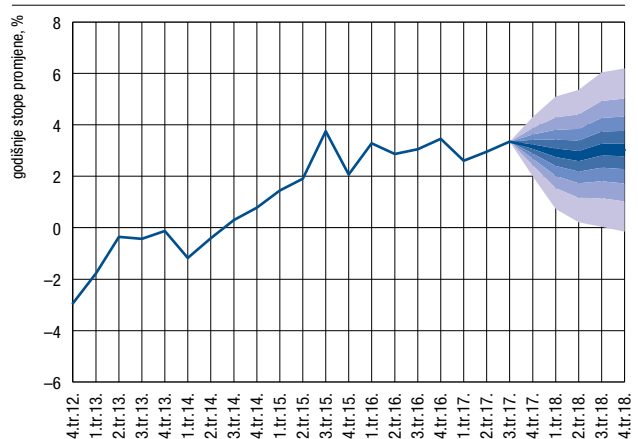
Projicirana kretanja

Na razini cijele 2017. godine realni rast BDP-a mogao bi iznositi 3,1%. Očekuje se da će gospodarskom rastu i ove godine najznačajnije pridonijeti rast izvoza robe i usluga, no pozitivan doprinos mogle bi dati i ostale sastavnice domaće potražnje. Očekivano blago usporavanje gospodarske aktivnosti (u 2016. BDP se povećao za 3,2%) rezultat je lošijih očekivanja povezanih s rastom kapitalnih ulaganja zbog nižih stopa rasta u prva tri tromjesečja ove godine nego što se prije očekivalo. Gospodarski bi rast u 2018. mogao biti tek blago niži s obzirom na to da se očekuje usporavanje rasta ukupnog izvoza i osobne potrošnje.

Rast ukupnog izvoza mogao bi se u 2017. intenzivirati i dosegnuti 6,6%. Pritom se očekuje nešto brži realni rast izvoza robe u skladu s daljnjim oporavkom glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske, dok se i u ovoj projekciji, zbog rekordnih ostvarenja u 2016., očekuje sporiji rast izvoza usluga, koje dominantno određuju usluge pružene u turizmu. Među sastavnicama domaće potražnje očekuje se daljnje intenziviranje potrošnje kućanstava zbog nastavka rasta zaposlenih, bržeg rasta plaća u privatnom sektoru kojem su pridonijele i zakonske izmjene o oporezivanju dohotka, povećanja plaća javnim i državnim službenicima te povećanja kredita stanovništvu. Tako bi se potrošnja kućanstava u 2017. na temelju spomenutih pretpostavka mogla povećati za 3,8% te, od svih sastavnica domaće potražnje, dati najznačajniji pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu. Državna bi se potrošnja također mogla povećati i time pozitivno pridonijeti rastu BDP-a. Kada je riječ o investicijskoj aktivnosti, na razini 2017. očekuje se usporavanje rasta (4,2% u odnosu na 5,3% u 2016. godini). Naime, u drugom i trećem tromjesečju ove godine zabilježena su niža ostvarenja nego što se prije očekivalo vjerojatno zbog financijskih problema u koncernu Agrokor. Konačno, ubrzanje rasta ukupnog izvoza i osobne potrošnje moglo bi rezultirati visokim rastom uvoza robe i usluga pa bi negativan doprinos neto inozemne potražnje mogao biti znatno veći nego 2016. godine (-0,7 postotnih bodova, dok je 2016. iznosio samo -0,1 postotni bod).

Realni BDP mogao bi se u 2018. nastaviti povećavati, iako bi stopa njegova rasta mogla biti nešto niža nego godinu prije (2,9%). Pritom je usporavanje gospodarske aktivnosti ponajprije odraz očekivanog usporavanja rasta izvoza robe i usluga, a pretpostavlja se da bi se izvoz turističkih usluga u 2018. nakon nekoliko godina iznimno snažnog rasta mogao usporiti. Osim

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

toga, očekuje se da će se usporiti i rast osobne potrošnje zbog iščezavanja povoljnih učinaka poreznih izmjena te posljedičnog usporavanja rasta realnih neto plaća, ali i nešto niže stope rasta zaposlenosti. Potrošnja kućanstava i dalje će najviše pridonositi rastu BDP-a od svih sastavnica domaće potražnje, s obzirom na nastavak razmjerno povoljnih kretanja na tržištu rada. Istodobno se očekuje intenziviranje rasta bruto investicija u fiksni kapital zbog značajnijega korištenja fondova EU-a, čime bi se doprinos kapitalnih ulaganja gospodarskom rastu mogao približiti doprinosu osobne potrošnje. Daljnji rast izvoza robe i usluga te jačanje domaće potražnje moglo bi se odraziti u visokoj

stopi rasta ukupnog uvoza pa bi negativan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u 2018. mogao ostati na ocijenjenoj razini iz prethodne godine (-0,7 postotnih bodova).

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici uravnoteženi. Naime, dok bi negativan učinak financijskih poteškoća u koncernu Agrokor na investicijsku aktivnost i osobnu potrošnju mogao biti izraženiji nego što je ugrađeno u trenutačnu projekciju, pozitivni rizici proizlaze iz pretpostavke da bi rast izvoza turističkih usluga, koji se prognozira konzervativno, mogao biti veći nego što se sada očekuje.

Okvir 1. Hrvatska u globalnim lancima vrijednosti²

Hrvatska je manje integrirana u globalne lance vrijednosti od drugih zemalja Srednje i Istočne Europe, pri čemu se njezin relativni položaj nije značajno poboljšao između 2000. i 2014. godine. Struktura dodane vrijednosti ostvarene izvozom također se nije znatno promijenila, za razliku od zemalja Srednje i Istočne Europe, u kojima se snažno povećao udio inozemne dodane vrijednosti. Prema utjecaju izvoza na BDP najvažniji su hrvatski vanjskotrgovinski partneri Njemačka, Italija, Slovenija, Austrija, SAD i Kina.

Globalni lanci vrijednosti (engl. *global value chains*, GVC) odnose se na različite stadije proizvodnje u različitim dijelovima svijeta, pri čemu svaki proizvodni proces daje dodanu vrijednost finalnom dobru ili usluzi. Globalizacija je omogućila poduzećima da u optimiziranju troškova proizvodnje pojedine proizvodne stadije ustroje i realiziraju u različitim državama. Stoga su ne samo proizvodnja nego i trgovina i investicije u sve većoj mjeri organizirane upravo unutar globalnih lanaca vrijednosti, koji pružaju osnovu za veću učinkovitost i konkurentnost poduzeća, a time i ubrzani gospodarski rast. Postoje i brojni empirijski radovi koji pokazuju da veća integriranost u globalne lance vrijednosti pridonosi rastu produktivnosti, ali i ukupnom gospodarskom rastu.

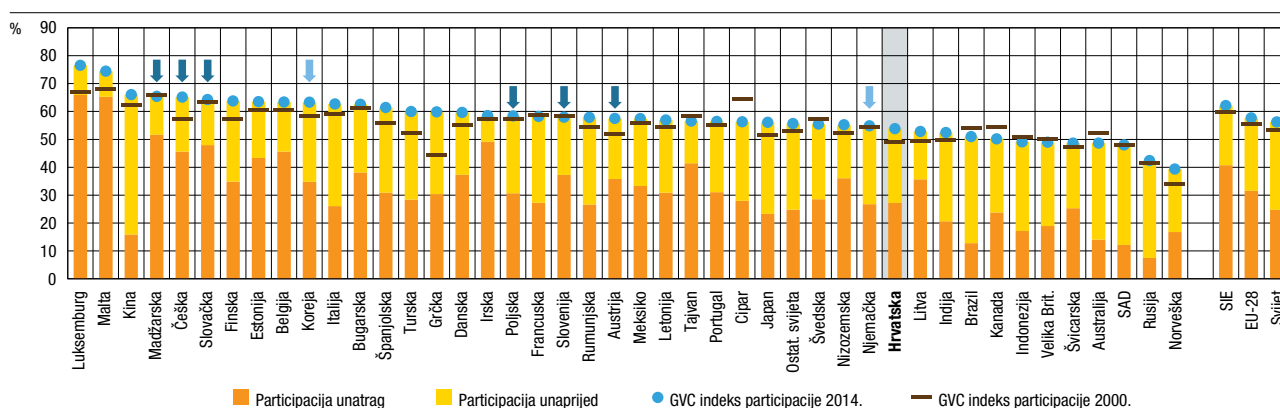
Zemlja može biti uključena u GVC participacijom unatrag (engl. *backward participation*), pri čemu uvozi intermedijarna dobra koja koristi u proizvodnji svojih finalnih izvoznih dobara (robe i usluge), ili participacijom unaprijed (engl. *forward participation*), odnosno izvozom dobara u druge zemlje, koja se potom koriste za izvoz u treće zemlje. Indikator participacije unatrag, kod koje se vrijednost stvara u zemlji iz koje je intermedijarno dobro uvezeno, jest inozemna dodana vrijednost (engl. *foreign value added*), dok je mjera participacije unaprijed indirektna domaća dodana vrijednost (engl. *indirect domestic value added*). Zemlje s visokom stopom specijalizacije (poput Mađarske, Češke i Slovačke) uglavnom imaju zastupljeniju participaciju unatrag, dok kod gospodarstava bogatih prirodnim resursima (poput Kine, Australije i Rusije) prevladava participacija unaprijed.

GVC indeks participacije (engl. *GVC participation index*)³ jedan je od najčešćih pokazatelja uključenosti zemalja u globalne lance vrijednosti, a izvodi se kao:

$$GVC\ participacija_i = \frac{IVA_i}{EX_i} + \frac{FVA_i}{EX_i}$$

pri čemu je IVA_i indirektna domaća dodana vrijednost⁴ u zemlji i ,

Slika 1. GVC indeks participacije 2014.

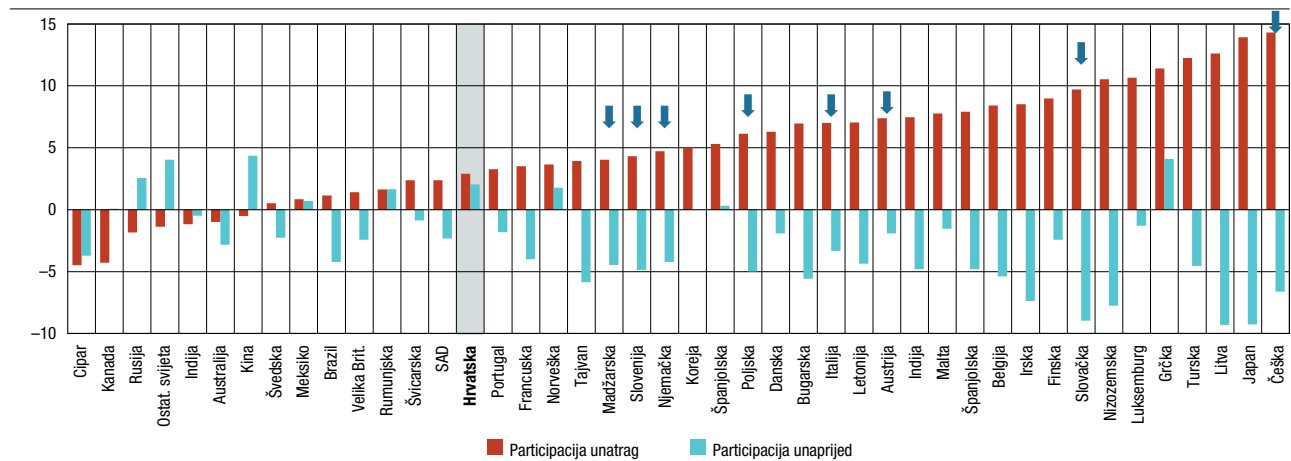


Napomena: Usporedive zemlje označene su strelicama te obuhvaćaju zemlje Srednje i Istočne Europe (Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju) te važne hrvatske vanjskotrgovinske partnere (Austriju, Italiju i Njemačku). Iako Bosna i Hercegovina, Srbija i Crna Gora također pripadaju skupini zemalja s kojima Hrvatska značajno trguje, one nisu samostalno uključene u bazu podataka WIOD, već su obuhvaćene komponentom *Ostatak svijeta*, zbog čega pojedinačna usporedba nije moguća. Strelice tamnoplave boje pokazuju zemlje kod kojih je participacija unatrag zastupljenija od participacije unaprijed, dok svjetlije pokazuju zemlje kod kojih prevladava participacija unaprijed.

Izvor: Izračun HNB-a na temelju WIOD-a za 2014. godinu

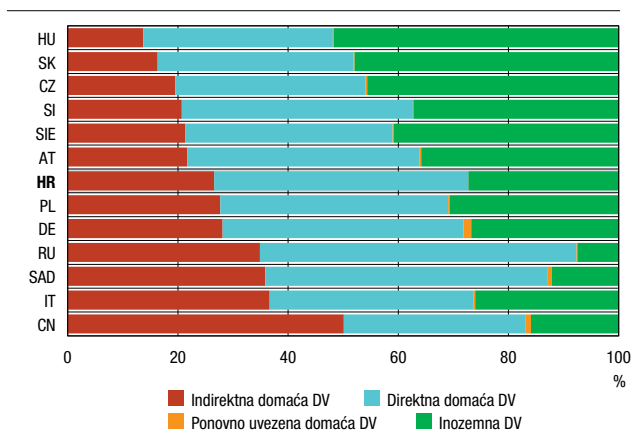
- Prema radu *Croatia in global value chains* (autori: Ivana Vidaković Peruško, Katarina Kovač i Miroslav Jošić) koji je predstavljen na konferenciji Instituta za javne financije održanoj 3. studenoga 2017. Rad pruža detaljan prikaz uključenosti Hrvatske u globalne lance vrijednosti, pri čemu je analiza napravljena na temelju baze podataka WIOD (*World input-output database*) koja uključuje *input-output* tablice za 43 zemlje u razdoblju od 2000. do 2014. godine.
- Za metodologiju izračuna vidi R. Koopman, W. Powers, Z. Wang i S.-J. Wei (2011.), *Give credit where credit is due: tracing value added in global production chains*, NBER Working Paper 16426.
- Domaća dodana vrijednost izvoza može se podijeliti na direktnu (engl. *direct value added*), koja se odnosi na izvoz intermedijarnih dobara u druge zemlje za finalnu potrošnju te indirektnu komponentu (engl. *indirect value added*), koja se stvara kada druga zemlja koristi uvezeni proizvod za daljnji izvoz u treće zemlje.

Slika 2. Promjena participacije unatrag i participacije unaprijed između 2000. i 2014. u postotnim bodovima



Izvor: Izračun HNB-a na temelju WIOD-a za 2014. godinu

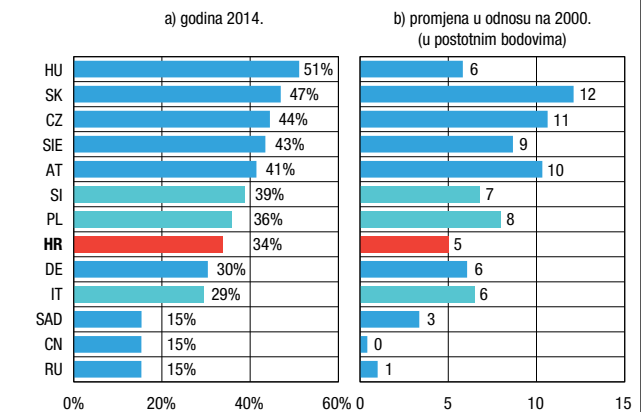
Slika 3. Struktura dodane vrijednosti (DV) izvoza u 2014.



Napomena: Zemlje Srednje i Istočne Europe odnose se na Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju.

Izvor: Izračun HNB-a na temelju WIOD-a za 2014. godinu

Slika 4. Inozemna dodana vrijednost u proizvodnji po državama



Napomena: Zemlje Srednje i Istočne Europe odnose se na Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju.

Izvor: Izračun HNB-a na temelju WIOD-a za 2014. godinu

FVA_i inozemna dodana vrijednost u zemlji *i*, a EX_i bruto izvoz zemlje *i* (engl. gross exports). Slika 1. daje prikaz GVC indeksa participacije za odabrane zemlje u 2014. godini, razdiobu na participaciju unatrag i participaciju unaprijed za istu godinu te GVC indeks participacije za 2000. godinu kako bi se moglo govoriti o promjenama u dinamici uključenosti u globalne lance vrijednosti.

Po uključenosti u GVC Hrvatska je u 2014. godini na samom začelju odabranih zemalja, a u razdoblju između 2000. i 2014. zabilježila je malo poboljšanje. U promatranom razdoblju Hrvatska je u participaciji unatrag ostvarila tek neznatno veći napredak u odnosu na porast u participaciji unaprijed (Slika 2.). Istodobno su zemlje Srednje i Istočne Europe te hrvatski glavni vanjskotrgovinski partneri značajnije povećali svoju uključenost u globalne lance vrijednosti, i to zbog povećanja participacije unatrag, dok im se participacija unaprijed smanjila.

Dekompozicija dodane vrijednosti izvoza za 2014. godinu pokazuje da je inozemna dodana vrijednost u Hrvatskoj manje zastupljena od domaće dodane vrijednosti. Štoviše, ta je zastupljenost najniža među svim zemljama Srednje i Istočne Europe te važnim trgovinskim partnerima (Slika 3.). Promatra li se

prema sektorima, u većini je zemalja, pa tako i u Hrvatskoj, udio inozemne dodane vrijednosti u izvozu visok u proizvodnji i rudarstvu, dok je u poljoprivredi i uslugama znatno zastupljenija domaća dodana vrijednost.

Važno je naglasiti da domaća dodana vrijednost izravno pridonosi kreiranju BDP-a budući da se vrijednost stvara unutar zemlje izvoznice. S druge strane, što je veći udio inozemne dodane vrijednosti u nekoj industriji, ona se čini manje važnom za gospodarski rast jer umanjuje pozitivan učinak izvoza na rast BDP-a. Međutim, upotreba inozemnih intermedijarnih dobara u proizvodnji poboljšava konkurentnost poduzeća i utječe na rast domaće dodane vrijednosti te na taj način generira gospodarski rast.

Kada je riječ o dinamici inozemne dodane vrijednosti u domaćoj proizvodnji, Hrvatska u usporedbi s 2000. godinom bilježi najblaži porast (izraženo u postotnim bodovima) u usporedbi sa zemljama Srednje i Istočne Europe (Slika 4.).

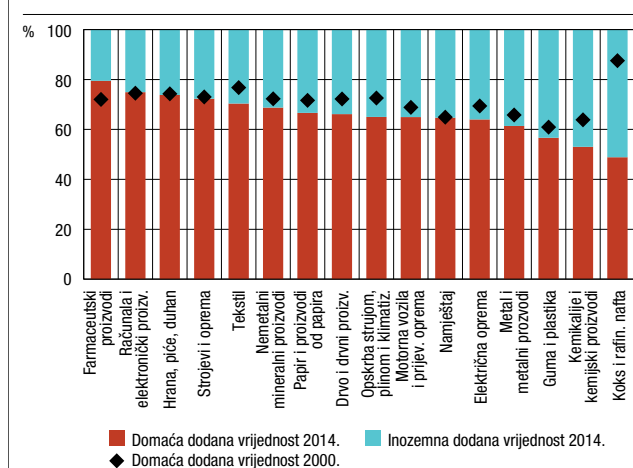
Promatra li se struktura dodane vrijednosti izvoza po industrijskim djelatnostima, u 2014. godini visok udio domaće dodane vrijednosti u izvozu (odnosno nizak udio inozemne dodane

Tablica 1. Ovisnost hrvatskog BDP-a o finalnoj potražnji odabranih zemalja u postocima

	AT	CN	CZ	DE	HR	HU	IT	PL	RU	SK	SI	US	Ostat. svij.
AT	78,8	1,0	0,5	4,9	0,2	0,5	1,4	0,5	0,4	0,2	0,2	1,3	10,2
CN	0,0	90,8	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	1,2	7,2
CZ	1,1	1,1	72,5	6,6	0,1	0,7	1,1	1,4	0,9	1,3	0,1	1,3	11,8
DE	0,6	1,5	0,4	81,7	0,0	0,3	1,0	0,6	0,5	0,2	0,0	1,7	11,6
HR	0,9	0,7	0,2	1,7	79,5	0,4	1,7	0,2	0,2	0,1	0,8	0,8	12,8
HU	1,3	1,0	0,7	5,5	0,2	73,1	1,7	0,8	0,4	0,7	0,2	1,5	13,0
IT	0,2	0,5	0,1	1,3	0,0	0,1	88,4	0,2	0,2	0,1	0,0	1,0	7,7
PL	0,4	0,7	0,8	4,3	0,0	0,3	0,9	79,7	0,6	0,4	0,0	0,9	10,9
RU	0,2	2,5	0,2	1,4	0,0	0,1	0,7	0,8	75,9	0,1	0,0	1,4	16,6
SK	1,4	0,7	2,0	4,6	0,1	1,0	1,3	1,3	1,0	73,7	0,1	0,8	12,0
SI	1,9	0,8	0,4	4,1	1,1	0,6	2,6	0,5	0,5	0,3	73,6	0,9	12,7
US	0,0	0,5	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	94,1	5,0
Ostatak svijeta	0,1	2,4	0,1	0,8	0,0	0,1	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	2,3	93,5

Izvor: Izračun HNB-a na temelju WIOD-a za 2014. godinu

Slika 5. Struktura dodane vrijednosti u izvozu u Hrvatskoj po industrijskim djelatnostima



Izvor: Izračun HNB-a na temelju WIOD-a za 2014. godinu

vrijednosti) prisutan je u opskrbi vodom, proizvodnji hrane, pića i duhana, proizvodnji farmaceutskih proizvoda te proizvodnji kompjutora i elektroničkih proizvoda. U razdoblju od 2000. do 2014. godine udio domaće dodane vrijednosti smanjio se u izvozu većine domaćih industrijskih djelatnosti, pri čemu je najznačajnija promjena zabilježena kod koka i rafinirane nafte. S druge strane, značajno povećanje udjela domaće dodane vrijednosti zabilježeno je u izvozu farmaceutskih proizvoda (Slika 5.).

U analizi uključenosti Hrvatske u globalne lance vrijednosti procijenjena je i ovisnost hrvatske ekonomije o finalnoj potražnji drugih zemalja pomoću tzv. VAX matrice (engl. *value added to gross exports*).⁵ Tablica 1. pokazuje da je 20% hrvatskog BDP-a direktno ili indirektno povezano sa zadovoljavanjem finalne potražnje drugih zemalja. Pritom su najvažniji hrvatski vanjskotrgovinski partneri Njemačka i Italija, a osim spomenutih zemalja hrvatski izvoz značajno ovisi o finalnoj potražnji za hrvatskim proizvodima u Sloveniji, Austriji, SAD-u te Kini.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

Rast broja zaposlenih u trećem tromjesečju usporio se u odnosu na prvo polugodište (0,3%) zbog slabijeg rasta zaposlenosti u svim djelatnostima NKD-a. Na početku četvrtog tromjesečja rast zaposlenosti se dinamizirao. U listopadu i studenome tako je zaposlenost porasla za 0,8% u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja prije svega zbog povećanja broja zaposlenih u uslužnim djelatnostima privatnog sektora (bez trgovine) i u industriji, dok je doprinos javnog sektora bio manje izražen (Slika 4.1.).

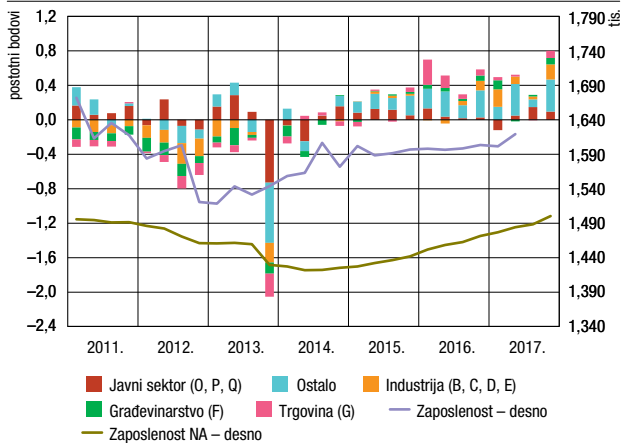
Ako se pak analiziraju podaci o broju zaposlenih iz nacionalnih računa, postoje značajna odstupanja u usporedbi s brojem osiguranika HZMO-a. Tako je na primjer tijekom 2014. zaposlenost prema nacionalnim računima snažno porasla (2,7%),

dok podaci HZMO-a o broju osiguranika pokazuju njihov daljnji pad (-2%). Zamjetno odstupanje između navedenih izvora podataka zabilježeno je i u 2016. godini, kada podaci o broju osiguranika HZMO-a upućuju na relativno snažan oporavak broja zaposlenih (1,9%), dok se na osnovi podataka iz nacionalnih računa zaključuje da taj broj stagnira (0,3%). DZS pri izračunu broja zaposlenih prema definiciji nacionalnih računa kombinira više različitih izvora podataka (administrativne i anketne podatke), pri čemu je Anкета o radnoj snazi glavni izvor podataka, te u broj zaposlenih ujedno uključuje procjenu broja osoba zaposlenih u neevidentiranom gospodarstvu.

Nezaposlenost se u trećem tromjesečju 2017. godine nastavila smanjivati, no sporijim intenzitetom nego u prvoj polovini

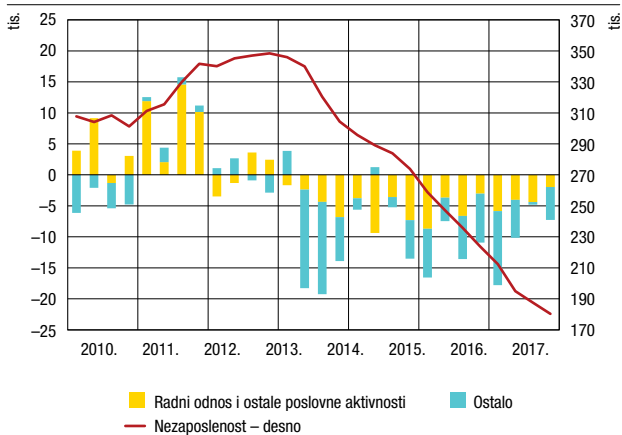
5 Za više detalja o VAX matrici vidi R. C. Johnson i G. Noguera (2012.), *Accounting for intermediates: production sharing and trade in value added*, Journal of International Economics, 82 (2), 224 – 236.

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



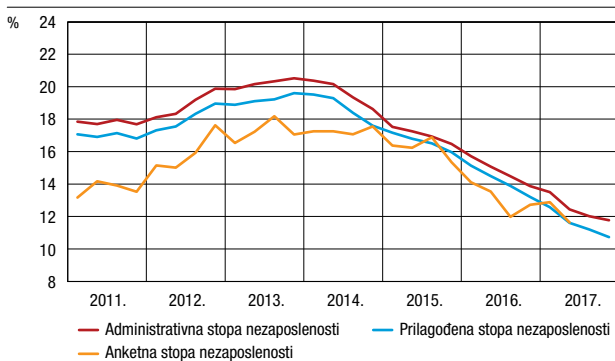
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2017. odnose se na listopad i studeni.
Izvori: Eurostat; HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

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



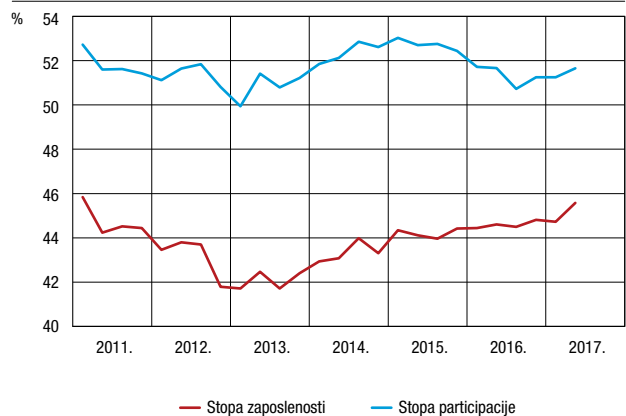
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2017. odnose se na listopad i studeni.
Izvori: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.3. Stope nezaposlenosti
sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Prilagođena stopa nezaposlenosti procjena je HNB-a i računa se kao udio broja administrativno nezaposlenih u aktivnom stanovništvu procijenjenom kao zbroj nezaposlenih osoba i osiguranika HZMO-a. Od siječnja 2015. za izračun administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS, podaci o zaposlenicima prikupljaju se obrascem JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2017. za administrativnu stopu nezaposlenosti odnose se na listopad, a za prilagođenu na listopad i studeni.
Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

godine jer se zamjetno usporilo brisanje iz evidencije HZZ-a zbog ostalih razloga (nepridržavanje zakonskih odredbi, odjava i nejavljanje). Istodobno se nastavila slična dinamika odljeva iz evidencije HZZ-a na temelju zapošljavanja i ostalih poslovnih aktivnosti (Slika 4.2.). Početak četvrtog tromjesečja obilježio je pad nezaposlenosti sličnog intenziteta, pa se broj nezaposlenih u studenome spustio na oko 180 tisuća (prema desezoniranim podacima). U skladu s opisanim kretanjima nezaposlenosti i zaposlenosti nastavila se smanjivati administrativna stopa nezaposlenosti te je tijekom trećeg tromjesečja iznosila 12,0%. Daljnje smanjivanje stope nezaposlenosti primjetljivo je i na početku četvrtog tromjesečja, pri čemu se, prema sezonski prilagođenim podacima, stopa u listopadu spustila na 11,8%.

Podaci iz Ankete o radnoj snazi, koji su dostupni samo za prvih šest mjeseci 2017. godine, također su potvrdili razmjerno povoljne trendove na tržištu rada. Tako se anketna stopa nezaposlenosti spustila s 12,9%, koliko je iznosila u prvom tromjesečju, na 11,6% u drugom tromjesečju 2017. (Slika 4.3.).

Povoljna kretanja na tržištu rada potvrđuju i ostali podaci iz Ankete o radnoj snazi. Stopa zaposlenosti povećala se u drugom tromjesečju 2017. na 45,6% s 44,7% ostvarenih u prvom tromjesečju, a stopa participacije na 51,7% s 51,2% (Slika 4.4.).

Plaće i jedinični trošak rada

Kada je riječ o plaćama, iz dostupnih podataka proizlazi da se rast nominalnih bruto plaća u trećem tromjesečju 2017. usporio u odnosu na prvu polovinu godine (0,7%), dok podaci za listopad pokazuju da se na početku četvrtog tromjesečja rast plaća ponovno ubrzao (1,5%) (Slika 4.5.). Pritom je tijekom četvrtog tromjesečja glavni generator rasta plaća bio javni sektor, a u prethodnom dijelu godine najsnažniji doprinosi ukupnom kretanju plaća dao je privatni sektor (Slika 4.4.). Snažan porast plaća u javnom sektoru na kraju godine rezultat je odluke Vlade RH o višekratnom povećanju osnovice plaće javnim i državnim službenicima. Tako su nakon povećanja plaća iz siječnja plaće u javnim i državnim službama ponovno povećane i u kolovozu.⁶

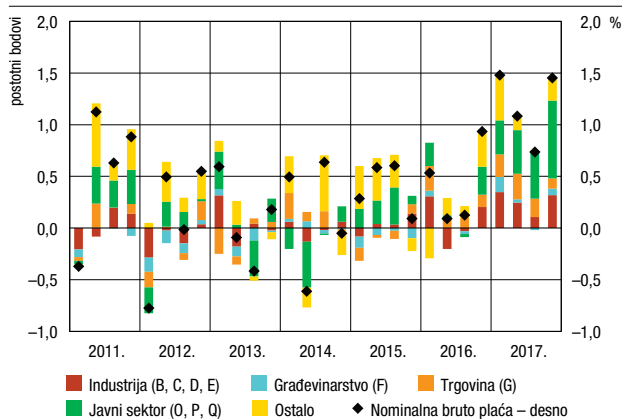
Rast realnih plaća tijekom listopada bio je slabije izražen zbog istodobnog povećanja potrošačkih cijena.

Prema podacima iz nacionalnih računa nominalni jedinični

⁶ Tijekom 2017. godine osnovica plaće u javnim i državnim službama povećat će se za 6%. Povećanje je raspoređeno u tri dijela, te će plaće rasti za 2% u siječnju, kolovozu i studenome.

Slika 4.5. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a

sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene

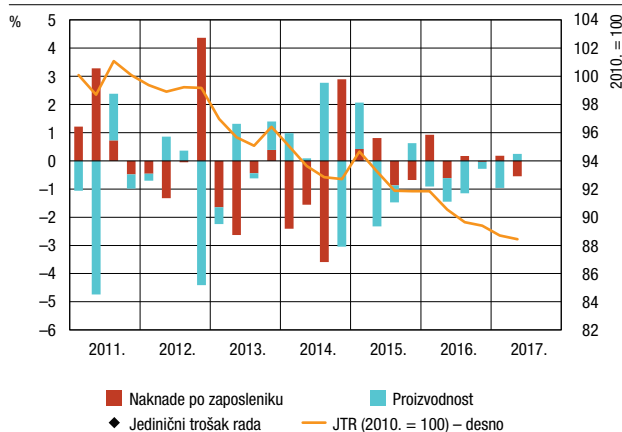


Napomena: Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene obrascem RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene obrascem JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2017. odnose se na listopad.

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

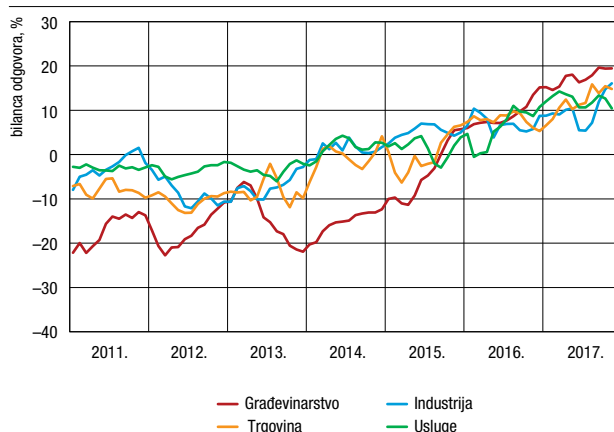
trošak rada u drugom tromjesečju 2017. nastavio se smanjivati iako slabijim intenzitetom s obzirom na to da je pad naknada po zaposleniku bio izrazitiji od smanjenja proizvodnosti.

Projecirana kretanja

S obzirom na kretanje zaposlenosti u prvih jedanaest mjeseci ocjenjuje se da bi se na razini cijele 2017. zaposlenost mogla povećati za 1,8% u odnosu na prethodnu godinu. Pritom posljednji dostupni podaci iz Ankete o pouzdanju poduzeća upućuju na zadržavanje povoljnih očekivanja o kretanju zaposlenosti u industriji i građevinarstvu krajem 2017. godine (Slika 4.7.). Anketna stopa nezaposlenosti mogla bi se u 2017. spustiti na 11,3%, što je snažan pad u odnosu na 13,1%, koliko je iznosila u prethodnoj godini. Kada je riječ o trošku rada, očekuje se zamjetan rast prosječne nominalne bruto plaće u 2017. godini (4%) ponajprije pod utjecajem snažnog rasta plaća u privatnom sektoru zbog

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

sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2017. i 2018. godišnje stope promjene

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

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

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

daljnjeg rasta proizvodnosti, ali i manjka radne snage⁷, dok će u javnom sektoru plaće rasti zbog odluke Vlade RH o trokrotnom povećanju osnovice plaće javnim i državnim službenicima. Rast neto plaća u 2017. bit će razmjerno izraženiji zbog zakonskih izmjena od siječnja 2017. usvojenih u sklopu novog Zakona o porezu na dohodak (NN, br. 115/2016.), kojima je smanjeno porezno opterećenje rada.

Tijekom 2018. godine očekuje se nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada, iako nešto blažeg intenziteta. Rast zaposlenosti mogao bi se malo usporiti (1,5%), zbog mogućega nepovoljnog utjecaja restrukturiranja koncerna Agrokor na kretanja na tržištu rada. U skladu s time ublažit će se i intenzitet smanjenja anketne stope nezaposlenosti, koja bi se mogla sniziti na 10,2%. U 2018. godini očekuje se tek blago usporavanje rasta plaća na godišnjoj razini (3,5%) u prvom redu zbog slabijeg rasta plaća u privatnom sektoru. Za razliku od toga, u javnom će se sektoru rast plaća nastaviti sličnom dinamikom zbog cjelogodišnjeg učinka odluke o povećanju plaća javnim i državnim službenicima iz 2017. godine.

⁷ Službeni podaci DZS-a pokazuju da se u 2016. neto odselilo 20 tisuća hrvatskih državljana (oko 0,5% ukupnog stanovništva), a od pridruživanja Europskoj uniji oko 50 tisuća stanovnika. Međutim, moguće je da službena statistika podcjenjuje broj odseljenih s obzirom na to da službeni podaci obuhvaćaju samo one osobe koje su promijenile prebivalište u razdoblju dužem od jedne godine i prijavile to Ministarstvu unutarnjih poslova. Tako podaci zrcalnih statistika za Njemačku, Austriju i Irsku pokazuju da se u razdoblju od 2013. do 2016. u te tri zemlje neto uselilo oko 130.000 osoba s hrvatskim državljanstvom.

5. Inflacija

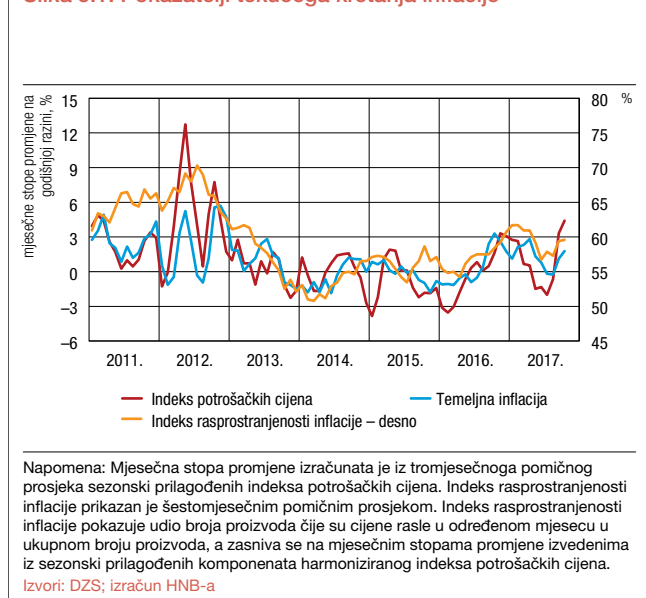
Pokazatelji tekućega kretanja ukupne i temeljne inflacije osjetno su se povećali u drugoj polovini 2017. upućujući na jačanje inflatornih pritisaka (Slika 5.1.). To je ponajviše bilo posljedica jačanja uvoznih inflatornih pritisaka zbog porasta cijena sirove nafte i drugih sirovina na svjetskome tržištu. Na rast inflacije utjecalo je i povećanje administrativno reguliranih cijena, ponajviše cijena električne energije. Osim toga, kretanje indeksa rasprostranjenosti inflacije od sredine 2017. pokazuje da se povećao broj proizvoda iz košarice za izračun harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena čije cijene rastu.

Godišnja se stopa inflacije potrošačkih cijena povećala s 0,7% u lipnju na 1,4% u listopadu. Temeljna inflacija se usporila, s 1,8% u lipnju na 1,4% u listopadu, poglavito zbog smanjenja godišnje stope promjene cijena mesa, obuće, komunikacije te farmaceutskih proizvoda. Godišnja stopa promjene proizvođačkih cijena industrije (bez energije) neznatno se povećala, s 0,5% u lipnju na 0,6% u listopadu, što upućuje na to da su inflatorni pritisci koji dolaze iz proizvodnog procesa blagi. Pritisak na rast

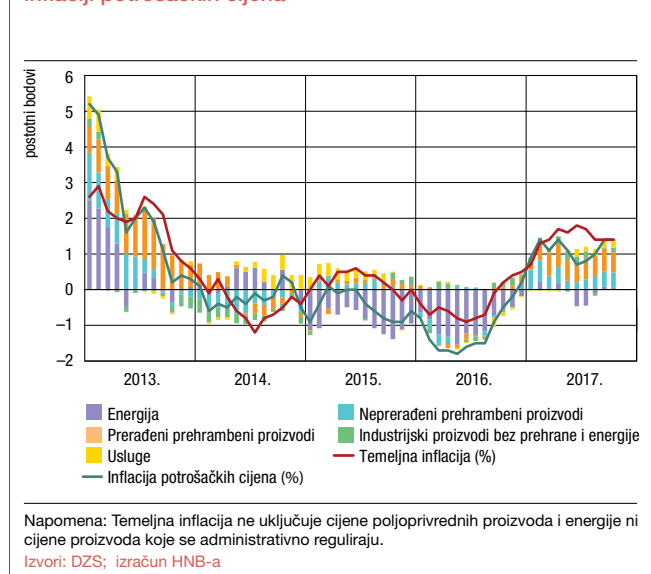
tih cijena ponajviše je dolazio od cijena intermedijarnih i kapitalnih proizvoda.

Gledano po komponentama, porastu godišnje stope inflacije u drugoj polovini 2017. najviše su pridonijele cijene energije i hrane (Slika 5.1.). Pritom se doprinos cijena energije ukupnoj godišnjoj inflaciji povećao s -0,5 postotnih bodova u lipnju na 0,1 postotni bod u listopadu. To je poglavito bilo rezultat poskupljenja električne energije zbog povećanja naknade za obnovljive izvore energije i poskupljenja naftnih derivata zbog porasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Pritom je navedeni rast cijena električne energije samo dijelom poništio njihovo smanjenje u siječnju zbog snižavanja stope PDV-a na te proizvode. Nadalje, osjetno su porasle i cijene ukapljenoga naftnog plina. Kada je riječ o cijenama hrane, njihov se doprinos ukupnoj godišnjoj inflaciji povećao s 0,6 postotnih bodova u lipnju na 0,8 postotnih bodova u listopadu. Najviše su tome pridonijele cijene povrća, koje su u listopadu bile za oko 10% više nego u istom mjesecu 2016., što je uvelike bilo posljedica vremenskih nepogoda. Osim

Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



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



Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

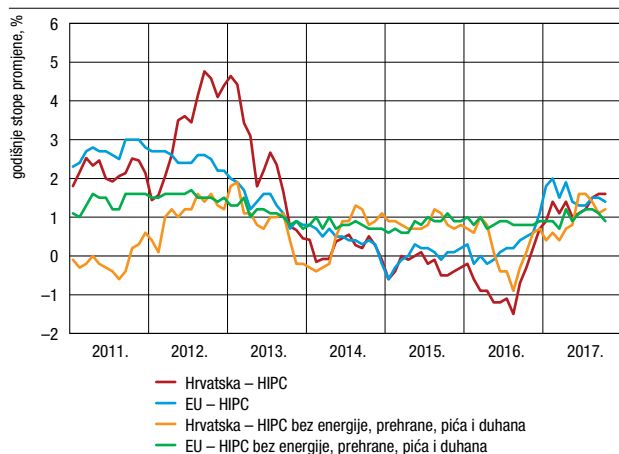
godišnje stope promjene

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

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i Europskoj uniji



Izvori: DZS; Eurostat

toga, osjetno su porasle i cijene ulja i masnoća, poglavito maslaca. Pritisak na rast cijena hrane pritom je ublažilo usporavanje godišnjeg rasta cijena mesa, čemu je vjerojatno pridonio pad cijena svinjetine na tržištu EU-a.

Ubrzanju godišnje inflacije, premda neznatno, pridonijele su i cijene usluga, pri čemu je poskupljenje odvoza smeća uglavnom poništilo pojeftinjenje telekomunikacijskih usluga. Industrijski proizvodi bez hrane i energije jedina su komponenta čiji se doprinos ukupnoj godišnjoj inflaciji smanjio u drugoj polovini godine, ali samo blago. Najviše je tome pridonijelo usporavanje godišnjeg rasta cijena obuće, ponajviše zbog toga što je sezonski pad tih cijena tijekom ljetnih mjeseci ove godine bio izrazitiji nego u istom razdoblju prošle godine.

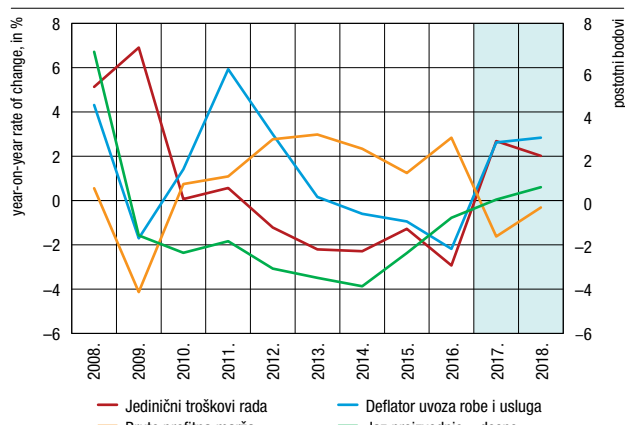
Inflacija u europodručju također je porasla, no osjetno manje nego u Hrvatskoj (Slika 5.3.). Godišnja stopa inflacije u europodručju povećala se s 1,3% u lipnju na 1,4% u listopadu, pretežno zbog rasta cijena hrane i energije. Kod cijena hrane, osjetno su porasle cijene voća, povrća, ulja i masti te cijene mlijeka i mliječnih proizvoda. Na rast cijena energije najviše je utjecalo poskupljenje naftnih derivata zbog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, usporila se s 1,1% u lipnju na 0,9% u listopadu. Tome je najviše pridonijelo smanjenje godišnje stope promjene cijena usluga (posebice cijena paket-aranžmana, obrazovanja i prijevoza).

U Hrvatskoj se godišnja stopa inflacije, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om), povećala s 1,1% u lipnju na 1,6% u listopadu. Najveći doprinos tom povećanju, od 0,5 postotnih bodova, dalo je povećanje cijena energije (poglavito električne energije i naftnih derivata). Povećao se i doprinos cijena hrane, posebice cijena povrća. Ukupna je inflacija tako u listopadu u Hrvatskoj bila za 0,2 postotna boda više nego u europodručju, dok je u lipnju za isto toliko bila niža. Temeljna inflacija, mjerena HIPC-om (ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana), u Hrvatskoj se usporila, s 1,6% u lipnju na 1,2% u listopadu, no ipak je bila viša od one u europodručju – u listopadu je ta razlika iznosila 0,3 postotna boda.

Projicirana kretanja

Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena mogla bi se u 2017. ubrzati na 1,2%, s -1,1% u 2016. godini. To bi

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

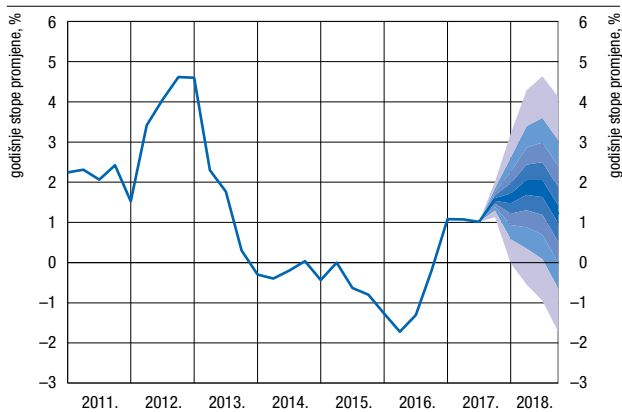
trebao biti rezultat povećanja doprinosa svih triju osnovnih komponenti indeksa potrošačkih cijena, a ponajviše hrane i energije. S druge strane, ocijenjeno je da su porezne izmjene djelovale na smanjenje ukupne inflacije u 2017. za oko 0,2 postotna boda⁸. Rast cijena hrane pretežito zrcali snažno povećanje cijena povrća zbog vremenskih nepogoda te poskupljenje mesa, mlijeka i maslaca. Pritom se ocjenjuje da bi doprinos cijena hrane ukupnoj prosječnoj godišnjoj stopi inflacije u 2017. mogao biti najizrazitiji te iznositi oko 0,8 postotnih bodova. Nadalje, ocijenjeno je da će se prosječna godišnja stopa promjene cijena energije povećati s -5,6% u 2016. na oko 0% u 2017., što je rezultat ubrzanja godišnjeg rasta cijena naftnih derivata i plina. Ocijenjeni rast cijena energije u 2017. uvelike je ublažilo smanjenje cijene električne energije. Kada je riječ o cijenama proizvoda koji ne uključuju hranu i energiju, prognozirano je blago povećanje prosječnoga godišnjeg rasta tih cijena na 0,7% (s 0,3% u 2016.), što u značajnoj mjeri zrcali učinke porezne reforme (povećanje stope PDV-a na ugostiteljske usluge te rast trošarina na cigarete i automobile) te jačanje uvoznih inflatornih pritisaka.

U 2018. prognozirano je ubrzanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena na 1,6%. Pritom se očekuje povećanje doprinosa cijena energije te indeksa cijena bez hrane i energije, dok bi se doprinos cijena hrane ukupnoj inflaciji mogao smanjiti. Očekuje se da će tijekom 2018. blago ojačati domaći inflatorni pritisci s potražne strane, ako se uzme u obzir postupni rast pozitivnog jaza domaćeg proizvoda. Na blago povećanje inflacije mogao bi utjecati i nastavak rasta jediničnih troškova rada (premda malo slabijeg intenziteta nego u 2017.), što bi moglo biti posljedica bržega očekivanog rasta plaća od rasta proizvodnosti rada. Usto, u 2018. se očekuje i blago ubrzanje godišnjeg rasta uvoznih cijena (Slika 5.4.). U 2018. prognozirano je godišnji rast prosječne cijene sirove nafte tipa Brent (u kunama) za oko 9%. Međutim, tijekom godine očekuje se silazni trend kretanja cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, pa bi u posljednjem tromjesečju 2018. one mogle biti niže za oko 2% nego u istom razdoblju 2017. Kolebljivost godišnje stope promjene cijena energije u velikoj bi mjeri mogla odrediti dinamiku ukupne godišnje stope inflacije u 2018., odnosno njezino ubrzanje na oko 2% sredinom godine, a potom usporavanje prema 1,0% krajem godine.

Gledano po komponentama, vidljivo je da je očekivano

⁸ Pritom je znatan negativan učinak (-0,5 postotnih bodova) na ukupnu inflaciju u 2017. imalo smanjenje PDV-a na električnu energiju.

Slika 5.5. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

ubrzanje godišnje stope promjene cijena energije u 2018. poglavito rezultat prijenosa poskupljenja električne energije, naftnih derivata i plina u drugoj polovini 2017. Nadalje, predviđeno

blago ubrzanje godišnjeg rasta indeksa cijena bez hrane i energije zrcali jačanje domaćih inflatornih pritisaka (s potražne strane) kao i prelijevanje povećanja uvoznih cijena sirovina i finalnih proizvoda na potrošačke cijene. S druge strane, očekivano usporavanje prosječnoga godišnjeg rasta cijena hrane u 2018. djelomično je posljedica učinka baznog razdoblja, odnosno iščekivanja učinka snažnog poskupljenja hrane u 2017. Osim toga, u listopadu 2017. došlo je do stabilizacije cijena prehrambenih sirovina u Europskoj uniji, pri čemu su se cijene svinjetine, maslaca i mlijeka u prahu počele znatnije smanjivati. To bi moglo značiti da bi s određenim vremenskim pomakom moglo doći i do usporavanja rasta potrošačkih cijena hrane na domaćem tržištu.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža, odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju jesu niže cijene sirove nafte (u slučaju izraženijeg povećanja ponude, primjerice zbog povećanja nekonvencionalne proizvodnje u SAD-u) i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Osim toga, ocijenjeno je da bi nižoj inflaciji mogao pridonijeti i mogući snažniji utjecaj jačanja kune prema američkom dolaru na cijene uvoznih proizvoda. S druge strane, nekoliko je rizika koji bi mogli utjecati na to da inflacija bude viša od prognozirane. Među njima su mogući snažniji rast cijena sirove nafte zbog geopolitičkih napetosti, administrativno reguliranih cijena te cijena poljoprivrednih proizvoda zbog mogućih vremenskih nepogoda.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

U 2017. godini nastavio se bilježiti i nadalje zamjetan višak na tekućem i kapitalnom računu. On je u trećem tromjesečju 2017. vidljivo porastao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, ne samo zbog iznimno dobre turističke sezone, čija su kretanja privremeno nadjačala pogoršanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, već i zbog nižeg manjka na računu primarnog dohotka povezanog sa situacijom u Agrokoru. Potonje u potpunosti objašnjava i poboljšanje ukupnog viška na tekućem i kapitalnom računu u prethodnom dijelu godine, kada je povećanje viška u razmjeni usluga bilo praćeno snažnijim povećanjem manjka u robnoj razmjeni. Pritom je višak na tekućem i

kapitalnom računu u trećem tromjesečju 2017., promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, iznosio 4,7% BDP-a (odnosno 3,7% BDP-a isključujući li se učinak Agrokora na dobit banaka).

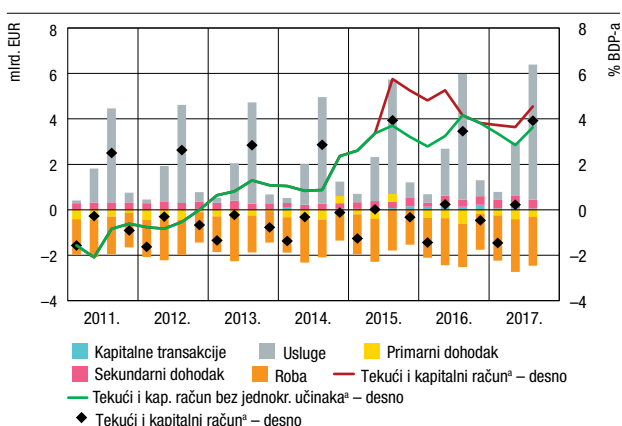
Vanjska trgovina i konkurentnost

Rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom znatno se u 2017. ubrzao u usporedbi s prethodnom godinom, potaknut jačanjem osobne potrošnje te izvoza koji u sebi sadržava i uvoznu komponentu. Intenziviranje robne razmjene bilo je posebno izraženo početkom godine. Iako se u nastavku godine bilježe niže stope rasta, one su u trećem tromjesečju ponovo bile dvoznamenkaste (prema platnobilančnim podacima). Pritom je ukupno tijekom prva tri tromjesečja 2017. godišnja stopa rasta robnog izvoza i uvoza te manjka iznosila oko 12%.

Podaci DZS-a, raspoloživi po pojedinim proizvodima, pokazuju da je produblјivanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom u trećem tromjesečju bilo najsnažnije u razmjeni energenata, raznih gotovih proizvoda, ostalih prijevoznih sredstava (uglavnom brodovi) te prehrambenih proizvoda. Kada je riječ o energentima, najviše je porastao neto uvoz nafte i naftnih derivata (potaknut rastom cijena kao i većim rastom uvezenih nego izvezenih količina). Nasuprot tome, primjećuje se zamjetljivo poboljšanje salda u razmjeni medicinskih i farmaceutskih proizvoda.

Godišnja stopa rasta ukupnoga robnog izvoza u trećem je tromjesečju, prema podacima DZS-a, iznosila čak 12,6%. Istodobno je, zbog zamjetnog pada izvoza brodova, djelomično ublaženog većim izvozom naftnih derivata, rast izvoza koji isključuje ove dvije kategorije bio još izraženiji (15,2%). Pritom se među ostalim proizvodima ističe naglašeni rast izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda u Belgiju i SAD. Povećao se i izvoz kapitalnih proizvoda (poglavito električnih strojeva,

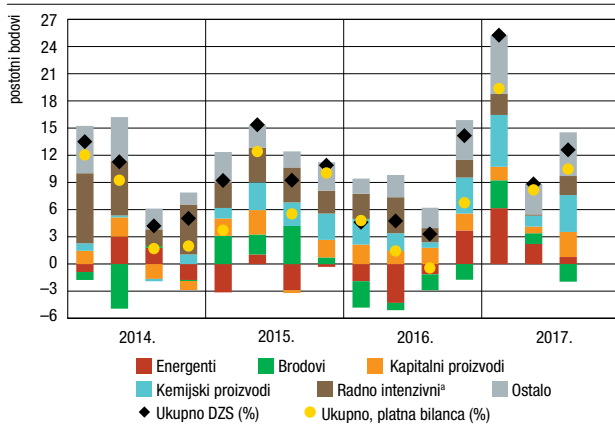
Slika 6.1. Saldo na tekućem i kapitalnom računu i njegova struktura

^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

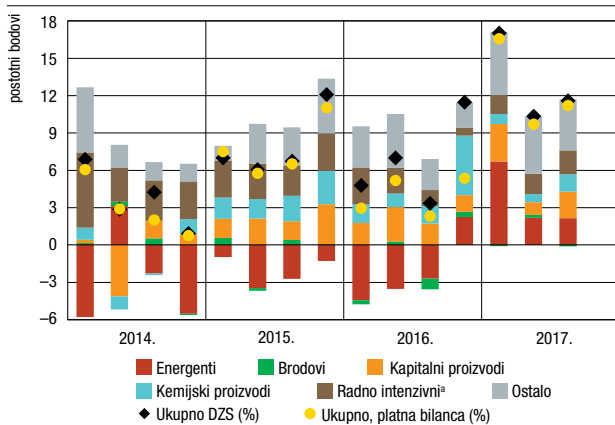
Slika 6.2. Robni izvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



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

Izvori: DZS; HNB

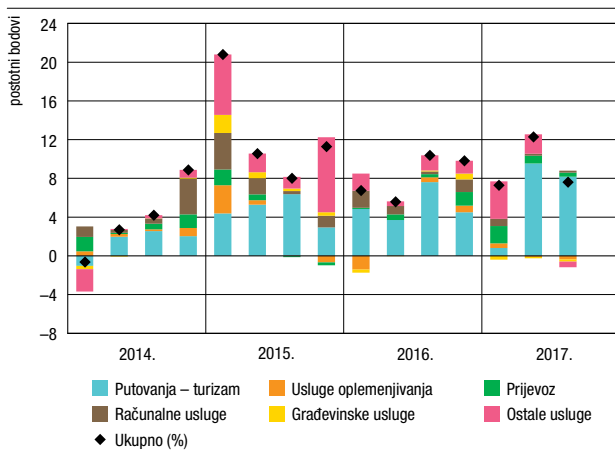
Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



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

Izvori: DZS; HNB

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

aparata i uređaja u Egipat i Tursku te pogonskih strojeva i uređaja u BiH i Ujedinjenu Kraljevinu), kao i proizvoda metalske industrije.

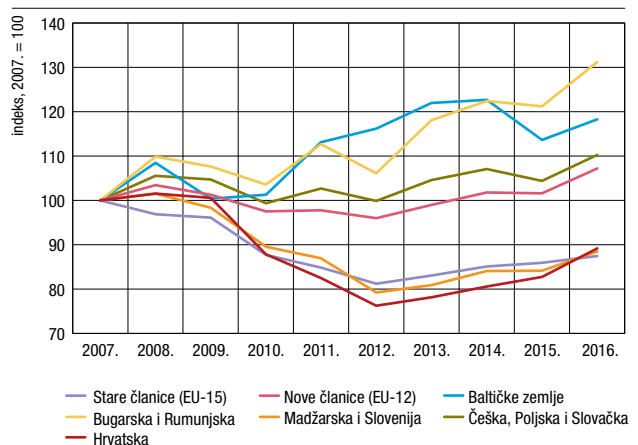
Osim izvoza, ubrzao se i rast robnog uvoza, pri čemu je u trećem tromjesečju ostvarena relativno visoka godišnja stopa rasta od 11,6%. Pritom je rastu uvoza, osim energenata, pridonijelo daljnje jačanje uvoza kapitalnih dobara, posebno električnih strojeva, aparata i uređaja iz Slovenije te pogonskih strojeva i uređaja iz Danske. Usto, bilježi se rast uvoza proizvoda metalske industrije, kao i kemijskih proizvoda (isključujući medicinske i farmaceutске proizvode) iz Italije i Indije, a znatan je i doprinos rasta uvoza znanstvenih i kontrolnih instrumenata iz Kine i Belgije.

Za razliku od robne razmjene s inozemstvom, u međunarodnoj razmjeni usluga nastavilo se poboljšanje salda. Tomu ponovo najviše pridonose usluge putovanja, iako je uz povećanje prihoda zabilježen i još snažniji relativni rast turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu (iako mnogo slabiji u apsolutnom iznosu). Pritom je izvoz turističkih usluga u trećem tromjesečju, mjereno prihodima od potrošnje nerezidenata, porastao za 9,8% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, neznatno više nego dolasci i noćenja stranih gostiju u komercijalnim smještajnim objektima (8,5% odnosno 7,4%). Povećanju fizičkih pokazatelja osobito su pridonijeli turisti iz Njemačke, Poljske i Ujedinjene Kraljevine.

Na povoljne trendove izvoza robe i usluga upućuje i kretanje udjela na svjetskom tržištu. Naime, u 2016. ono je poraslo četvrtu godinu zaredom, što odražava pozitivan utjecaj ulaska u EU, jednostavnijom, brzom i lakšom trgovinom robom i uslugama unutar zajedničkog tržišta, ali i učinke percepcije Hrvatske kao sigurne i poželjne turističke destinacije. Ipak, unatoč povoljnim recentnim kretanjima, ukupan tržišni udio hrvatskog izvoza robe i usluga manji je nego prije 2009., s obzirom na to da još nisu nadoknađeni zamjetni gubici zabilježeni u nekoliko godina nakon izbijanja krize, kada se hrvatski izvoz oporavljao zamjetno sporije od svjetske potražnje.

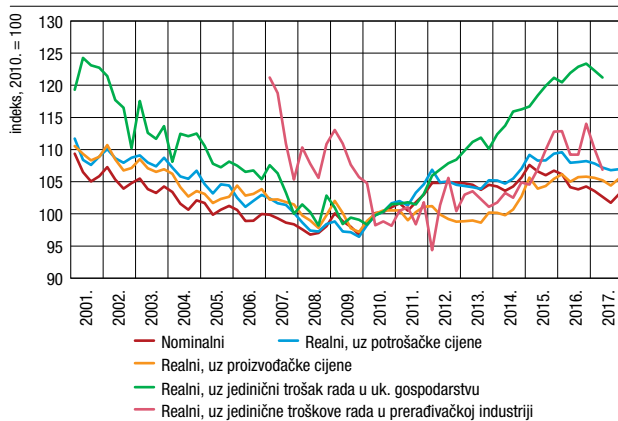
Povoljna kretanja robnog izvoza u 2017. uglavnom nisu bila praćena poboljšanjem cjenovne i troškovne konkurentnosti izvoza. Naime, blagi trend aprecijacije realnih efektivnih tečajeva kune uz potrošačke i proizvođačke cijene zabilježen u 2016. nastao se i tijekom prva tri tromjesečja 2017. zbog aprecijacije nominalnoga efektivnog tečaja kune. Ipak, pokazatelji za listopad upućuju na blago poboljšanje cjenovne konkurentnosti. Troškovna konkurentnost izvoza, mjerena kretanjem realnih efektivnih

Slika 6.5. Tržišni udio u svjetskom izvozu robe i usluga



Izvor: Eurostat

Slika 6.6. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za četvrto tromjesečje 2017. kod realnih tečajeva uz potrošačke i proizvođačke cijene odnose se na listopad, a kod nominalnog tečaja na listopad i studeni.

Izvor: HNB

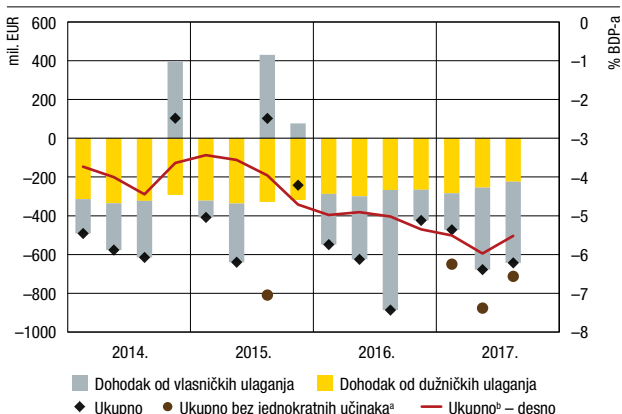
tečajeva uz jedinične troškove rada, osjetno je povoljnija nego prije nekoliko godina, iako se njezino poboljšanje, koje gotovo kontinuirano traje od 2010., zaustavilo na kraju 2016. godine.

Dohoci i transakcije s EU-om

Manjak na računu primarnog dohotka u trećem se tromjesečju 2017. znatno smanjio u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Tome su poglavito pridonijeli dohoci od izravnih vlasničkih ulaganja, pri čemu su zamjetno porasli prihodi rezidenata na osnovi njihovih ulaganja u inozemstvo, posebice u rudarstvu i vađenju te financijskoj djelatnosti. Osim toga, vrijednost rashoda na osnovi poslovanja domaćih poslovnih subjekata u vlasništvu nerezidenata smanjila se pod utjecajem niže dobiti u financijskoj djelatnosti zbog rezervacija banaka za kredite povezane s koncernom Agrokor. Istodobno je dobit u drugim djelatnostima, nakon izraženijeg rasta tijekom prve polovine godine (poglavito u farmaceutskoj i naftnoj industriji te trgovini), u trećem tromjesečju stagnirala na razini iz istog razdoblja prethodne godine.

Povoljan je bio i učinak smanjenja troškova kamata po inozemnom dugu, manjim dijelom zbog razduživanja domaćih

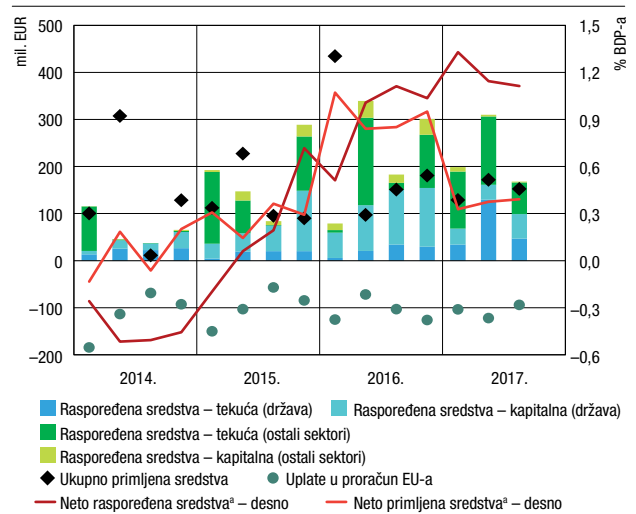
Slika 6.7. Dohoci od ulaganja



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

Izvor: HNB

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a

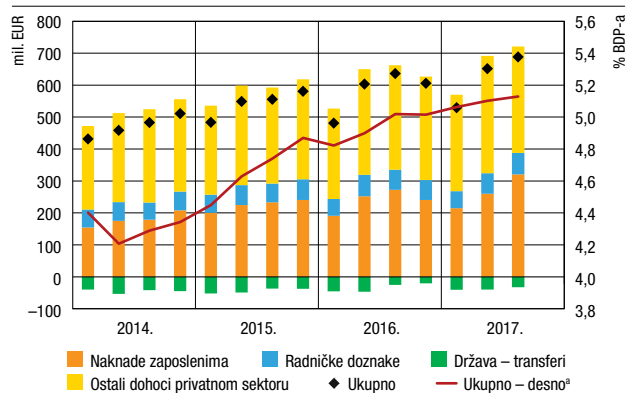


^a Zbroj posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja

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

Izvori: HNB; MF

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



^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

sektora prema inozemnim vjerovnicima, a većinom kao posljedica prestanka obračunavanja kamata na stari inozemni dug Agrokor.

Ukupni neto prihodi iz transakcija s proračunom EU-a u trećem su tromjesečju 2017. ostali gotovo nepromijenjeni u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom je zabilježena promjena u njihovoj strukturi, uz veći iznos tekućih, a manji kapitalnih prihoda. 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, samo se neznatno povećao, s 1,0% BDP-a na kraju 2016. na 1,1% BDP-a u rujnu 2017. godine. Ostali tekući dohoci, osim dohodaka od ulaganja i transakcija s EU-om, također su nastavili rasti, pri čemu se iznosom ističu prihodi rezidenata zaposlenih u inozemstvu.

Projicirana kretanja

U posljednjem tromjesečju 2017. očekuje se neznatno veći manjak na tekućem i kapitalnom računu u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu bi se produbljivanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom u velikoj mjeri moglo nadomjestiti poboljšanjima salda na ostalim računima. U skladu s tim i kretanjima u prethodnom dijelu godine, višak na tekućem i kapitalnom računu u cijeloj bi 2017. mogao biti za 0,6 postotnih bodova viši nego u 2016. te iznositi 4,5% BDP-a. Međutim, kao što je ranije spomenuto, ovo poboljšanje u potpunosti odražava učinak krize u koncernu Agrokor na dobit poslovnih banaka (ocijenjeni višak na tekućem i kapitalnom računu u 2017. isključujući Agrokor smanjuje se na 3,5% BDP-a).

U robnoj razmjeni s inozemstvom u cijeloj 2017. očekuje se rast manjka za više od desetine, uz sličnu relativnu dinamiku izvoza i uvoza. Očekivani nastavak rasta tržišnog udjela hrvatskog izvoza robe i usluga odražava daljnje poboljšanje necjenovnih činitelja konkurentnosti.

Turizam bi u 2017. godini ponovo trebao dati znatan pozitivan doprinos povećanju neto viška u razmjeni usluga, koji se već četvrtu godinu zaredom povećava za oko 8% na godišnjoj razini. Pritom bi rast prihoda od usluga putovanja mogao biti malo snažniji nego prethodne godine, a dobrim rezultatima pridonose znatne investicije u smještajne kapacitete i prateće djelatnosti, percepcija države kao relativno sigurnoga turističkog odredišta te gospodarski rast glavnih emitivnih tržišta, dok oporavak domaće gospodarske aktivnosti potiče i turističku potrošnju rezidenata u inozemstvu.

Saldo dohodaka od ulaganja mogao bi se u 2017. poboljšati kao posljedica spomenutog učinka Agrokor. Isključujući li se utjecaj Agrokor, manjak bi mogao biti blago veći nego u prethodnoj godini, zbog boljih poslovnih rezultata banaka po drugim osnovama, kao i daljnjeg rasta dobiti ostalih poduzeća u inozemnom vlasništvu. S druge strane, takva kretanja ublažava poboljšanje profitabilnosti inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata, koja se oporavlja nakon što su se u prethodnih pet godina bilježili gubici (djelomice i zbog učinaka vrijednosnih usklađivanja). Osim toga, na razini cijele godine trebali bi se smanjiti kamatni troškovi po inozemnim dužničkim obvezama domaćih sektora. Ostali dohoci na tekućem i kapitalnom računu mogli bi se također blago povećati, i prihodi na osnovi naknada zaposlenima u inozemstvu, i vrijednost neto transakcija s proračunom EU-a.

U 2018. godini ukupni bi višak na tekućem i kapitalnom

računu mogao iznositi 3,7% BDP-a, a njegovo smanjenje u odnosu na prethodnu godinu najvećim je dijelom posljedica nastavka povećanja manjka u robnoj razmjeni te slabijeg učinka Agrokor na saldo primarnog dohotka, što bi trebala ublažiti pozitivna kretanja u razmjeni usluga te veći transferi.

Pozitivni učinci necjenovne konkurentnosti mogli bi i nadalje poticati snažniji rast robnog izvoza od vanjskotrgovinske potražnje, no s njezinim blagim usporavanjem u 2018., većinom kod partnera iz europodručja, i rast hrvatskog izvoza mogao bi se usporiti. Nadalje, relativno snažan rast uvoza zasniva se na jačanju domaće potražnje te boljem korištenju sredstava raspoloživih iz fondova EU-a, dok bi se u skladu s blagim usporavanjem izvoza, a imajući na umu uvozu ovisnost hrvatskoga gospodarstva, i rast uvoza mogao usporiti. Produbljivanju robnog manjka pridonijet će i više cijene nafte na svjetskom tržištu.

Budući da je turizam vrlo osjetljiv na promjene makroekonomskih i političko-sigurnosnih uvjeta, za 2018. godinu zadržana je konzervativna procjena kretanja turističkih prihoda (u odnosu na ostvarenja u nekoliko prethodnih godina) od oko 5%, samo malo iznad očekivanog rasta cijena u turizmu. Iako se očekuje i daljnje povećanje neto izvoza ostalih usluga, rast ukupnog viška u razmjeni usluga usporit će se pod dominantnim utjecajem projiciranog rasta u turizmu.

U 2018. manjak dohotka od ulaganja, nakon privremenog zaustavljanja u 2017., mogao bi se ponovo povećati kao posljedica znatno nižeg učinka Agrokor. S nastavkom ekonomskog rasta, u istom će smjeru djelovati i rast dobiti poduzeća u inozemnom vlasništvu. Dohoci na osnovi dužničkih ulaganja ne bi se trebali znatnije promijeniti, a njihovo će kretanje s jedne strane biti određeno daljnjim razduživanjem, a s druge strane očekivanim blagim rastom kamatnih stopa na inozemnim financijskim tržištima. Više o utjecaju dohodovnih prinosa od inozemnih ulaganja na saldo tekućeg računa vidi u Okviru 2. I ostali dohoci privatnog sektora mogli bi nastaviti blago rasti, kao i neto primici iz transakcija s proračunom EU-a, koji bi krajem 2018. ipak još mogli biti niži od 2% BDP-a.

Što se tiče rizika za ostvarenje projiciranog salda na tekućem i kapitalnom računu, negativni se rizici, među ostalim, odnose na izraženiji rast kamatnih stopa i kolebljivosti na svjetskom financijskom tržištu. S druge strane, s obzirom na konkurentne prednosti hrvatskog turizma u globalnim okvirima i relativno konzervativnu projekciju rasta prihoda od turizma, pozitivan rizik za ostvarenje projekcije jest mogućiji snažniji rast prihoda od turizma.

Okvir 2. Dohodovni prinosi na inozemna ulaganja u Hrvatskoj i usporedivim zemljama

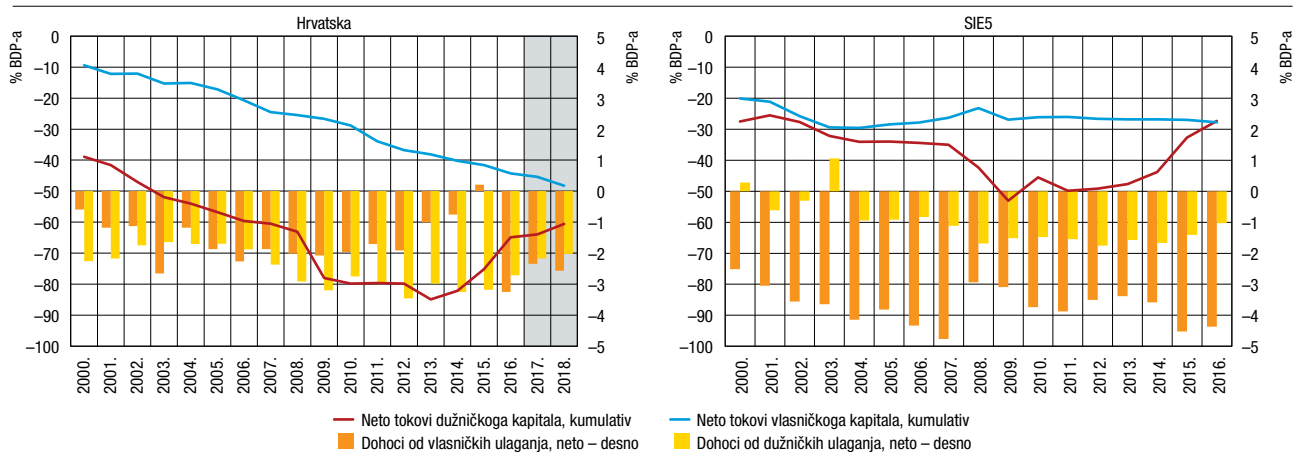
U ovome se okviru analiziraju dohoci povezani s inozemnim ulaganjima kao i utjecaj akumulacije neto inozemnih obveza, odnosno relativnih troškova financiranja tih obveza (implicitnih prinosa) na saldo tekućeg računa platne bilance. U razdoblju od 2000. do 2016. neto obveze Hrvatske prema inozemstvu rasle su izrazito snažno, dok je rast neto rashoda od inozemnih ulaganja bio umjereniji. Iz toga proizlazi da su relativni dohoci (prinosi) koje ostvaruju nerezidenti s osnove tih ulaganja smanjeni, i kod dužničkih i kod vlasničkih ulaganja. Međutim, u budućnosti se može očekivati da će se relativni prinosi na vlasnička ulaganja u Hrvatskoj oporaviti, kao i priljevi vlasničkih ulaganja, a to bi unatoč razduživanju i relativno niskim troškovima financiranja dužničkih obveza, moglo pridonositi izrazitim rastu rashoda na

računu primarnih dohodaka u platnoj bilanci Hrvatske, kao što je to slučaj i kod drugih zemalja Srednje i Istočne Europe.

Hrvatska je u gotovo dva desetljeća, sve do 2013. godine, kontinuirano ostvarivala manjak na tekućem računu platne bilance. Taj se manjak financirao inozemnom štednjom (priljevom inozemnoga kapitala), što je posljedično generiralo neto rashode na računu primarnih dohodaka u platnoj bilanci. U statistici platne bilance primarni dohodak od vlasničkih ulaganja odnosi se na dobit koja pripada nerezidentnim vlasnicima poslovnih subjekata⁹, dok primarni dohodak od dužničkih ulaganja obuhvaća ostvarene prinose na dužničke vrijednosne papire te kamatne dohotke iz kreditnih odnosa između rezidenata i nerezidenata. Obujam ukupnih neto rashoda određen je, s jedne strane,

⁹ Osim primarnih dohodaka, inozemni ulagači ostvaruju i kapitalnu dobit koja se prikazuje u statistici stanja međunarodnih ulaganja promjenom tržišne vrijednosti financijske imovine/obveza. Međutim, zbog nedostatka detaljnih podataka o vrijednosnim usklađenjima nije moguće razdvojiti kapitalnu dobit od drugih vrijednosnih usklađenja (tečajne razlike i sl.), pa se u ovom okviru povrat na inozemna ulaganja procjenjuje samo na osnovi ostvarenih dohodaka.

Slika 1. Tokovi kapitala i inozemni dohoci



Napomena: SIE5 uključuje Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju.

Izvori: Eurostat; projekcija HNB-a

razinom akumuliranih neto obveza prema inozemstvu, a s druge strane relativnim troškom (implicitnim prinosom) pojedinih oblika kapitala kojim se financira manjak na tekućem računu.

Hrvatska je u razdoblju od 2000. do 2016. povećala svoje neto obveze prema inozemstvu s -50% BDP-a na -110% BDP-a¹⁰. Te su neto obveze prosječno godišnje generirale oko 4% BDP-a neto rashoda na računu primarnih dohodaka od inozemnih ulaganja (Slika 1.). Udio ukupnih neto rashoda u BDP-u bio je relativno stabilan u promatranom razdoblju, iako je razina neto inozemnih obveza istodobno povećana za čak 60% BDP-a. Usporedbe radi, zemlje Srednje i Istočne Europe u istom su razdoblju prosječno akumulirale dodatnih neto obveza prema inozemstvu od samo 10% BDP-a (s -60% BDP-a na oko -70% BDP-a) jer su snažan rast obveza poništile istodobnim rastom inozemne imovine. Međutim, unatoč manjoj razini neto obveza, ove zemlje prosječno bilježe malo veće godišnje neto rashode od inozemnih ulaganja nego Hrvatska (oko 5% BDP-a), koji usto i znatno brže rastu. Time se nameće pitanje kako struktura tokova kapitala i njegova relativna cijena (trošak) utječu na neto rashode od ulaganja. U nastavku se stoga procjenjuju relativni troškovi (tzv. implicitna stopa prinosa¹¹) pojedinih vrsta inozemnih ulaganja, kao i njihov učinak na kretanje ukupnih neto rashoda u platnoj bilanci Hrvatske i usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe. Odvojeno se analiziraju prinosi na dužnička i vlasnička ulaganja zbog njihovih različitih determinanti i makroekonomskih implikacija.

Dohoci koje ostvaruju nerezidenti na osnovi vlasničkih ulaganja trebali bi odražavati gospodarske trendove u zemlji ulaganja. Ovisi o sektorskoj alokaciji kapitala, ali i relativnoj profitabilnosti poduzeća u vlasništvu nerezidenata u odnosu na poduzeća u pretežitom domaćem vlasništvu. S obzirom na to da je riječ o tranzicijskim tržištima, ne iznenađuje da su relativni prinosi koje ostvaruju nerezidentni ulagači u zemljama Srednje i Istočne Europe relativno visoki (Slika 2.b), posebno u onim zemljama koje su tijekom tranzicijskog razdoblja ostvarivale više stope gospodarskog rasta. Tako su implicitne stope prinosa najviše u Češkoj i Poljskoj, što je vjerojatno rezultat povoljne strukture inozemnih izravnih ulaganja (u visoko profitabilne i mahom izvozno

orijentirane djelatnosti), a dijelom i blažih posljedica krize na profitabilnost poduzeća u tim zemljama. Nakon krize relativni se povrat na vlasnička ulaganja blago smanjuje, što je i očekivano s obzirom na slabljenje procesa realne konvergencije i utjecaj krize na profitabilnost poduzeća. Hrvatska je, uz Sloveniju, zemlja s najnižom stopom prinosa koju ostvaruju nerezidenti s osnove svojih vlasničkih ulaganja. Tako su prinosi od ulaganja u Hrvatsku iznosili prosječno 7% godišnje, što je za 4 postotna boda niže u usporedbi s ostvarenjima za zemlje Srednje i Istočne Europe. Nakon krize prinosi kontinuirano padaju, a u 2015. godini bili su negativni zbog jednokratnog utjecaja konverzije kredita u švicarskim francima na dobit hrvatskih banaka u vlasništvu nerezidenata. Među usporedivim zemljama takav slučaj zabilježen je još jedino u Sloveniji u 2012. godini, kada je spomenutu zemlju pogodila bankarska kriza.

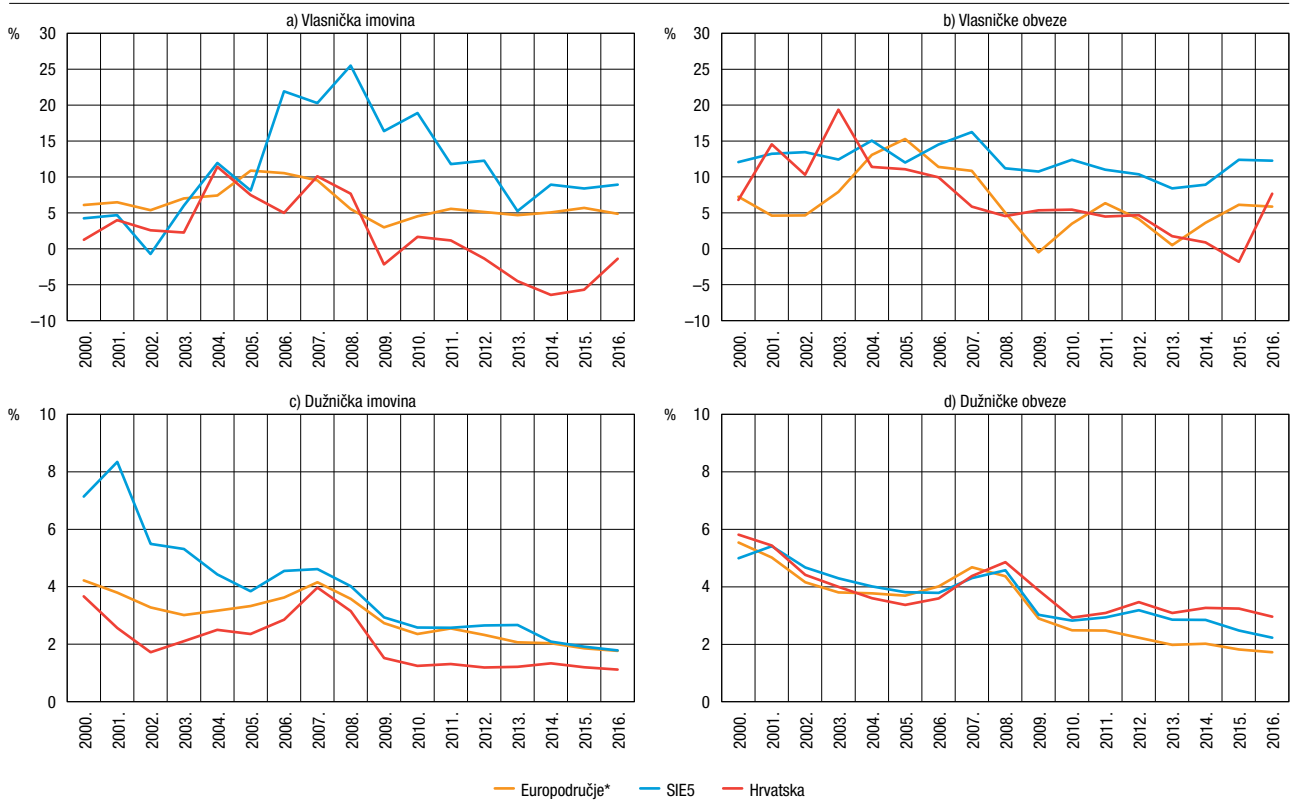
Kada se promatraju dohoci od dužničkih ulaganja, dinamika relativnih prinosa (implicitnog troška zaduživanja) bitno je drugačija od vlasničkih ulaganja. Naime, relativni troškovi zaduživanja samo su djelomično povezani s gospodarskim trendovima na domaćem tržištu (kroz percepciju rizika zemlje), no važniju ulogu imaju uvjeti na inozemnom financijskom tržištu. Naime, već gotovo cijelo desetljeće, od financijske krize, na inozemnom tržištu traje razdoblje iznimno niskih kamatnih stopa, koje omogućuje jeftinije zaduživanje i refinanciranje postojećih dugova u povoljnijim uvjetima.

Ti trendovi odražavaju se i na implicitne troškove zaduživanja Hrvatske, no trend njihova pada slabije je izražen nego u usporedivim zemljama (Slika 2.d), a razlika je posebno izražena kod portfeljnih ulaganja. Naime, dok se implicitni prinosi nerezidenata na obveznice većine zemalja nakon krize smanjuju, prinosi na obveznice hrvatskih dužnika povećavaju se. Dio tog porasta odnosi se na sektor države, no još je izraženiji rast prinosa na obveznice domaćega korporativnog sektora, koji su nakon 2008. premašivali 8% godišnje. Znakovito je i to da je implicitni trošak inozemnog duga zemalja europodručja, uključujući i nove članice (baltičke zemlje, Sloveniju i Slovačku), u pravilu niži nego drugih članica EU-a koje nisu dio monetarne unije.

10 Neto obveze prema inozemstvu čine razliku između inozemne imovine i obveza koji obuhvaćaju izravna, portfeljna i ostala ulaganja u statistici platne bilance. Stanja imovine i obveza ne odgovaraju stanju IIP-a, već su nakon 2000. godine konstruirani kao kumulativ tokova s financijskog računa platne bilance, kako bi se isključio utjecaj vrijednosnih usklađenja. Vlasnička imovina i obveze obuhvaćaju izravne vlasničke i portfeljne vlasničke udjele, a preostali dio čine dužnička imovina i obveze. Međunarodne pričuve nisu obuhvaćene analizom.

11 Implicitna stopa prinosa računa se kao omjer isplaćenih primarnih dohodaka u određenoj godini (t) i stanja odgovarajuće inozemne imovine/obveza s kraja prethodne godine ($t-1$), konstruiranoj prema kumulativnim tokovima s financijskog računa.

Slika 2. Implicitne stope prinosa na inozemnu imovinu i obveze



Napomena: SIE5 uključuje Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju.

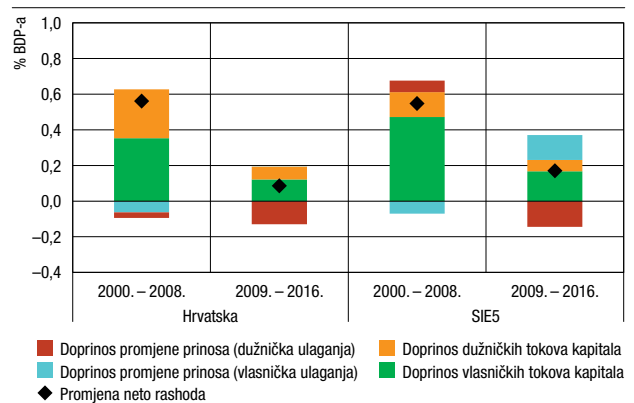
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Promatrano iz perspektive zemalja Srednje i Istočne Europe kao ulagača na inozemnim tržištima, njihovi izravni investitori također ostvaruju relativno visoke prinose koji nadmašuju prosječne prinose koje ostvaruju ulagači iz europodručja (Slika 2.a). Hrvatski, pak, ulagači ostvaruju prosječno znatno manje prinose, a nakon financijske krize čak i negativne. Tome je najviše pridonijela naftna industrija zbog znatnih gubitaka povezanih s vrijednosnim usklađivanjima imovine u ratom zahvaćenim ili politički nestabilnim zemljama. Hrvatska ostvaruje i niže prinose nego usporedive zemlje na osnovi dužničke imovine (Slika 2.c), koju uglavnom čine gotovina i depoziti banaka u inozemstvu te inozemna imovina investicijskih fondova.

Slika 3. pokazuje kako su u proteklom razdoblju opisani implicitni prinosi te tokovi kapitala utjecali na rast neto rashoda od inozemnih ulaganja. Smanjenje relativnih prinosa u razdoblju od 2000. do 2016. godine ublažavalo je negativan utjecaj rasta neto obveza Hrvatske prema inozemstvu. Najveći pozitivan doprinos imao je pad relativnih troškova zaduživanja, dok promjene prinosa od vlasničkih ulaganja imaju pozitivne učinke na platnu bilancu tek s padom profitabilnosti poduzeća nakon 2009. Za razliku od Hrvatske, kod zemalja Srednje i Istočne Europe prinosi na vlasnička ulaganja ostali su relativno visoki i nakon globalne krize, kao odraz snažne gospodarske aktivnosti, što povećava neto rashode u platnoj bilanci. Istodobno, u ovim su zemljama nakon 2009. godine priljevi vlasničkoga kapitala također malo naglašeniji nego u Hrvatskoj, što dodatno pridonosi rastu neto rashoda od ulaganja.

Na osnovi iznesenog može se očekivati da bi, nakon jednogodišnjeg smanjenja vlasničkih prinosa u 2017. godini¹², njihov

Slika 3. Utjecaj prinosa i priljeva kapitala na neto rashode od inozemnih ulaganja



Napomena: Doprinosi promjene prinosa (tokova kapitala) u određenoj godini jesu promjena neto rashoda od ulaganja koja bi nastala s pretpostavkom da nije bilo promjene tokova kapitala (prinosa) u toj godini. Doprinosi su normalizirani udjelom u BDP-u radi lakše usporedivosti među zemljama.

Izvor: Eurostat; izračun HNB-a

utjecaj na saldo tekućeg računa platne bilance Hrvatske u sljedećem razdoblju mogao rasti. Naime, dok bi s jedne strane troškovi inozemnog zaduživanja, posebice nakon recentnog smanjenja percepcije rizika za Hrvatsku, mogli određeno vrijeme ostati relativno niski, prinosi na vlasnička ulaganja nerezidenata mogli bi se oporavljati znatno brže približavajući se razini koju trenutno bilježe druge zemlje Srednje i Istočne Europe. Kako se

12 Jednokratno smanjenje u 2017. odraz je snižene profitabilnosti banaka u inozemnom vlasništvu zbog njihove izloženosti koncernu Agrokor.

istodobno očekuje i da će većinu priljeva kapitala u sljedećem razdoblju činiti upravo vlasnička ulaganja, koja u pravilu imaju višu stopu povrata, u nadolazećem bi razdoblju rast neto rashoda

od inozemnih ulaganja mogao postati sve važniji činitelj pogoršanja salda tekućeg računa platne bilance.

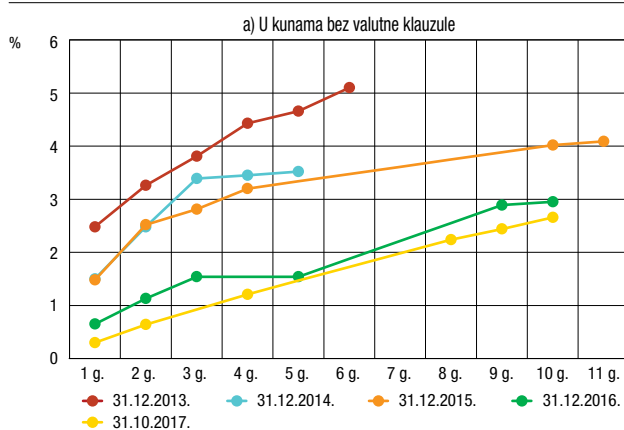
7. Financiranje privatnog sektora

Uvjeti financiranja domaćih sektora tijekom druge polovine 2017. godine uglavnom su se nastavili poboljšavati. Kamatna stopa koju država plaća na kratkoročno zaduživanje putem izdanja jednogodišnjih kunskih trezorskih zapisa na domaćem tržištu smanjila se s 0,65% u prosincu 2016. na rekordno niskih 0,25% u studenome 2017., a kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise u listopadu se spustila na 0,01%. Država je u studenome refinancirala 1,5 mlrd. EUR dospjelih trezorskih zapisa novim izdanjem s dospeljećem od 455 dana uz kamatnu stopu od 0,10% ili 0,6 postotnih bodova nižu od ranijeg izdanja. Krivulja prinosa za hrvatske državne obveznice upućuje na to da

su uvjeti za dugoročnije financiranje države također bili povoljniji nego prethodnih godina (slike 7.1.a i 7.1.b). Usto, država je u srpnju 2017. izdala kunsku obveznicu s valutnom klauzulom u eurima u iznosu od 3 mlrd. kuna, s kamatnom stopom od 3,25% s dospeljećem od 15 godina, čime je produljena kunaska krivulja prinosa s valutnom klauzulom u eurima (Slika 7.1.b). U studenome su izdane još dvije obveznice, dvanaestogodišnja euroobveznica u iznosu od 1,275 mlrd. EUR s kamatnom stopom od 2,75% te šestogodišnja kunaska obveznica u iznosu od 5,8 mlrd. kuna s kamatnom stopom od 1,75%.

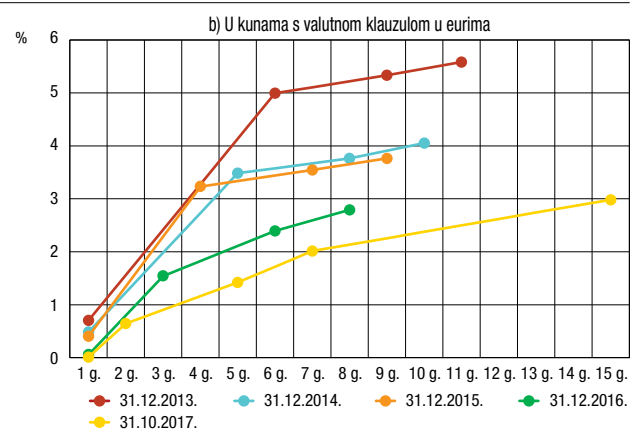
Trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen

Slika 7.1. Prinosi do dospeljeca 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.

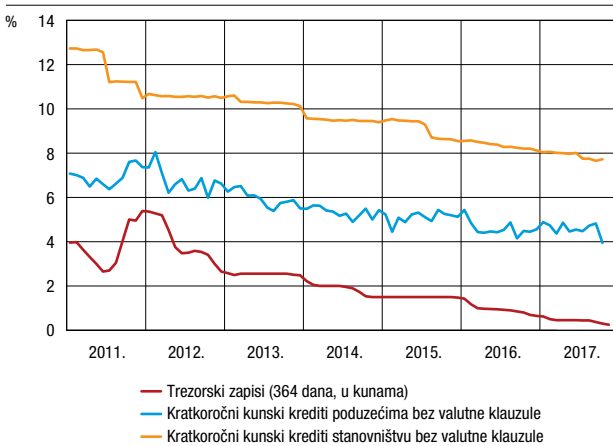
Izvor: HNB



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, a podatak za kraj 2016. godine odnosi se na studeni.

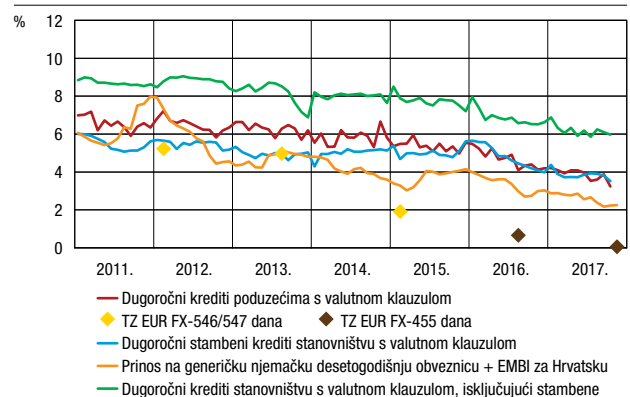
Izvor: HNB

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule



Izvori: MF; HNB

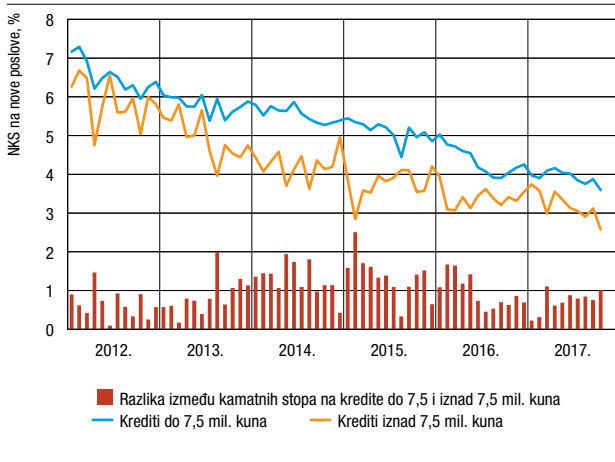
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



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

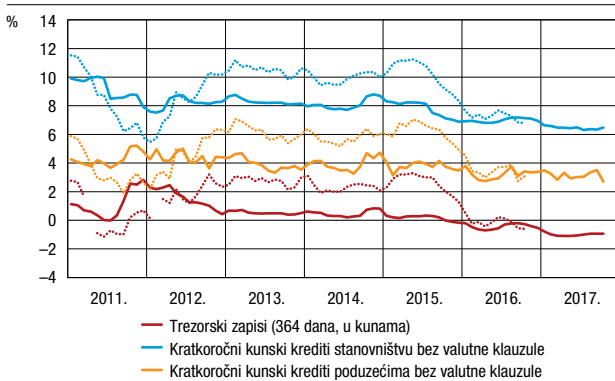
Izvori: MF; Bloomberg; HNB

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



Izvor: HNB

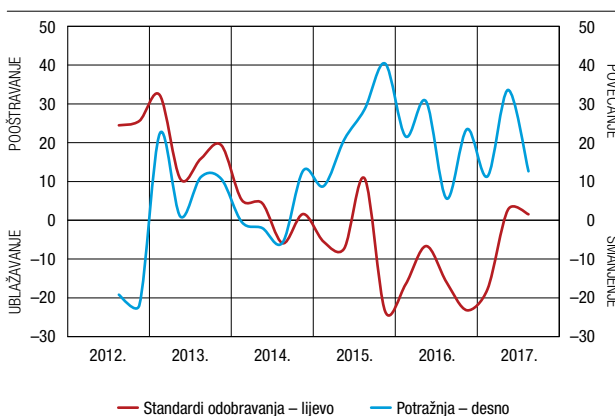
Slika 7.5. Ostvarene i očekivane realne kamatne stope



Napomena: Pune linije prikazuju očekivane realne kamatne stope, odnosno nominalne kamatne stope deflacirane očekivanim indeksom potrošačkih cijena iz službene projekcije HNB-a, a crtkane linije prikazuju ostvarene realne kamatne stope, odnosno nominalne kamatne stope deflacirane ostvarenim indeksom potrošačkih cijena.

Izvori: HNB; DZS; izračun HNB-a

Slika 7.6. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzeća



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

Izvor: HNB

zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu nastavio se smanjivati. Krajem studenog ove godine iznosio je tako 2,3%, što je za oko 0,7 postotnih bodova manje u usporedbi s krajem prošle godine (Slika 7.3.). Na povoljnije uvjete financiranja upućuje i premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) za Hrvatsku, koja se tijekom posljednjih godinu dana smanjila za oko 120 baznih bodova te na kraju studenoga dosegla razinu od oko 100 baznih bodova. U takvim je uvjetima rejting agencija Standard & Poor's u rujnu poboljšala izgleda za promjenu dugoročnoga kreditnog rejtinga sa stabilnih na pozitivne.

Troškovi financiranja za poduzeća nastavili su se blago smanjivati. Prosječna kamatna stopa na kratkoročno zaduživanje poduzeća u trećem tromjesečju 2017. zadržavala oko razina iz prve polovine godine, a u listopadu se spustila ispod 4%, dok je kod kamatnih stopa na dugoročnije kredite poduzećima nastavljen trend pada (slike 7.2. i 7.3.). Usporede li se troškovi financiranja prema iznosima odobrenih kredita (Slika 7.4.), kamatne stope na kredite veće od 7,5 mil. kuna i nadalje su niže od kamatnih stopa na manje iznose jer se kreditima većih iznosa uglavnom koriste velika poduzeća s većim mogućnostima kolateralna i kreditnom sposobnošću. Visina troška financiranja za mala poduzeća i dalje je jedan od glavnih razloga nekorištenja kredita, na što upućuju i rezultati Ankete o pristupu malih i srednjih poduzeća financiranju (vidi Okvir 3.).

Kamatne stope na dugoročne kredite stanovništvu u razdoblju od srpnja do listopada prosječno su se blago smanjile u odnosu na prvu polovinu godine i na kraj prošle godine. Tome je pridonijelo smanjenje kamatnih stopa na potrošačke i ostale kredite, dok su kamatne stope na stambene kredite značajnije smanjenje ostvarile tek u listopadu. Blago je pao i trošak kratkoročnog zaduživanja stanovništva (slike 7.2. i 7.3.).

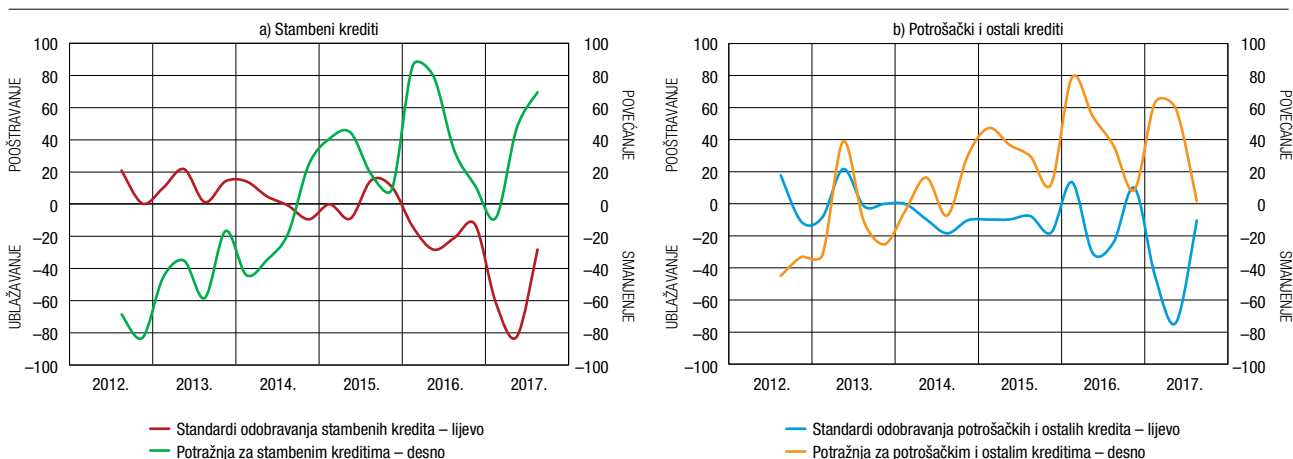
Povoljnijem kretanju kamatnih stopa za financiranje privatnog sektora pridonio je nastavak održavanja visoke likvidnosti bankovnog sustava kao i smanjivanje troškova izvora sredstava banaka. Pritom se kontinuirano smanjuju i nacionalna referentna stopa (NRS)¹³ i Euribor koji se spustio na rekordno niske razine. Realne kamatne stope, deflacirane očekivanom inflacijom, prosječno su tijekom 2017. stagnirale na nešto nižim razinama nego u 2016. (Slika 7.5.).

Standardi odobravanja kredita poduzećima su se, nakon šest uzastopnih tromjesečja ublažavanja, tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2017. blago pooštrili (Slika 7.6.), a najviše za mala i srednja poduzeća. Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti, na pooštavanje standarda odobravanja kredita utjecali su izgledi industrije ili pojedinog poduzeća, dok su jačanje konkurencije među bankama i povoljni uvjeti likvidnosti nastavili djelovati u smjeru ublažavanja kreditnih standarda. Potražnja za svim vrstama kredita poduzećima je nastavila rasti, iako malo sporijim intenzitetom u trećem tromjesečju, pri čemu je usporavanje rasta potražnje opet najizrazitije kod malih i srednjih poduzeća. Najvažniji su činitelji jačanja potražnje potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala, ali i investicija.

Standardi odobravanja kredita stanovništvu nastavili su se ublažavati tijekom trećeg tromjesečja 2017. (Slika 7.7.). Ublažavanje standarda odobravanja stambenih te potrošačkih i ostalih kredita bilo je ponajprije posljedica konkurencije među bankama, nižih troškova izvora sredstava i pozitivnih očekivanja glede opće gospodarske aktivnosti. Rast potražnje za potrošačkim

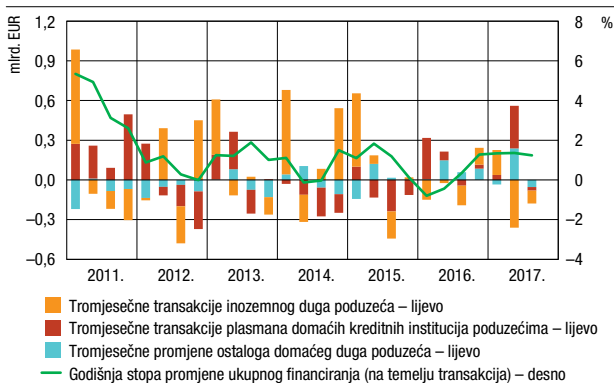
13 Nacionalna referentna stopa (NRS) je prosječna kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (u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

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništva



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

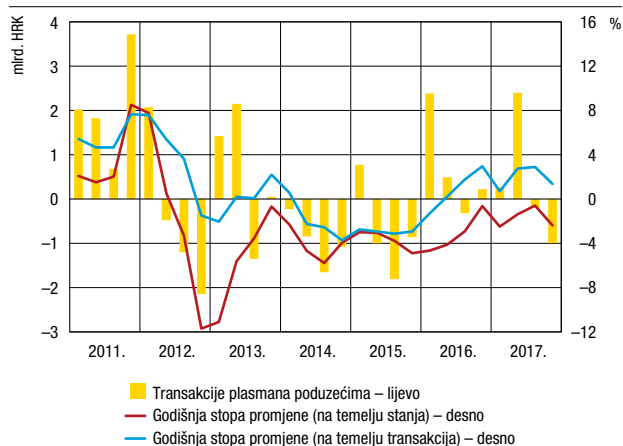
Slika 7.8. Financiranje poduzeća



Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za leasing i 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

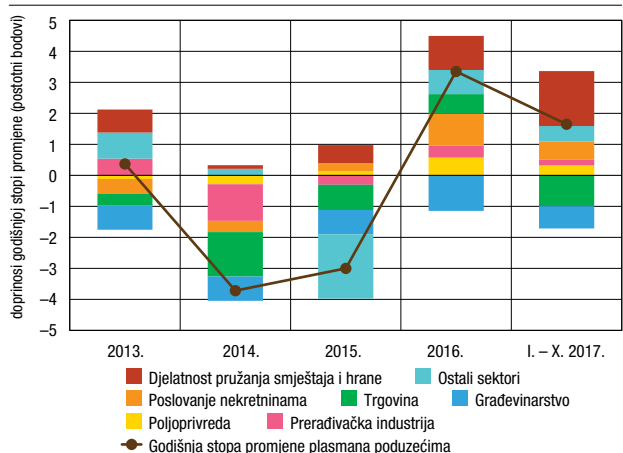


Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2017. zaključno s listopadom
Izvor: HNB

ostalim kreditima u trećem je tromjesečju izostao, dok se potražnja za stambenim kreditima snažno povećala tijekom drugoga i trećeg tromjesečja. Glavni su činitelji rasta potražnje kod stambenih kredita pouzdanje potrošača, povoljna perspektiva tržišta nekretnina, ali i pozitivan učinak državnog programa subvencioniranja stambenih kredita, što je vjerojatno dovelo do privremenog zaustavljanja rasta potražnje za ostalim vrstama kredita (naime, banke u Anketi očekuju ponovni rast potražnje za potrošačkim i ostalim kreditima u četvrtom tromjesečju).

Ukupni dug nefinancijskih poduzeća¹⁴ smanjio se u trećem tromjesečju 2017., na što je najviše utjecalo razduživanje poduzeća prema inozemnim, a u manjoj mjeri i prema domaćim vjerovnicima. Ipak, to se nije znatnije odrazilo na godišnju stopu rasta ukupnog duga poduzeća (1,2%, na osnovi transakcija), koja se već godinu dana zadržava na gotovo istoj razini (Slika 7.8.). Godišnji rast je rezultat povećanog zaduživanja privatnih poduzeća (na domaćem i inozemnom tržištu), dok su javna poduzeća smanjila svoj ukupni dug. Pritom su javna poduzeća

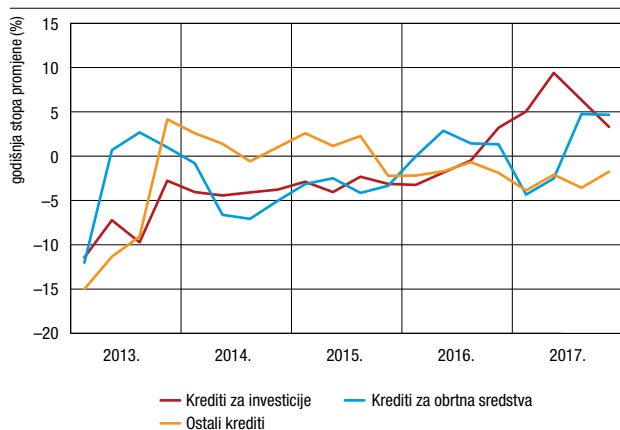
Slika 7.10. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Izvor: HNB

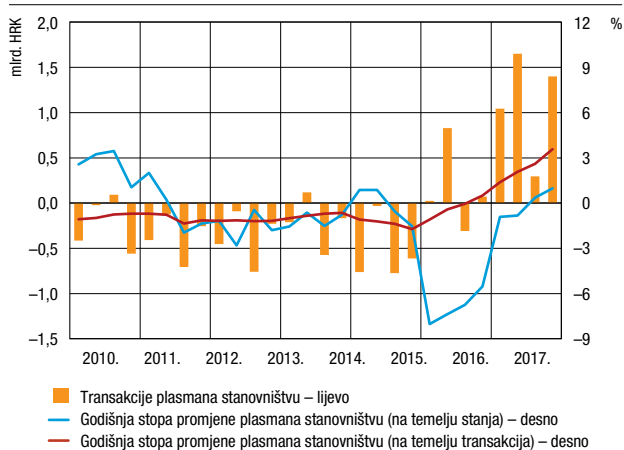
14 Ukupni dug nefinancijskih poduzeća uključuje dug privatnih i javnih poduzeća (osim javnih poduzeća koja su uključena u sektor opće države).

Slika 7.11. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



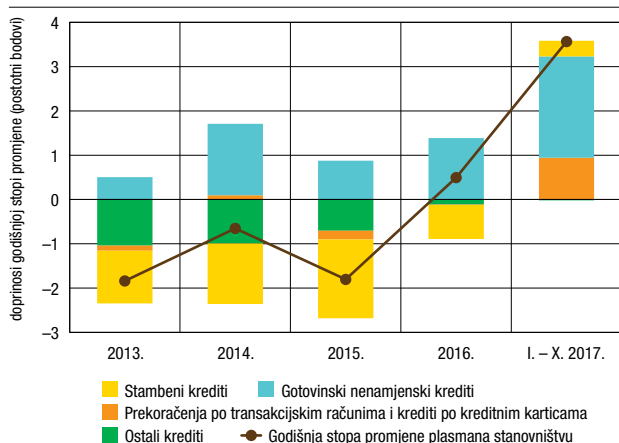
Napomena: Podaci zaključno s listopadom 2017.
Izvor: HNB

Slika 7.12. Plasmani stanovništvu



Napomena: Podaci za četvrtro mjesecje 2017. zaključno s listopadom
Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

blago povećala domaći dug, a razduživala se u inozemstvu.

Domaći plasmani kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima porasli su u prvih deset mjeseci 2017. za 1,5 mlrd. kuna ili 1,6% (na osnovi transakcija, Slika 7.9.). Taj je rast gotovo u cijelosti ostvaren u prvoj polovini godine, dok su se u razdoblju od srpnja do listopada plasmani poduzećima smanjili. Kao rezultat toga, rast se plasmana poduzećima na godišnjoj razini usporio je i na kraju listopada iznosio 1,4% (na osnovi transakcija), što je upola manje nego na kraju lipnja. S druge strane, godišnja stopa promjene plasmana poduzećima izračunata na temelju nominalnih stanja i nadalje je negativna te je na kraju listopada iznosila -2,4%, što je posljedica prodaja nenaplativih plasmana.

Promatra li se distribucija kredita prema djelatnostima, rastu kredita poduzećima u prvih deset mjeseci 2017. najviše je pridonijelo kreditiranje djelatnosti pružanja smještaja i hrane (Slika 7.10.). S druge strane, razduživanje se nastavilo u građevinarstvu, a od ove je godine zabilježeno i u djelatnosti trgovine. Promatrano prema namjeni kredita, snažan godišnji rast kredita za investicije zamjetno je oslabio u rujnu i listopadu, što se odrazilo i na usporavanje ukupne kreditne aktivnosti (Slika 7.11.).

Za razliku od poduzeća, godišnji se rast plasmana stanovništvu ubrzava još od listopada prošle godine te je na kraju listopada 2017. godine dosegnuo 3,6% (na osnovi transakcija, Slika 7.12.). Tome pridonose povoljna kretanja uvjeta financiranja, pouzdanja potrošača kao i kretanja na tržištu rada. U strukturi kredita stanovništvu godišnji porast bilježe gotovo sve glavne vrste kredita (Slika 7.13.), pri čemu se posebno ističu gotovinski nenamjenski krediti, a u listopadu i stambeni krediti, što je povezano s programom subvencioniranja.

Projicirana kretanja

Ocjenjuje se da će se u 2017. godini ukupni plasmani povećati za 3,0% (na osnovi transakcija). Pritom se očekuje snažniji rast plasmana stanovništvu, što je u skladu s dosadašnjom dinamikom kreditiranja stanovništva u ovoj godini, povoljnim okolnostima na tržištu rada te učinkom programa Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita. S druge strane, nominalno će stanje plasmana u 2017. rasti po znatno nižoj stopi zbog utjecaja prodaja neprihodonosnih plasmana. U 2018. godini očekuje se daljnje intenziviranje kreditne aktivnosti prema privatnom sektoru.

Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta uravnoteženi su. Negativni rizik i nadalje ostaje restrukturiranje koncerna Agrokor, odnosno prelijevanje njegovih negativnih učinaka na ostatak gospodarstva. S pozitivne strane, nastavak oporavka gospodarske aktivnosti, povoljniji uvjeti financiranja na domaćem tržištu kao i smanjenje neprihodonosnih plasmana mogli bi se pozitivno odraziti na kreditnu aktivnost banaka.

Okvir 3. Pristup malih i srednjih poduzeća financiranju – saznanja iz Ankete

Rezultati druge Ankete o pristupu financiranju malih i srednjih poduzeća upućuju na to da je nepovoljno regulatorno okružje i dalje najizraženija prepreka poslovanju. Usto, pritisci s tržišta rada (nedostatak adekvatne radne snage, trošak radnika, rigidno radno zakonodavstvo) postaju sve veće ograničenje u poslovanju. S druge strane, pristup financiranju nije prepoznat kao prepreka u poslovanju malih i srednjih poduzeća, pri čemu rezultati Ankete upućuju i na diversificiranje izvora financiranja i na olakšavanje uvjeta za financiranje.

Anketa o pristupu financiranju malih i srednjih poduzeća (MSP)¹⁵ provedena je drugi put zaredom u listopadu i studenome 2017., nakon prve Ankete provedene 2015. godine. Poduzeća su pitana o tri poslovna područja: trenutačnim uvjetima, financiranju poduzeća te poslovnim planovima i projekcijama rasta.

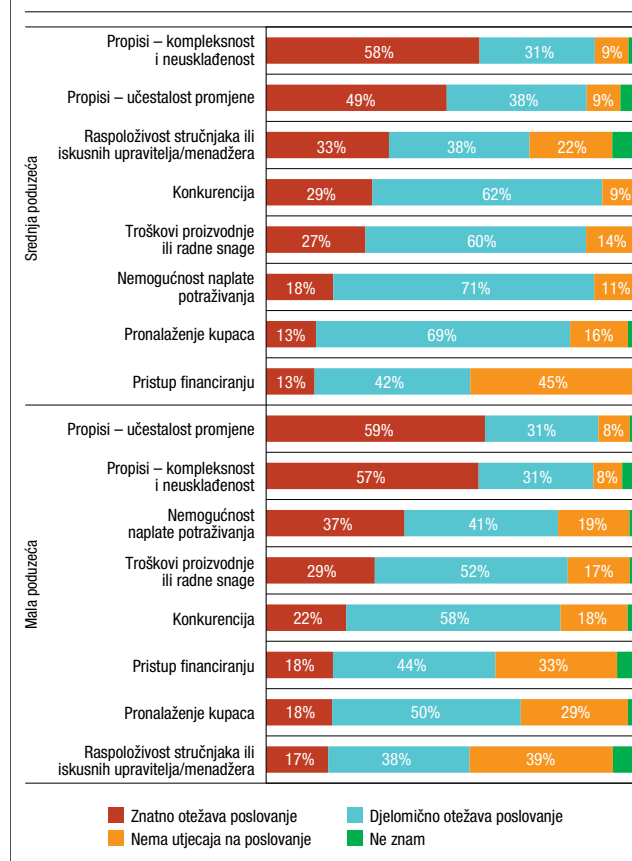
Nepovoljno institucionalno i poslovno okružje, koje se ogleda i u kompleksnom i učestalo mijenjanom regulatornom okviru, ponovno je istaknuto kao najizraženija otežavajuća okolnost poslovanja (Slika 1.). Više od polovine anketiranih malih i srednjih poduzeća ističe da im kompleksnost i neusklađenost propisa te učestalost njihove promjene u znatnoj mjeri otežava poslovanje. Usto, poduzeća, posebice srednja, navode da je pronalaženje iskusnih stručnjaka jako otežano, dok su 2015. problem pronalaska radne snage jedva i spominjala, što upućuje na povećanje pritiska s tržišta rada. Nemogućnost naplate potraživanja i dalje je treće najizraženije ograničenje poslovanja za mala poduzeća, dok srednja

poduzeća (s većim administrativnim kapacitetima i/ili izraženijom tržišnom moći) očitije rješavaju taj problem. Ipak, u ovom je krugu Ankete smanjen broj malih poduzeća koji navodi taj problem u odnosu na 2015.

Izvori financiranja malih i srednjih poduzeća postali su bitno raznolikiji u protekle dvije godine (Slika 2.). Kod srednjih poduzeća nebankarsko financiranje postalo je najčešće korišten izvor financiranja. S druge strane, financiranje od strane dobavljača (što uključuje trgovinske kredite, odgodu plaćanja i kašnjenja u plaćanju dobavljačima) jedini je oblik financiranja koji je izgubio na značajnosti u odnosu na 2015. godinu. Kod malih poduzeća, iako vlastita sredstva i nadalje imaju najveću ulogu u izvorima financiranja, znatno veći broj poduzeća izvještava i o korištenju vanjskih izvora, i kredita i nebankarskog financiranja, povlačenja fondova EU-a i financiranja preko HBOR-a i HAMAG-a. Pritom su u prošlom krugu Ankete poduzeća izrazila nezadovoljstvo niskim razinama financiranja preko HBOR-a i HAMAG-a, dok su u ovom krugu srednja poduzeća udvostručila korištenje te vrste sufinanciranja, a mala čak utrostručila. Porast korištenja fondova EU-a još je izraženiji.

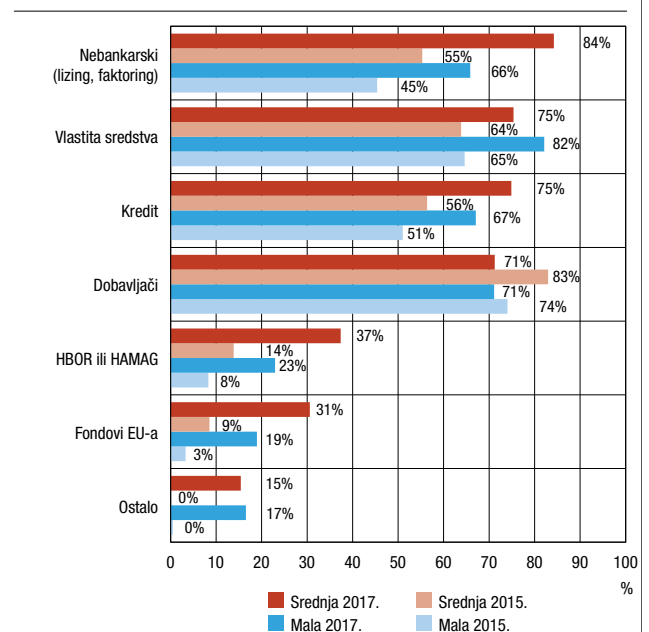
Kod uvjeta financiranja lizing se opet ističe kao izvor kojem poduzeća najlakše pristupaju. Usto, poduzeća naglašavaju olakšan pristup kreditima banaka, i dugoročnijim kreditima i prekoračenjima, te okvirnim kreditima (Slika 3.). Mjere monetarne politike koje podržavaju visoku likvidnost, ublažavanje kreditnih standarda banaka i povoljni gospodarski pokazatelji utječu na poboljšanje dostupnosti ovog izvora financiranja. Za financiranje preko HBOR-a, HAMAG-a te fondova EU-a odgovori poduzeća vrlo su raznoliki te u prosjeku nešto nepovoljniji u odnosu na ranije provedenu anketu, što upućuje na to da i dalje postoji potreba za unapređenjem pristupa tim izvorima.

Slika 1. Kako navedeni problemi utječu na poslovanje malih i srednjih poduzeća



Izvor: Anketa o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

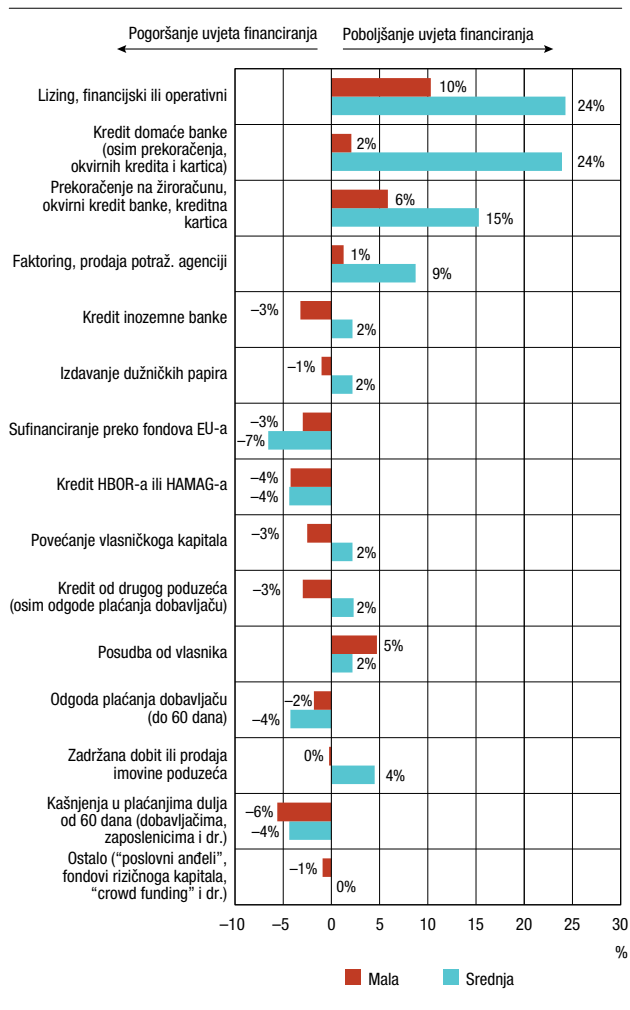
Slika 2. Izvori financiranja malih i srednjih poduzeća



Napomena: Slika prikazuje postotak poduzeća koja su odgovorila "Koristili smo se u 2016." i "Nismo se koristili u 2016., ali imamo iskustva s tim izvorom". Ostale mogućnosti nisu prikazane na grafu.

Izvor: Anketa o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

Slika 3. Koji je od navedenih izvora bilo teže, lakše ili jednako teško dobiti prošle godine (2016.) nego u godini prije toga (2015.)?



Napomena: Slika prikazuje samo ona poduzeća koja su iskazala promjenu uvjeta financiranja. Prikazan je neto postotak, tj. broj poduzeća koja su odgovorila "Lakše" minus broj poduzeća koja su odgovorila "Teže". Pozitivna vrijednost znači da je više poduzeća odgovorilo da je navedeni izvor bilo lakše dobiti 2016. nego godinu prije.

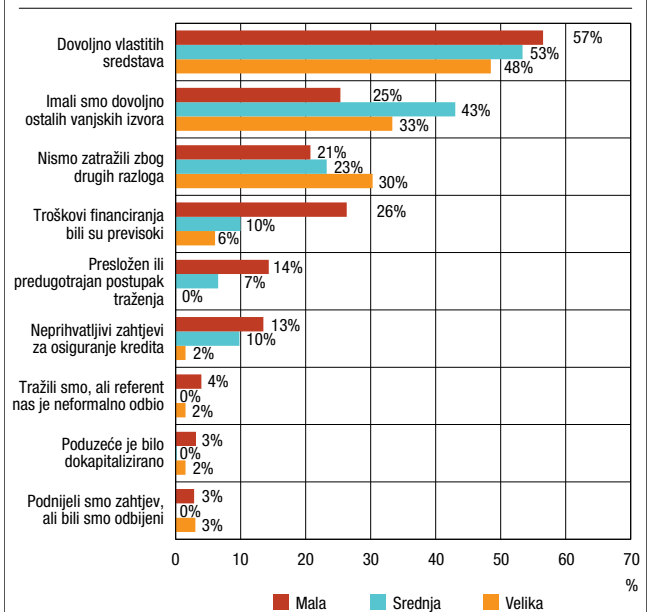
Izvor: Anкета o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

Kod poduzeća koja nisu tražila kredit u prethodnoj godini najveći broj njih ga nije tražio jer im nije bio potreban, bilo da su imala dovoljno vlastitih sredstava ili zbog ostalih vanjskih izvora (Slika 4.). Ipak, valja istaknuti da četvrtina malih poduzeća kao razlog navodi visoke troškove dobivanja kredita. To je, uz više od trećine malih poduzeća koja navode nemogućnost naplate potraživanja kao značajnu prepreku poslovanju, dodatna potvrda da mala poduzeća posluju u bitno zaoštrenijem financijskom okruženju od srednjih i velikih poduzeća. Time su ona ranjivija na izazove poslovanja i teže pokreću investicije i novo zapošljavanje. Kod ostalih su poduzeća visina kamatnih stopa i troškova obrade kredita, zahtjevi za kolateralom te odbijanje od strane banke zbog drugih razloga manje prisutni razlozi za nekorištenje kredita.

Poduzeća koja su se koristila kreditom u prošloj godini (2016.) uglavnom su dobila sve ili većinu od traženog iznosa (Slika 5.). To se većinom odnosi na kratkoročnije (i skuplje) kredite, za koje treba manje kolaterala i jednostavnijih su procedura odobrenja. Ipak, u usporedbi s 2015., za sve vrste kredita i za sve veličine poduzeća povećao se udio dobivenih sredstava u odnosu na tražene.

Poduzeća su upitana i o planovima financiranja (Slika 6.). Poduzeća svih veličina očekuju porast financiranja iz vlastitih izvora

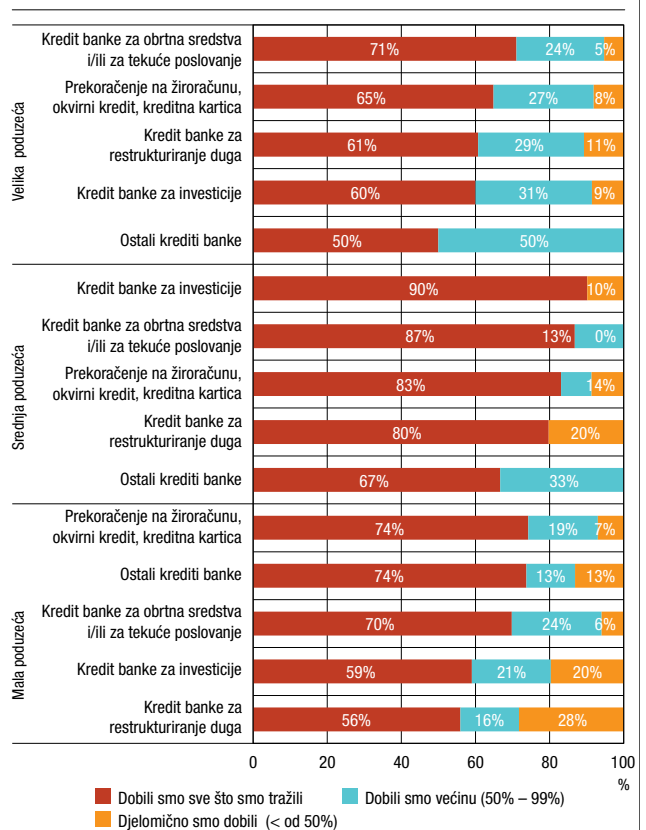
Slika 4. Koji su prema vašem mišljenju glavni razlozi zašto se niste koristili kreditom domaće banke u prethodnoj godini?



Napomena: Slika prikazuje udio poduzeća koji je naveo određeni razlog za nekorištenje kredita. Odgovarala su samo ona poduzeća koja se nisu koristila kreditom u 2016.

Izvor: Anкета o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

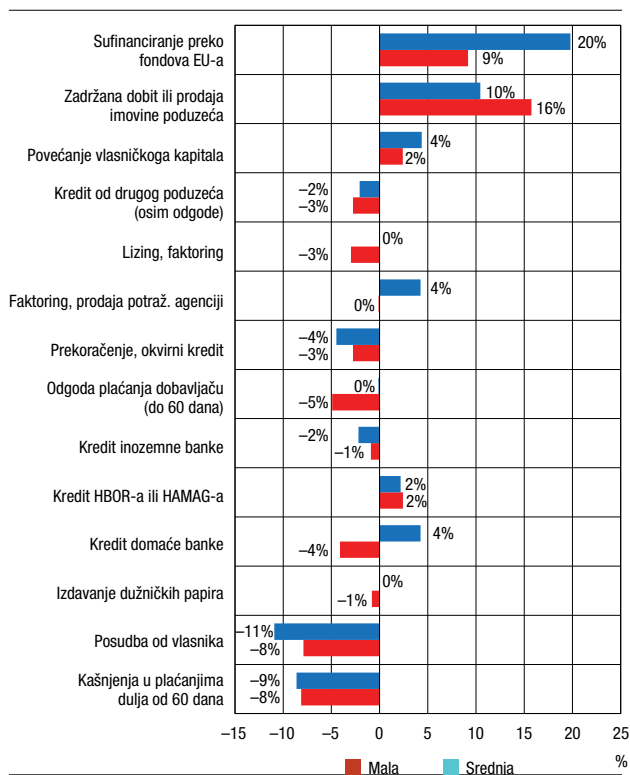
Slika 5. Možete li procijeniti koliko ste od traženih sredstava uistinu dobili?



Napomena: Slika prikazuje poduzeća koja su izjavila da su se u 2016. koristila kreditom poslovne banke.

Izvor: Anкета o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

Slika 6. Udio poduzeća (neto) koja očekuju povećanje izvora financiranja u 2017.



Napomena: Slika prikazuje poduzeća koja očekuju promjenu korištenja nekog izvora financiranja, odnosno poduzeća koja su odgovorila "Očekujem povećanje korištenja" minus poduzeća koja su odgovorila "Očekujem smanjenje korištenja". Pozitivna vrijednost znači da je više poduzeća odgovorilo da "očekuju povećanje korištenja u 2017. u odnosu na 2016. godinu".

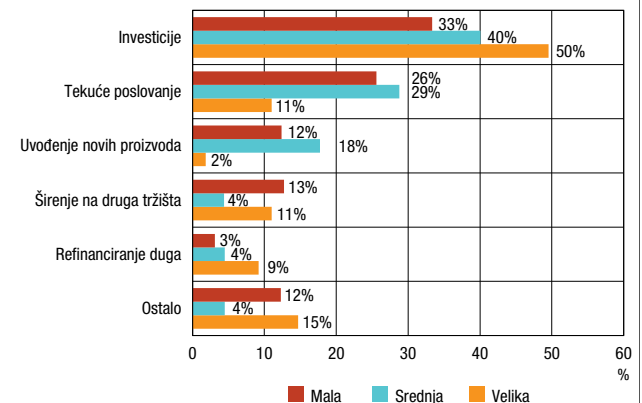
Izvor: Anкета o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

i veće korištenje fondova EU-a te kredita HBOR-a i HAMAG-a, dok planiraju smanjiti korištenje inozemnih kredita, domaćih kredita (kod malih poduzeća), zajmova od vlasnika i kašnjenja u plaćanjima kao izvora financiranja.

Kada je riječ o potrebama poduzeća za financiranjem, investicije su zamijenile "tekuće poslovanje" kao prvorangirani razlog za pribavljanje vanjskog financiranja (Slika 7.). U prošlom je krugu Ankete najveći broj poduzeća naveo tekuće poslovanje kao glavni razlog zbog kojeg im trebaju financijska sredstva, a tek je četvrtina poduzeća istaknula investicije, dok u ovom krugu više od trećine malih i srednjih poduzeća treba financiranje prije svega za investicije. To je još više izraženo kod velikih poduzeća kod kojih polovina ističe da vanjsko financiranje treba upravo za investicije.

Poduzeća poboljšanje strukturnih činitelja smatraju važnijim za buduće poslovanje nego unapređenje financijskog okruženja (Slika 8.). Velika većina poduzeća ističe poboljšanje poslovnog okruženja, smanjivanje poreza i fleksibilnije radno zakonodavstvo kao važne za buduće poslovanje. Rezultati su bili slični i u prošlom krugu Ankete, pri čemu su mala poduzeća financijske

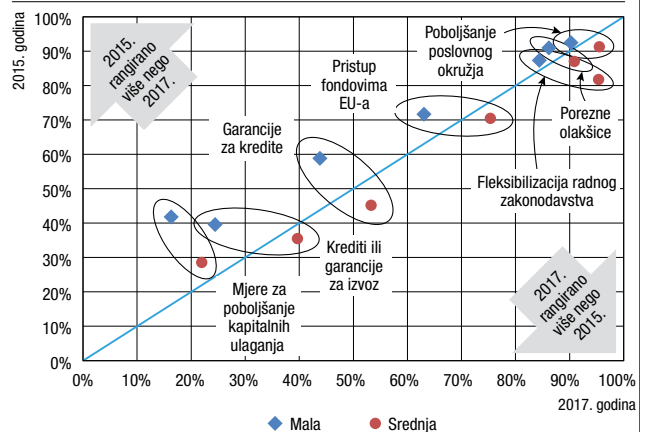
Slika 7. Razlozi za vanjsko financiranje u 2017.



Napomena: Odgovarala su poduzeća koja su iskazala da očekuju porast (jednog ili više) korištenja izvora financiranja. Prikazan je udio poduzeća koji je naveo određeni poslovni razlog za povećanje financiranja.

Izvor: Anкета o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

Slika 8. Što procjenjujete važnim za svoje poduzeće u budućnosti?



Napomena: Odgovarala su sva poduzeća. Graf prikazuje udio poduzeća koja su odgovorila "Važno".

Izvor: Anкета o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017.

činitelje rangirala nešto više u prošlom krugu, dok srednja poduzeća u ovom krugu pridaju veću važnost rigidnostima na tržištu rada.

Zaključno, prema odgovorima iz ove Ankete poduzeća se lakše nose s tržišnim izazovima (konkurencija, kupci, financiranje) nego sa strukturnim i institucionalnim problemima (poslovno okruženje, uvjeti na tržištu rada). Poduzeća imaju sve bolji pristup financiranju te financijska ograničenja uglavnom nisu prepreka poslovanju. S obzirom na to, nastavak provedbe strukturnih reformi i uklanjanje regulatornih barijera pridonijeli bi ubrzanju rasta i povećanju zapošljavanja u malim i srednjim poduzećima.

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

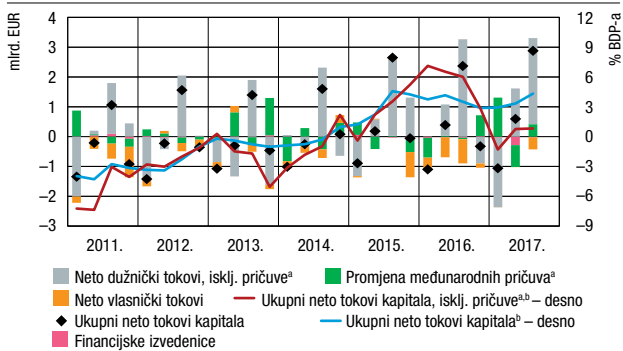
Rast viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2017. godini pratio je nastavak neto odljeva kapitala iz Hrvatske prema inozemstvu. Tako su se u trećem tromjesečju 2017. neto inozemne obveze, isključujući promjenu pričuva i obveza HNB-a¹⁶, smanjile za 2,5 mlrd. EUR, gotovo podjednako kao u istom razdoblju prethodne godine. To je posljedica zamjetnog smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora, čemu je poglavito pridonijelo daljnje poboljšavanje neto inozemne pozicije banaka. Istodobno su se povećale međunarodne pričuve (isključujući promjenu obveza HNB-a) pa je ukupan neto odljev na financijskom računu bio veći te je iznosio 2,9 mlrd. EUR.

Neto priljevu vlasničkih ulaganja od 0,4 mlrd. EUR u trećem tromjesečju ponajviše je pridonijela zadržana dobit na strani obveza, i to u financijskoj djelatnosti, djelatnosti pružanja smještaja i trgovini. Ipak, ukupna zadržana dobit bila je niža nego u

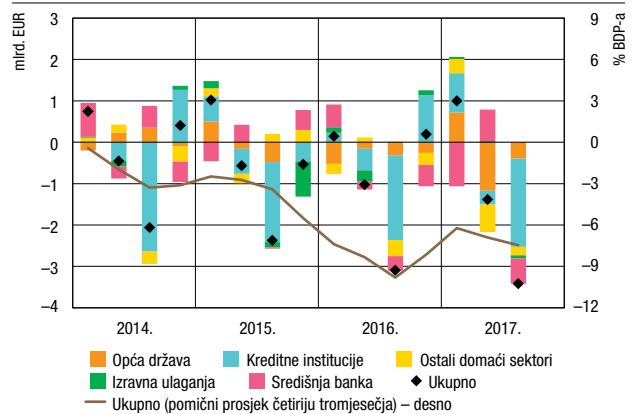
istom razdoblju prethodne godine, kao posljedica smanjene dobiti kreditnih institucija. Za razliku od toga, u trećem je tromjesečju 2017. primjetan rast novih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Glavnina ulaganja pritom je ostvarena u sportskim, zabavnim i rekreacijskim djelatnostima, sektoru nekretnina te u proizvodnji prijevoznih sredstava.

Što se tiče dužničkih ulaganja, u trećem je tromjesečju 2017. ostvaren snažan neto odljev kapitala (od 2,9 mlrd. EUR, isključujući HNB), iako je on ipak bio slabiji nego u istom razdoblju prethodne godine. Ostvareni neto odljev poglavito je posljedica istodobnog rasta inozemne imovine i nastavka razduživanja kreditnih institucija, što je rezultiralo zamjetnim poboljšanjem njihove neto inozemne pozicije, pri čemu je vrijednost dužničke imovine tijekom trećeg tromjesečja nadmašivala vrijednost

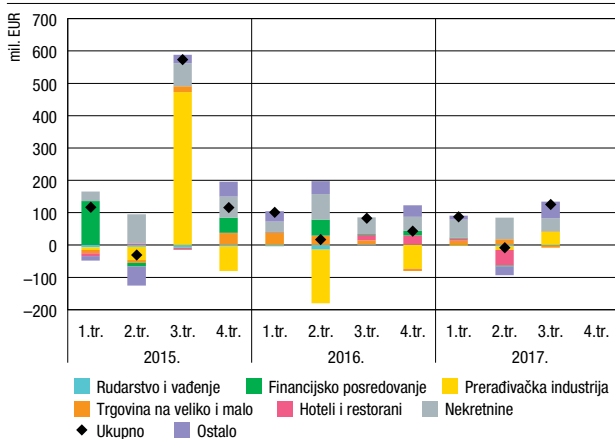
Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



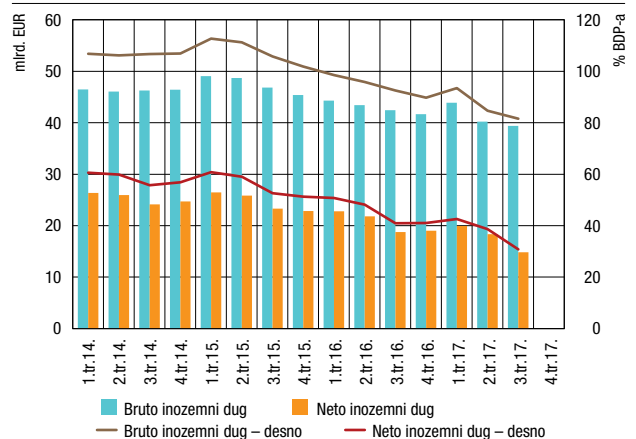
Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima

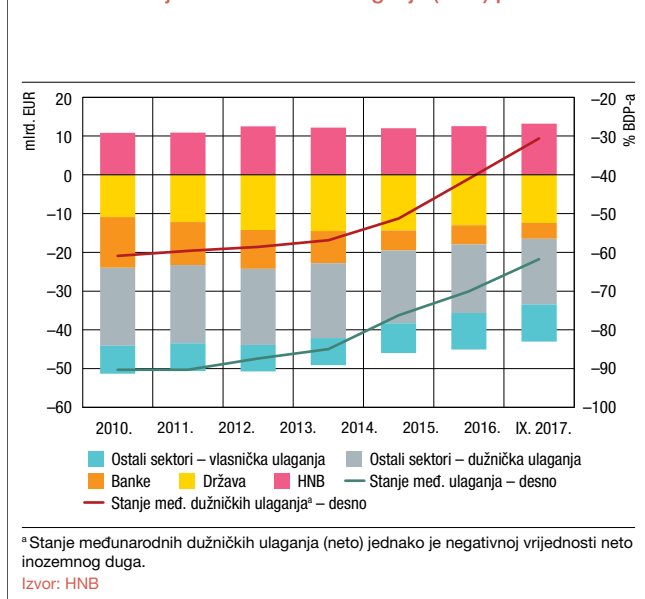


Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



16 Ulaganje dijela međunarodnih pričuva u repo ugovore rezultira povećanjem bruto međunarodnih pričuva i povećanjem inozemnog duga HNB-a u jednakom iznosu.

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



istovrsnih obveza. Iako u mnogo manjoj mjeri u usporedbi s kreditnim institucijama, na smanjenje neto dužničkih obveza djelovalo je i razduživanje države kao i rast imovine ostalih domaćih sektora.

Nastavak razduživanja domaćih sektora rezultirao je daljnjim poboljšavanjem relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Tako je na kraju rujna 2017. bruto inozemni dug iznosio 39,4 mlrd. EUR odnosno 81,6% BDP-a, što je za 8,2 postotna boda manje nego na kraju 2016. godine. Na smanjenje duga tijekom prvih devet mjeseci 2017. najviše je djelovalo razduživanje kreditnih institucija i države, a svoje su obveze smanjili i ostali domaći sektori. Dodatno su smanjenju stanja duga pridonijele međuvalutne promjene i ostale prilagodbe, dok je na poboljšanje relativnog pokazatelja utjecao i rast nominalnog BDP-a. Uz smanjenje bruto inozemnog duga istodobno je zabilježen i rast imovine, poglavito središnje banke i kreditnih institucija. U skladu s tim smanjenje neto inozemnog duga tijekom 2017. bilo je još izraženije. Na kraju rujna neto inozemni dug iznosio je 14,9 mlrd. EUR odnosno 30,8% BDP-a, što je za 10,2 postotna boda manje nego na kraju 2016. godine.

9. Monetarna politika

HNB je tijekom druge polovine 2017. nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku podržavajući visoku likvidnost monetarnog sustava. Zbog aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu središnja je banka od početka 2017. do polovine prosinca od banaka otkupila ukupno 1,6 mlrd. EUR. U tom razdoblju HNB je od Ministarstva financija otkupio 29,4 mil. EUR, dok s Europskom komisijom nije bilo transakcija. Tako je od početka 2017. do polovine prosinca svim deviznim transakcijama ostvaren neto otkup deviza od 1,6 mlrd. EUR, čime je kreirano 12,0 mlrd. kuna (Slika 9.1.)¹⁷.

Uz otkupe deviza, HNB je nastavio podržavati visoku kunsku likvidnost u monetarnom sustavu i kunkskim operacijama. U studenome je HNB, prvi put nakon godinu dana, održao

Neto stanje međunarodnih ulaganja poboljšalo se tijekom prva tri tromjesečja 2017., i to s -70,1% BDP-a, koliko je iznosilo na kraju 2016., na -61,8% BDP-a na kraju rujna 2017. Zamjetno poboljšanje stanja primjetno je kod svih sektora, ponajprije zbog nastavka njihova razduživanja prema inozemstvu.

Projicirana kretanja

U skladu s ostvarenjima u dosadašnjem dijelu godine, i na razini cijele 2017. očekuje se neto odljev kapitala, koji se nastavlja već četvrtu godinu zaredom. Pritom se u posljednjem tromjesečju očekuje priljev kapitala, uz sezonski uobičajeno smanjenje imovine kreditnih institucija i rast duga države. Naime, država je u studenome izdala drugu ovogodišnju obveznicu na međunarodnom tržištu u ukupnom iznosu od 1,3 mlrd. EUR, pri čemu bi se tako prikupljena sredstva trebala iskoristiti za prijevremenu otplatu i refinanciranje zaduženja poduzeća iz cestarskog sektora, što, osim inozemnih, uključuje i domaće obveze.

Ocijenjeni neto odljev kapitala na razini cijele 2017. odražava razduživanje, iako slabijom dinamikom nego prethodne godine, a i neto priljev vlasničkih ulaganja je slabiji (prije svega zbog niže zadržane dobiti). Također se očekuje značajan rast međunarodnih pričuva.

Neto odljev kapitala u 2018. bi se mogao dodatno smanjiti. Pritom se očekuje nastavak razduživanja domaćih sektora, pa bi se i relativni pokazatelji inozemne zaduženosti mogli poboljšati. Tako bi na kraju 2018. bruto inozemni dug mogao činiti oko 75% BDP-a, a neto inozemni dug spustiti se ispod 30% BDP-a. Za razliku od smanjenja dužničkih obveza, očekuje se izraženiji rast neto vlasničkih obveza nego u prethodnoj godini. Tome poglavito pridonosi zamjetan rast zadržane dobiti na strani obveza, a i blago veći priljev novih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku. Osim toga, očekuje se daljnji rast bruto međunarodnih pričuva, s pozitivnim utjecajem na pokazatelje adekvatnosti pričuva.

Unatoč prognoziranom zamjetnom poboljšanju relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, ukupne inozemne obveze RH i dalje ostaju relativno visoke. To je posebno vidljivo u pokazatelju neto stanja međunarodnih ulaganja, koji i krajem projekcijskog razdoblja znatno premašuje granicu predviđenu procedurom pri makroekonomskim neravnotežama. Stoga je Hrvatska vrlo osjetljiva na rizike mogućeg pogoršanja uvjeta financiranja na međunarodnom tržištu i pogoršanja investicijske klime.

strukturnu aukciju plasiravši bankama 0,5 mlrd. kuna pa su ukupna sredstva plasirana putem strukturalnih repo operacija krajem studenoga iznosila 1,3 mlrd. kuna. Pritom je, u odnosu na aukciju iz studenoga prošle godine, kamatna stopa smanjena na 1,2% s 1,4%, a ročnost plasiranih sredstava povećana je s četiri godine na pet godina. Poticaj nastavku provođenja strukturalnih repo operacija dala je i nova Odluka o provođenju monetarne politike Hrvatske narodne banke iz rujna (NN, br. 94/2017.), kojom se uveo sustav upravljanja kolateralom putem skupa prihvatljive imovine za sve kreditne operacije HNB-a, koji sada uključuje sve državne dužničke vrijednosne papire RH izdane na domaćem tržištu kapitala. Time je kreditnim institucijama omogućeno dugoročno kunksko zaduživanje kod HNB-a na temelju

¹⁷ Podaci do polovine prosinca 2017. uključuju izravnu kupnju deviza od banaka izvan aukcije od 100,0 mil. EUR na dan 29. prosinca 2016. jer je datum valute te transakcije bio 2. siječnja 2017.

širokog skupa kolaterala, uključujući i kratkoročne vrijednosne papire. HNB je nastavio provoditi i redovite tjedne obratne repo operacije uz fiksnu repo stopu od 0,3%. Međutim, prosječno stanje plasiranih sredstava putem tjednih repo operacija tijekom prvih jedanaest mjeseci iznosilo je samo 32,3 mil. kuna zbog slabog interesa banaka u uvjetima izdašne kunske likvidnosti.

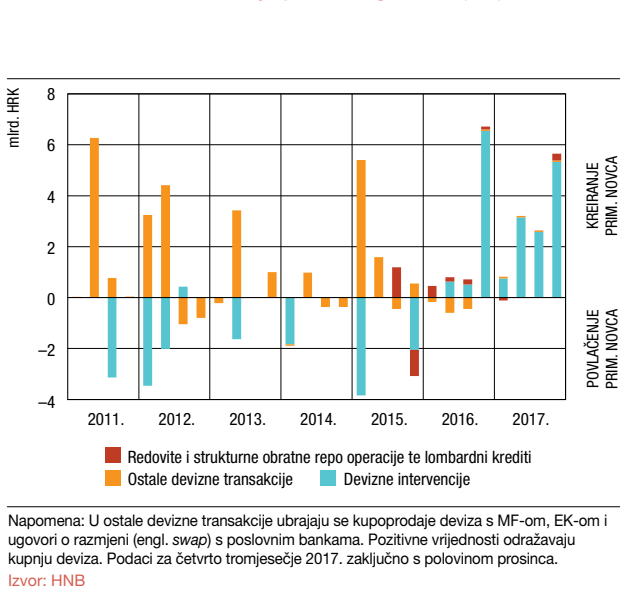
Prosječni višak kunske likvidnosti u prvih jedanaest mjeseci 2017. gotovo se udvostručio na 14,8 mlrd. kuna, sa 7,6 mlrd. kuna koliko je iznosio u 2016. godini (Slika 9.2.). To je ponajprije bilo rezultat kreiranja primarnog novca kupnjama deviza od banaka. U takvim se uvjetima prosječna ponderirana prekoćna međubankovna kamatna stopa spustila s 0,41% u 2016. na 0,07% u prvih jedanaest mjeseci 2017. godine. Pritom je u lipnju zabilježen skok međubankovne kamatne stope na 0,39%, no to je bilo odraz samo jedne provedene transakcije u tom mjesecu. Nakon izostanka međubankovnog trgovanja tijekom srpnja i kolovoza u idućim je mjesecima prekoćna kamatna stopa iznosila 0,1%.

Tečaj kune prema euru na kraju studenoga 2017. iznosio je 7,54 EUR/HRK, što je gotovo istovjetno razini s kraja studenoga prethodne godine. S druge strane, prosječni nominalni tečaj

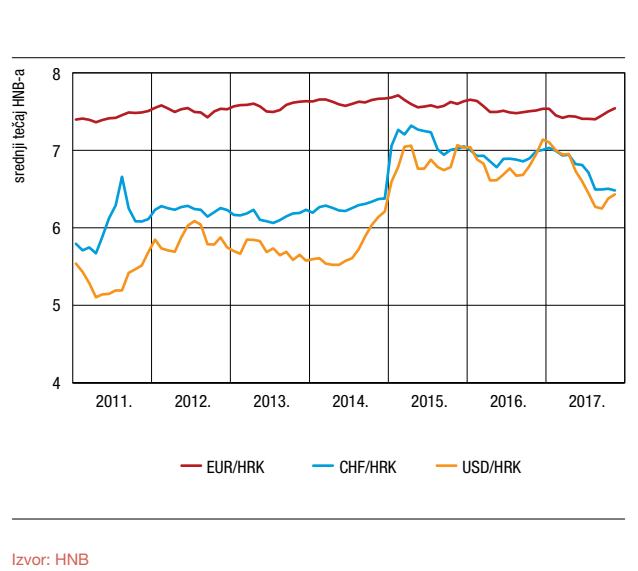
kune prema euru tijekom prvih jedanaest mjeseci 2017. bio je za 1,0% niži u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (Slika 9.3.). Aprecijacijski pritisci na tečaj povezani su s povoljnim makroekonomskim kretanjima, poput viška na tekućem računu platne bilance koji je odraz ubrzanja robnog izvoza, rekordne turističke sezone i jačanja priljeva sredstava od fondova EU-a te smanjenja fiskalnih rizika i općenito oporavka gospodarske aktivnosti. Tečaj kune prema američkom dolaru i švicarskom franqu bio je krajem studenoga zamjetno niži u odnosu na kraj prethodne godine, što odražava jačanje eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

Bruto međunarodne pričuve na kraju studenoga 2017. iznosile su 16,2 mlrd. EUR (Slika 9.4.) i bile su za 2,7 mlrd. EUR (19,9%) veće nego na kraju 2016. godine. Na povećanje bruto pričuva najviše je djelovao priljev deviznih sredstava od inozemnog izdajca državne obveznice u studenome i otkup deviza, ali i zamjetno viša razina ugovorenih repo poslova u odnosu na kraj prethodne godine. Neto raspoložive pričuve u istom su se razdoblju povećale za 0,8 mlrd. EUR (6,9%). Bruto i neto međunarodne pričuve i dalje premašuju novčanu masu (M1) i primarni novac (M0).

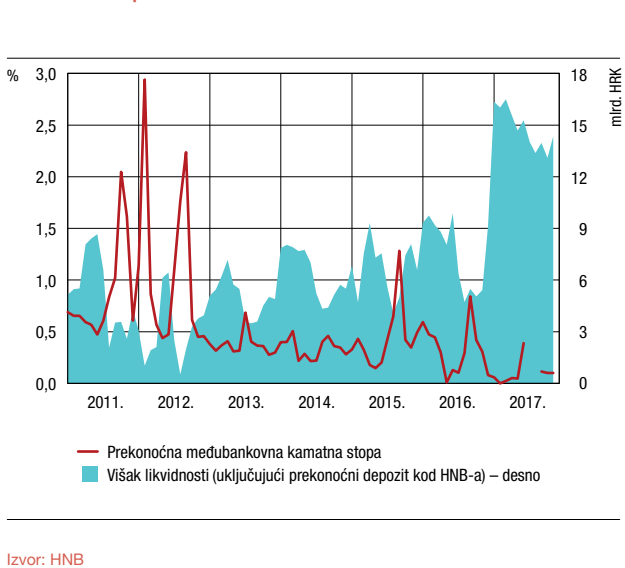
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



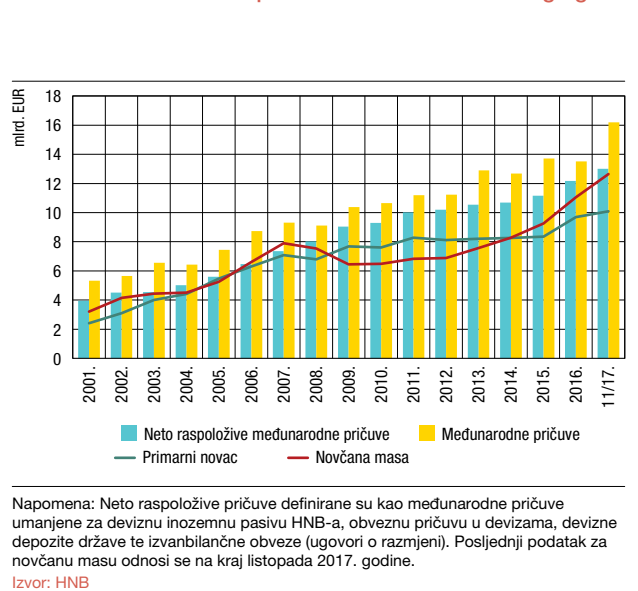
Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



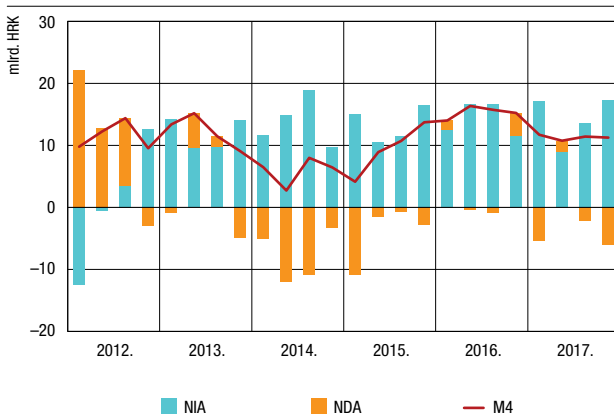
Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa



Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



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



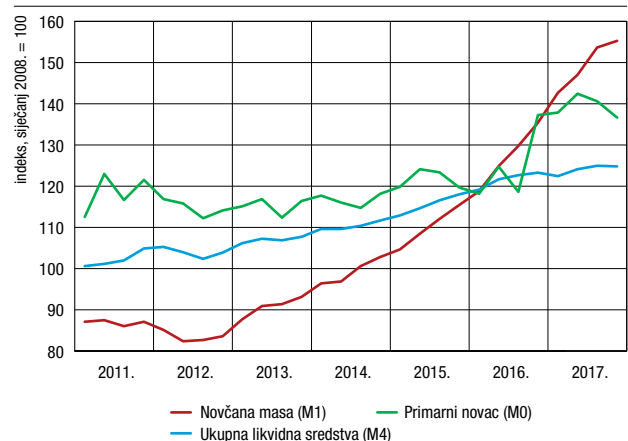
Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci za četvrto tromjesečje 2017. zaključno s listopadom.

Izvor: HNB

Ukupna likvidna sredstva (M4) u prvih deset mjeseci 2017. nastavila su ostvarivati umjeren rast, premda je on bio nešto sporijeg intenziteta nego prošle godine (Slika 9.5.). Godišnje povećanje ovoga najšireg monetarnog agregata rezultat je snažnog rasta neto inozemne aktive monetarnih institucija.

Višegodišnji trend snažnog rasta realnih monetarnih agregata nastavio se i u prvih deset mjeseci 2017. godine (Slika 9.6.). Zamjetni rast realne novčane mase (M1) uglavnom je rezultat rasta kunskih sredstava na transakcijskim računima, čemu je uz oporavak gospodarske aktivnosti pridonio i pad štednih i oročenih depozita u uvjetima niskih kamatnih stopa. Pritom se ističe smanjivanje deviznih depozita stanovništva. Rast realnih ukupnih

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



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2017. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

likvidnih sredstava (M4) manji je u odnosu na prethodne godine. S druge strane, realna vrijednost primarnog novca (M0) smanjila se tijekom druge polovine godine te je krajem listopada bilježila malo nižu razinu u odnosu na kraj prethodne godine.

HNB će nastaviti politiku stabilnog tečaja kune prema euru i podupirati visoku likvidnost monetarnog sustava putem strukturnih i redovitih repo operacija, dok će se devizne intervencije koristiti ovisno o tečajnim pritiscima. Na moguće pritiske na tečaj upućuju projicirani nastavak povoljnih kretanja u platnoj bilanci i vrlo blag oporavak domaće kreditne aktivnosti. Nastavak ekspanzivne monetarne politike podupirat će gospodarski rast, pri čemu se očekuje zadržavanje niske inflacije.

10. Javne financije

Fiskalni podaci (iskazani metodologijom ESA 2010) pokazuju kako je u prvom polugodištu 2017. ostvareno značajno smanjenje proračunskog manjka konsolidirane opće države na godišnjoj razini. Manjak opće države u prvih šest mjeseci 2017. tako je iznosio 1,1 mlrd. kuna, što je za 2,7 mlrd. kuna manje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Takva ostvarenja poglavito su posljedica snažnog smanjenja proračunskog manjka u prvom tromjesečju 2017., dok je proračunski višak u drugom tromjesečju 2017. bio nešto manji u odnosu na ostvarenje godinu ranije. Istodobno, pad manjka u prvih šest mjeseci u cijelosti odražava smanjenje rashoda, dok su se istodobno prihodi zadržali otprilike na istoj razini u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Prema gotovinskim podacima MF-a čini se da su se povoljna kretanja u javnim financijama nastavila i u trećem tromjesečju 2017. Pod utjecajem pozitivnih ostvarenja u dotadašnjem dijelu godine Vlada RH u studenome je usvojila izmjene i dopune državnog proračuna i financijskih planova proračunskih korisnika kojima je smanjen planirani manjak proračuna opće države. U skladu s novim projekcijama manjak opće države prema metodologiji ESA 2010 mogao bi u 2017. iznositi 0,6% BDP-a, što je za 0,7 postotnih bodova manje u odnosu na ranija očekivanja. Tako bi se mogao nastaviti pad nominalnog manjka opće države na godišnjoj razini započet još 2014. godine. Korekcija

manjka naniže poglavito zrcali povoljnija očekivanja prihoda u odnosu na ranije planirane. Na rashodnoj strani državnog proračuna nije došlo do izmjene razine rashoda koji utječu na visinu proračunskog manjka, ali na pojedinim su rashodnim stavkama izvršene preraspodjele.

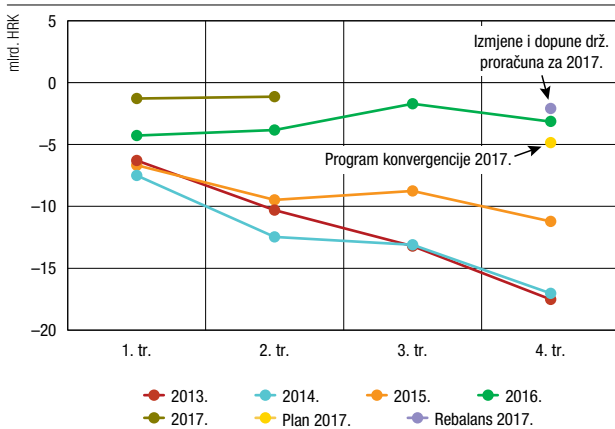
U prvoj polovini 2017. ostvarena je podjednaka razina ukupnih prihoda u odnosu na isto razdoblje 2016. godine (godišnja stopa promjene iznosi samo -0,2%, ESA 2010), pri čemu su zamjetljiva različita kretanja pojedinih stavki. Pozitivnim se doprinosom ističu prihodi od neizravnih poreza i socijalnih doprinosa, koji su bili podržani rastom gospodarske aktivnosti i povećanjem zaposlenosti. Ukupni su prihodi od izravnih poreza porasli isključivo zbog povećanja prihoda od poreza na dobit jer su prihodi od poreza na dohodak sniženi zbog provedene porezne reforme. Na godišnjoj su razini istodobno bili sniženi i ostali tekući prihodi, na što su moguće djelomice utjecale manje uplate dobiti subjekata u državnom vlasništvu.

Rashodi proračuna konsolidirane opće države u prvoj polovini 2017. smanjili su se za 3,5% (ESA 2010) u odnosu na isto razdoblje 2016. godine. Pritom su primjetljive razlike u dinamici pojedinih kategorija rashoda. Tako je smanjenju ukupnih rashoda najviše pridonio osjetni pad ostalih tekućih rashoda, a smanjeni su i rashodi za subvencije te rashodi za investicije. Dodatno, zahvaljujući daljnjem smanjivanju troškova zaduživanja

države, sniženi su i rashodi za kamate. Nasuprot tome, u prvom su polugodištu 2017. na godišnjoj razini rasli rashodi za intermedijarnu potrošnju te rashodi za socijalne naknade, vjerojatno kao posljedica usklađivanja mirovina. Zbog dogovorenoga postupnog povećavanja osnovice plaće za zaposlenike javnog sektora porasli su i rashodi proračuna za naknade zaposlenima.¹⁸

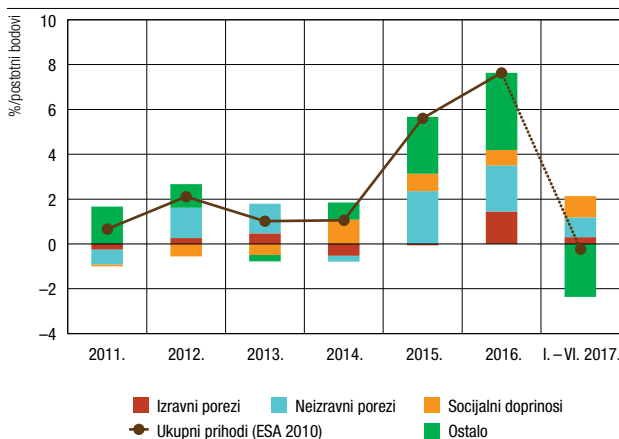
Raspoloživi gotovinski podaci MF-a (prema metodologiji GFS 2001) za srpanj i kolovoz 2017. upućuju na godišnji rast prihoda i stagnaciju rashoda na početku druge polovine 2017. godine. Većina kategorija poreznih prihoda (s iznimkom poreza na dohodak) bilježi rast na godišnjoj razini, kao i prihodi od socijalnih doprinosa, čime je više nego nadomješteno smanjenje prihoda od pomoći i ostalih rashoda. Kada je riječ o rashodima, porast zabilježen kod izdataka za naknade zaposlenima, korištenje dobara i usluga i socijalne naknade, poništen je smanjenjem ostalih kategorija. Sve navedeno imalo je kao posljedicu i kumulativni višak prihoda središnje države u prvih osam mjeseci 2017. u iznosu od 2,6 mlrd. kuna, za razliku od manjka od oko

Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima ESA 2010



Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

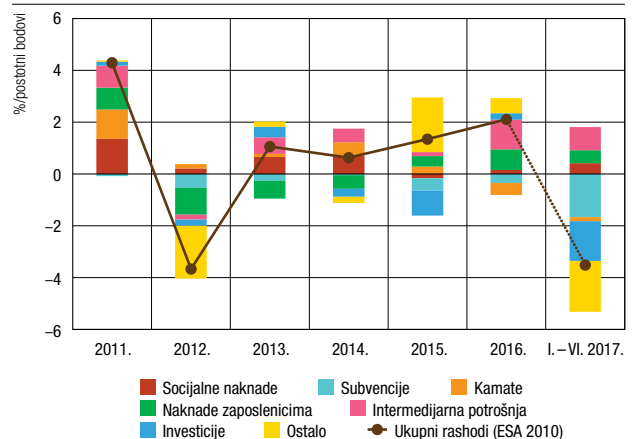
Slika 10.2. Prihodi konsolidirane opće države ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



Izvori: Eurostat (izračun HNB-a)

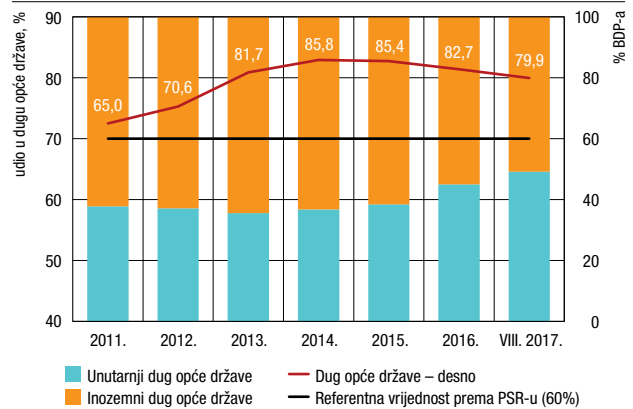
18 Navedeno odražava dogovor sa sindikatima državnih službi i odluku da se on primjenjuje i na zaposlene u javnim službama.

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



Izvori: Eurostat (izračun HNB-a)

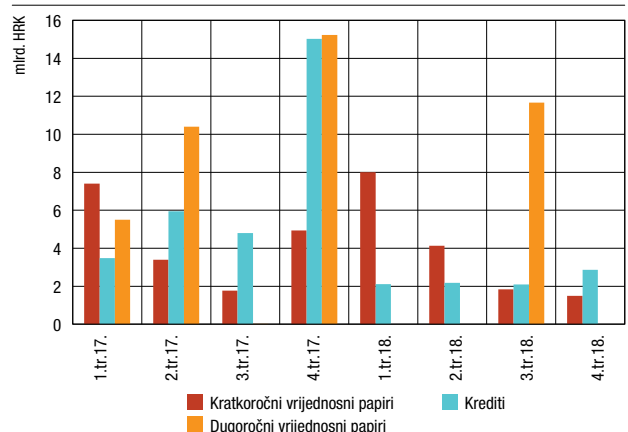
Slika 10.4. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



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

Izvori: HNB

Slika 10.5. Dospijeaća duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 1. prosinca 2017., a kredita na dan 30. rujna 2017.

Izvori: MF; HNB

1 mlrd. kuna u istom razdoblju prethodne godine.

Dug konsolidirane opće države na kraju kolovoza iznosi je 287,8 mlrd. kuna, spustivši se tako blago ispod razine s kraja 2016. godine. To se smanjenje može povezati s povoljnim fiskalnim kretanjima tijekom godine i istodobnom aprecijacijom tečaja kune u odnosu na euro. Tijekom dosadašnjeg dijela godine država je za otplatu obveza koje su dospjevale na naplatu i financiranje manjka koristila povoljne okolnosti na financijskim tržištima. U prvom je polugodištu tako izdana inozemna obveznica u ukupnom iznosu od 1,25 mlrd. eura i 8,5 mlrd. kuna

vrijedne domaće obveznice. Osim toga, u studenome je izdana inozemna obveznica u iznosu od 1,275 mlrd. eura kojom se do kraja 2017. planira prijevremeno refinancirati dio duga javnih poduzeća u cestovnom sektoru i još jedna domaća obveznica u iznosu od 5,8 mlrd. kuna. U studenome su također izdani trezorski zapisi nominirani u eurima u visini od 1,5 mlrd. eura s rokom dospeljeća od 455 dana. Pritom je kod svih izdanja zabilježeno i zamjetno smanjenje prinosa u odnosu na onaj koji se plaćao na ranija izdanja, što odražava visoku likvidnost na domaćem financijskom tržištu, ali i smanjenu premiju za rizik države.

Okvir 4. Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj¹⁹

Hrvatska je spremna započeti proces uvođenja eura s obzirom na to da je članica Europske unije koja već više od dva desetljeća održava nisku inflaciju i stabilan tečaj, a u posljednje vrijeme zamjetno je poboljšala proračunski saldo i smanjila javni dug kao i druge makroekonomske neravnoteže. Relativna razina BDP-a i cijena u Hrvatskoj na razini je sličnoj onoj koju su sadašnje države članice europodručja imale kad su pokrenule proces uvođenja eura. Analiza ekonomskih koristi i troškova uvođenja eura u Hrvatskoj pokazuje da je u interesu Hrvatske da što prije započne s procesom integracije u europodručje. Uvođenje eura smanjit će rizike za financijsku i makroekonomsku stabilnost jer će se otkloniti ranjivosti koje proizlaze iz specifičnih strukturnih obilježja hrvatskoga gospodarstva, među kojima se posebice ističe visok stupanj eurozicije.

U listopadu 2017. Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka predstavile su Strategiju za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj. Taj je dokument polazišna točka za javnu raspravu o uvođenju eura u Hrvatskoj, a pripremljen je radi upoznavanja javnosti s procesom i učincima uvođenja eura. Analiziraju se ekonomske koristi i troškovi uvođenja eura, opisuju proces i navode aktivnosti i politike koje je potrebno poduzeti za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj. U dokumentu su također opisani instrumenti ekonomske politike kojima će Hrvatska raspolagati nakon uvođenja eura.

Koristi i troškovi uvođenja eura

Provedena analiza pokazuje da su koristi od uvođenja eura za Hrvatsku veće od troškova. Dok su koristi trajne i relativno visoke, troškovi su uglavnom jednokratni i niski (tablice 1. i 2.).

Najveća korist uvođenja eura jest uklanjanje valutnog rizika za građane, poduzeća i državu. Valutni rizik jedan je od glavnih izvora ranjivosti hrvatskoga gospodarstva zbog visoke zaduženosti

domaćih sektora u stranim valutama (oko 90% ukupnog duga države, nefinancijskih poduzeća i stanovništva u iznosu većem od 500 mlrd. kuna ili oko 150% BDP-a vezano je uz euro). Izražena deprecijacija kune u odnosu na euro znatno bi povećala ionako visoku razinu duga izraženog u kunama. Uvođenjem eura taj rizik nestaje te se otklanja mogućnost valutne krize. Smanjuje se i rizik bankovnih i platnobilančnih kriza budući da će HNB kao dio Eurosustava bankama u slučaju likvidnosnih poremećaja moći pozajmljivati eure u znatnom iznosu. Usto, Hrvatska će dobiti pristup Europskom mehanizmu za stabilnost (EMS), čime će ojačati zaštitu u slučaju gospodarskih poremećaja.

Uvođenje eura vjerojatno će pridonijeti i smanjenju kamatnih stopa, odnosno troškova zaduživanja svih sektora hrvatskoga gospodarstva jer se uklanjanjem valutnog rizika poboljšava percepcija rizičnosti države, a s pristupanjem europodručju smanjit će se i regulatorni trošak banaka. Usto, stanovništvo i poduzeća uštedjet će na mjenjačkim poslovima (tečajne razlike i provizije mjenjačnicama), a smanjit će se i naknade za prekogranična eurska plaćanja. Niže kamatne stope, niži transakcijski troškovi, lakša usporedivost cijena, uklanjanje neizvjesnosti u vezi s kretanjem tečaja i smanjenje ranjivosti hrvatskoga gospodarstva pozitivno će se odraziti na obujam izvoza i investicije. Pozitivan učinak očekuje se i u turizmu budući da 60% ukupnih noćenja dolazi iz europodručja.

Za razliku od navedenih koristi, troškovi uvođenja zajedničke valute pretežno su jednokratni i po svojoj veličini i važnosti razmjerno niski. Hrvatska će morati podmiriti jednokratne troškove zamjene valute, uplatiti sredstva u kapital i pričuve ESB-a i EMS-a i sudjelovati u pružanju financijske pomoći drugim državama članicama. Jedan je od troškova i gubitak samostalne monetarne i tečajne politike, no za Hrvatsku to će biti relativno malen trošak jer je i danas prostor za aktivno korištenje monetarne

Tablica 1. Koristi uvođenja eura

	Važnost	Vremenski učinak
Uklanjanje valutnog rizika	Velika	Trajni
Smanjenje kamatnih stopa	Srednja	Trajni
Otklanjanje rizika valutne krize i smanjenje rizika bankovne i platnobilančne krize	Srednja	Trajni
Niži transakcijski troškovi	Mala	Trajni
Poticaaj međunarodnoj razmjeni i ulaganjima	Srednja	Trajni
Sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava	Mala	Trajni
Pristup mehanizmima financijske pomoći europodručja	Mala	Trajni

Izvor: Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj

Tablica 2. Troškovi uvođenja eura

	Važnost	Vremenski učinak
Gubitak samostalne monetarne politike	Mala	Trajni
Rizik rasta razine cijena pri konverziji	Mala	Jednokratni
Rizik prekomjernog priljeva kapitala i rasta neravnoteža	Mala	Trajni
Troškovi konverzije	Mala	Jednokratni
Prijenos sredstava Europskoj središnjoj banci	Mala	Jednokratni
Sudjelovanje u pružanju financijske pomoći drugim državama članicama	Srednja	Jednokratni

Izvor: Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj

i tečajne politike sužen zbog visoke kreditne i depozitne euroizacije te dominacije banaka u stranom vlasništvu. Monetarna politika Europske središnje banke odgovarat će potrebama hrvatskoga gospodarstva jer je Hrvatska ekonomski i financijski čvrsto integrirana s europodručjem te njezin poslovni ciklus uvelike slijedi kretanja u europodručju. Počne li poslovni ciklus odstupati od kretanja u jezgri EU-a, Hrvatska će i dalje imati na raspolaganju fiskalnu, strukturnu i makroprudencijalnu politiku kojima će moći ublažiti divergencije.

Pri uvođenju eura moguć je blag jednokratni porast razine cijena. Učinak uvođenja eura na stopu inflacije ocijenjen je na 0,2 postotna boda, što je u skladu s iskustvima drugih država članica europodručja (u prosjeku 0,23 postotna boda u novim članicama). Vlada RH veliku će pozornost posvetiti upravo zaštiti potrošača i poduzeti mjere kako bi spriječila moguće zlouporabe zaokruživanja cijena naviše u novoj valuti.

Postupak uvođenja eura

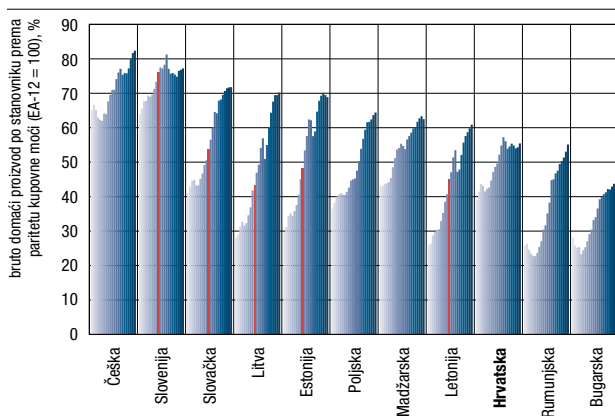
Prvi formalni korak za uvođenje eura jest ulazak u tečajni mehanizam (engl. *exchange rate mechanism* ili, skraćeno, ERM II) u kojem svaka država članica mora provesti najmanje dvije godine, čime pokazuje da je sposobna funkcionirati u uvjetima stabilnog tečaja prema euru. Uvjeti za pristupanje mehanizmu nisu jasno definirani, no s tim u vezi ključna je podrška država članica europodručja i institucija EU-a koja ovisi o njihovoj ocjeni gospodarskog stanja države kandidatkinje i političkoj volji za daljnje širenje monetarne unije.

Makroekonomski fundamenti Hrvatskoj daju dobro polazište za sudjelovanje u tečajnom mehanizmu. Hrvatska ima relativno višu razinu dohotka i cijena od nekih sadašnjih država članica europodručja u trenutku njihova pristupanja ERM II (Slika 1.). Također, Hrvatska od sredine 1990-ih kontinuirano bilježi nisku inflaciju i stabilan tečaj.

S druge strane, Hrvatska bilježi iznimno slab rast proizvodnosti rada (Slika 2.) koji priječi bržu konvergenciju prema razinama dohotka u naprednim gospodarstvima europodručja. Hrvatska stoga treba ustrajati na provođenju strukturnih reformi i privlačenju produktivnih (izvozno orijentiranih) investicija kako bi se rast proizvodnosti ubrzao, u čemu joj proces uvođenja eura može biti od pomoći.

Nakon ulaska u ERM II Hrvatska mora ispunjavati kriterije nominalne konvergencije barem dvije uzastopne godine. Kriteriji nominalne konvergencije odnose se na stabilnost cijena i tečaja,

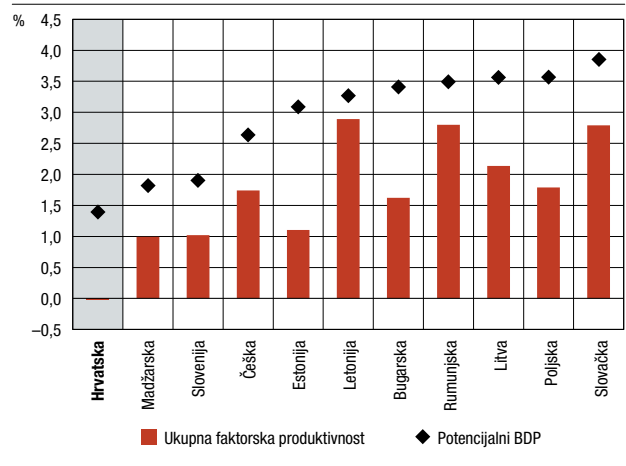
Slika 1. Bruto domaći proizvod po stanovniku prema paritetu kupovne moći, 1995. – 2016.



Napomena: Napomena: Podaci za Hrvatsku za razdoblje od 1995. do 2000. procjena su HNB-a. Crvenom bojom označena je godina u kojoj je država članica pristupila tečajnom mehanizmu.

Izvori: Eurostat; Izračun HNB-a

Slika 2. Prosječna stopa rasta potencijalnog BDP-a i doprinos ukupne faktorske produktivnosti u razdoblju 2002. – 2016.



Izvor: EK

održivost javnih financija i održavanje dostatno niskih dugoročnih kamatnih stopa. Među kriterijima nominalne konvergencije Hrvatskoj je donedavno najveća prepreka bila kriterij održivosti javnih financija, no zahvaljujući fiskalnoj konsolidaciji javni dug počeo se smanjivati zadovoljavajućom dinamikom, što povećava izgleda da svi kriteriji u budućnosti budu zadovoljeni.

Hrvatska će provesti niz institucionalnih i operativnih prilagodbi za sudjelovanje u monetarnoj uniji. Većina prilagodbi započet će nakon što institucije EU-a utvrde da su ispunjeni kriteriji za uvođenje eura. Kada je riječ o institucionalnim prilagodbama, Hrvatska će trebati poduzeti pripremne aktivnosti za pristupanje bankovnoj uniji te potpisati sporazum kojim se obvezuje da će stroga fiskalna pravila ugraditi u svoj pravni okvir. Među operativnim prilagodbama treba istaknuti nabavu odnosno izradu novčanica i kovanica eura, opskrbu banaka novčanicama i kovanicama, uspostavu kontrolnih mehanizama koji će spriječiti neopravdani rast potrošačkih cijena te usklađivanje zakonodavstva kako bi s danom konverzije euro postao službeno sredstvo plaćanja u Hrvatskoj.

Ekonomske politike u kontekstu uvođenja eura

Fiskalna, strukturna i makroprudencijalna politika bit će glavne poluge ekonomske politike nakon uvođenja eura. Fiskalna politika u Republici Hrvatskoj dosad je uglavnom bila prociklična, dok će Vlada RH u budućnosti dodatno smanjiti neravnoteže u javnim financijama, čime će se povećati otpornost gospodarstva, ali i omogućiti njezino protucikličko djelovanje. Vlada će se također snažnije oslanjati na strukturne politike, što uključuje politiku plaća koja će osigurati rast plaća u javnom sektoru u skladu s rastom produktivnosti u gospodarstvu, poboljšanje poslovnog okruženja i veću učinkovitost državne administracije i sudova, smanjenje neporeznih davanja te reforme mirovinskog i zdravstvenog sustava koje će povećati njihovu dugoročnu financijsku održivost. Hrvatska će se i nadalje aktivno služiti instrumentima mikroprudencijalne i makroprudencijalne politike s ciljem održavanja financijske i ukupne makroekonomske stabilnosti.

Naposljetku, sve mjere ekonomske politike koje će Hrvatska poduzimati s ciljem ispunjavanja kriterija za uvođenje eura potrebno je provoditi neovisno o uvođenju eura. Mjere ekonomske politike usmjerene na smanjenje fiskalnih ranjivosti, povećanje konkurentnosti i ublažavanje makroekonomskih neravnoteža povećat će otpornost hrvatskoga gospodarstva i smanjiti njegovu podložnost krizama, a ujedno će i poticajno djelovati na rast i zaposlenost.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Projekcija realnih kretanja u međunarodnom okružju za 2017. i 2018. povoljnija je nego što se očekivalo u projekciji iz srpnja 2017. Naime, globalni je rast pozitivno iznenadio već u drugom tromjesečju, a bolja od očekivanja bila su i kretanja u idućim mjesecima, pa se ocijenjena stopa globalnog rasta za 2017. povećala za 0,2 postotna boda, a za sljedeću godinu za 0,1 p. b. (Tablica 11.1.). Najveće pozitivne promjene zabilježila su očekivanja za europodručje, uključujući i sve važnije hrvatske vanjskotrgovinske partnere, i to zbog vrlo dobrih ostvarenja tijekom godine i poboljšanja opće gospodarske klime. Glede monetarne politike Fed-a i ESB-a, trenutačna su očekivanja tržišta slična onima u srpnju, osim što se sada očekuje da bi prvo podizanje referentne kamatne stope ESB-a moglo uslijediti tek u prvom tromjesečju 2019. Stoga bi povoljni uvjeti financiranja u europodručju mogli trajati duže nego što se predviđalo. Neznatno su povećane ocjene globalne inflacije za tekuću godinu, uglavnom zbog toga što su ostvarene nešto više cijene nafte, no za iduće razdoblje i nadalje se očekuje razmjerno niska inflacija u svijetu.

Očekivanja glede domaćega gospodarskog rasta u 2017. godini nisu se značajno promijenila u odnosu na prethodnu projekciju. Iako je očekivana stopa rasta ukupne gospodarske aktivnosti ostala gotovo nepromijenjena (3,1% u odnosu na 3,0%), u ovoj su projekciji zabilježene određene izmjene po komponentama. Tako je povećan očekivani rast osobne potrošnje, koja bi se u odnosu na 2016. mogla povećati za 3,8% (prethodno 3,1%). Pritom je korekcija uglavnom rezultat znatno boljih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju nego što se projiciralo u srpnju ove godine. Navise je revidiran i očekivani rast državne potrošnje (s 1,4% iz prethodne projekcije na 1,7%) kao rezultat viših stopa rasta tijekom 2017. nego što se ranije očekivalo. S druge strane, naniže su revidirana očekivanja glede rasta kapitalnih ulaganja, što je poglavito posljedica lošijih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju nego što je pokazivala posljednja projekcija. Takva se kretanja mogu povezati s financijskom krizom u koncernu

Agrokor koja je vjerojatno imala veći negativan utjecaj na investicijsku aktivnost od očekivanog. Rast bruto investicija u fiksni kapital u 2017. mogao bi tako iznositi 4,2% umjesto prethodno projiciranih 6,1%. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, očekivanja se nisu promijenila u odnosu na prethodnu projekciju, pa bi se realni izvoz robe i usluga mogao povećati za 6,6% u odnosu na 2016. Konačno, zbog značajno boljih očekivanja u vezi s rastom osobne potrošnje, ukupan je uvoz za 2017. povećan pa bi realna stopa rasta mogla iznositi 8,5% (prethodno 7,5%), čime je negativan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu porastao s -0,2 na -0,7 postotnih bodova.

Ocijenjena prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena za 2017. viša je za 0,1 postotni bod u odnosu na prethodnu projekciju te bi mogla iznositi 1,2%. To je rezultat blagog povećanja godišnje stope promjene cijena hrane zbog nešto viših ostvarenja u razdoblju od lipnja do listopada. Rast cijena energije također se blago povećao, uglavnom zbog nešto izrazitijeg poskupljenja električne energije i plina te zbog viših cijena sirove nafte na svjetskom tržištu od očekivanih. U 2018. je prognozirano ubrzanje inflacije, na 1,6%, što je za 0,4 postotna boda više nego u prethodnoj projekciji. Tome je ponajviše pridonijelo povećanje godišnje stope promjene cijena energije, što je uglavnom posljedica višeg prijenosa cijena naftnih derivata iz 2017. Prosječni godišnji rast cijena hrane te cijena bez hrane i energije u 2018. revidiran je blago navise zbog višeg prijenosa tih cijena iz 2017. Revizija godišnje stope rasta cijena bez hrane i energije zrcali i nešto izraženije domaće inflatorne pritiske.

Ocjena viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2017. je za 0,4 postotna boda BDP-a niža od prethodne projekcije. Glavni su činitelji revizije očekivanog viška naniže kretanja u trgovinskoj razmjeni, pri čemu je veći višak u razmjeni usluga na temelju boljih turističkih rezultata, zajedno s jačim rastom domaće osobne potrošnje od ranije očekivanog, pridonio povećanju manjka u robnoj razmjeni. Osim toga, veći manjak na računu primarnog dohotka posljedica je boljih poslovnih

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2017.			2018.		
	Prethodna projekcija (VII. 2017.)	Aktualna projekcija	Odstupanje	Prethodna projekcija (VII. 2017.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)						
Svijet	3,5	3,6	0,2	3,6	3,7	0,1
Europodručje	1,7	2,1	0,5	1,6	1,9	0,3
SAD	2,3	2,2	-0,1	2,5	2,3	-0,2
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,5	4,6	0,2	4,8	4,9	0,1
Zemlje Srednje i Istočne Europe	3,0	4,5	1,5	3,3	3,5	0,2
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	2,1	2,4	0,3	2,1	2,2	0,2
Cijene						
HICP u europodručju ^a	1,5	1,5	0,0	1,3	1,2	-0,1
Cijene nafte (USD/barel) ^b	50,0	54,2	4,2	49,6	61,1	11,5
Ključne kamatne stope						
Euribor 3M (na kraju godine) ^c	-0,30	-0,32	-0,02	-	-0,22	-
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,00	-	0,00	-
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	1,50	1,50	0,00	-	2,15	-

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

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2017.			2018.		
	Prethodna projekcija (VII. 2017.)	Aktualna projekcija	Odstupanje	Prethodna projekcija (VII. 2017.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	3,0	3,1	0,1	2,9	2,9	0,0
Osobna potrošnja	3,1	3,8	0,7	2,9	3,2	0,3
Državna potrošnja	1,4	1,7	0,4	1,5	1,5	0,0
Investicije u kapital	6,1	4,2	-1,9	7,2	7,1	-0,1
Izvoz robe i usluga	6,6	6,6	0,1	5,2	5,8	0,6
Uvoz robe i usluga	7,5	8,5	1,0	6,4	7,4	1,1
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	1,7	1,8	0,1	1,4	1,5	0,0
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	12,7	12,4	-0,2	11,5	11,3	-0,2
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,6	11,3	-0,3	10,5	10,2	-0,3
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	1,1	1,2	0,1	1,2	1,6	0,4
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	3,7	3,7	-0,1	2,5	2,6	0,1
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	4,9	4,5	-0,4	3,8	3,7	-0,1
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	81,5	79,9	-1,6	77,4	74,9	-2,4
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	3,1	4,5	1,5	4,1	4,5	0,4
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	3,3	4,0	0,8	4,1	4,5	0,4
Plasmani kreditnih institucija	0,6	0,6	0,0	4,1	4,1	0,0
Plasmani kreditnih institucija ^b	3,9	3,0	-0,8	4,1	4,1	0,0

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

Izvor: HNB

rezultata poduzeća u inozemnom vlasništvu, što je nadomješteno povoljnijim saldima na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija, zbog jednokratnih transakcija koje nisu povezane s proračunom EU-a. Zato se višak na tekućem i kapitalnom računu u 2018. također neznatno snizio. Pritom je manji višak trgovinske razmjene djelomično nadomješten većim korištenjem sredstava iz fondova EU-a.

Projekcija relativnih pokazatelja bruto inozemne zaduženosti smanjena je u usporedbi s prethodnom projekcijom. Iako se u 2017. očekuje nešto slabije razduživanje domaćih sektora nego u prethodnoj projekciji, istodobno bi pad stanja bruto inozemnog duga mogao biti izraženiji zbog povoljnijeg utjecaja međuvalutnih promjena od ranijih očekivanja zbog slabljenja američkog dolara prema euru. Smanjenju relativnih pokazatelja pridonosi i revizija vrijednosti nominalnog BDP-a naviše, što se odrazilo i na povijesna ostvarenja.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija privatnom sektoru u 2017. godini smanjena je u odnosu na prethodna

očekivanja. Isključujući učinke otpisa i prodaja plasmana te kretanja tečajeva (promjena plasmana na osnovi transakcija), plasmani bi u 2017. godini mogli porasti za 3,0%, dok se u prethodnoj projekciji očekivalo povećanje od 3,9%. Nešto sporija očekivana kreditna aktivnost uglavnom je rezultat slabijega kreditiranja poduzeća u drugom polugodištu, ali i razduživanja ostalih financijskih institucija. S druge strane, jače kreditiranje stanovništva u odnosu na ranija očekivanja, na što utječe i program Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita, ublažio je usporavanje rasta plasmana. Što se tiče nominalne promjene plasmana, u 2017. se očekuje rast od 0,6%, što je jednako prethodnoj projekciji. Pritom je nešto viši očekivani tečaj na kraju godine poništio učinak slabijega kreditiranja.

Projecirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2017. viši je nego što se prethodno očekivalo (4,0% prema 3,3% iz prošle projekcije, isključujući utjecaj kretanja tečaja), poglavito zahvaljujući snažnijem rastu depozitnog novca zbog oporavka gospodarske aktivnosti i izrazito uspješne turističke sezone.

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 (prosinac 2017.)	3,1	2,9	3,8	3,2	4,2	7,1	6,6	5,8	8,5	7,4	-	-	1,2	1,6
Eastern Europe Consensus Forecasts (studenj 2017.)	2,9	2,8	3,4	2,8	4,6	5,2	-	-	-	-	2,7	3,1	1,1	1,5
Europska banka za obnovu i razvoj (studenj 2017.)	2,9	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (studenj 2017.)	3,2	2,8	3,6	2,8	4,2	5,0	6,2	5,8	6,9	6,3	-	-	1,3	1,5
Raiffeisen Research ^a (listopad 2017.)	2,9	2,3	-	-	-	-	9,6	6,3	9,9	5,4	2,0	2,5	1,2	1,4
Međunarodni monetarni fond (listopad 2017.)	2,9	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,1	1,2
Addiko Bank Economic Research ^a (rujan 2017.)	3,0	3,0	3,3	2,9	5,1	6,4	9,3	5,0	8,6	6,4	2,7	3,0	0,8	1,2
Ekonomski institut Zagreb (rujan 2017.)	3,1	3,3	4,1	3,1	5,1	5,7	8,2	5,7	10,4	6,9	-	-	1,1	1,5
Svjetska banka (lipanj 2017.)	2,9	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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

^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

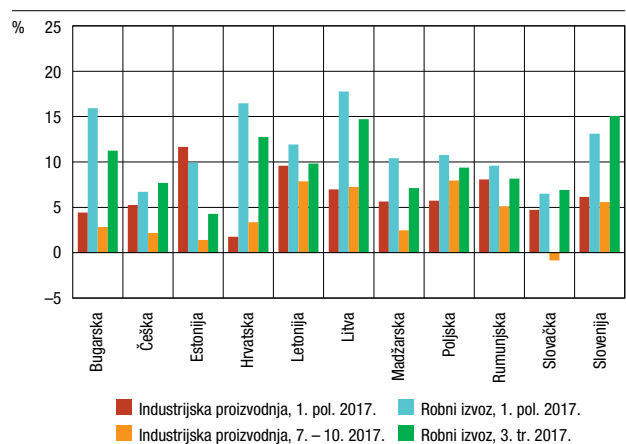
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

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

^a Jednostavni prosjek

Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

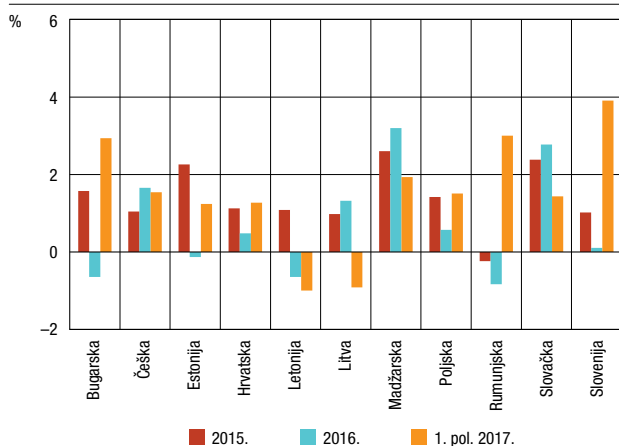
Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz
godišnje stope promjene



Napomena: Posljednji dostupan podatak za Hrvatsku, Litvu i Poljsku odnosi se na listopad, a za ostale zemlje na rujan 2017.

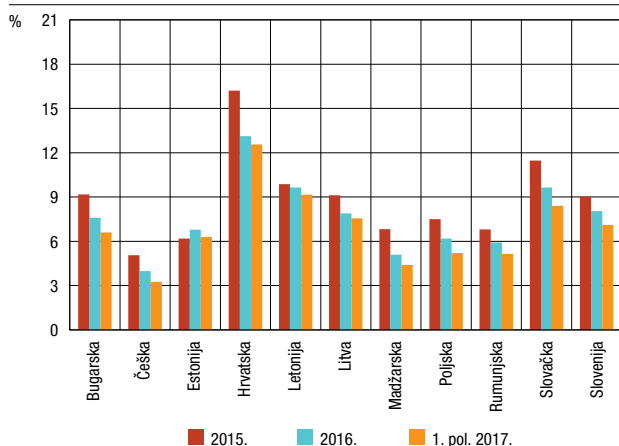
Izvori: Eurostat; DZS

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



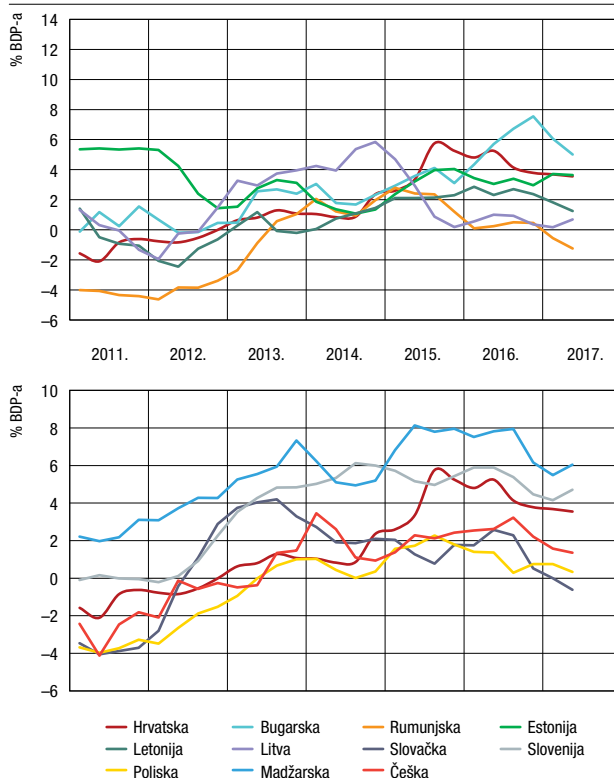
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



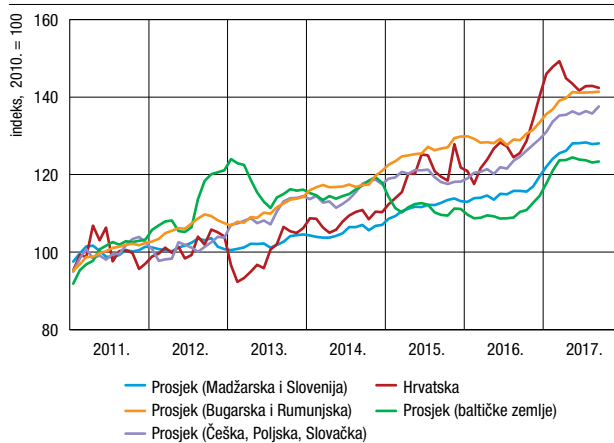
Izvor: Eurostat

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



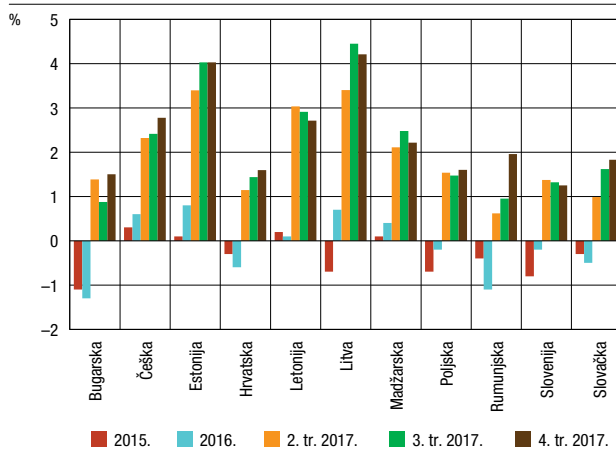
Izvori: Eurostat; HNB

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



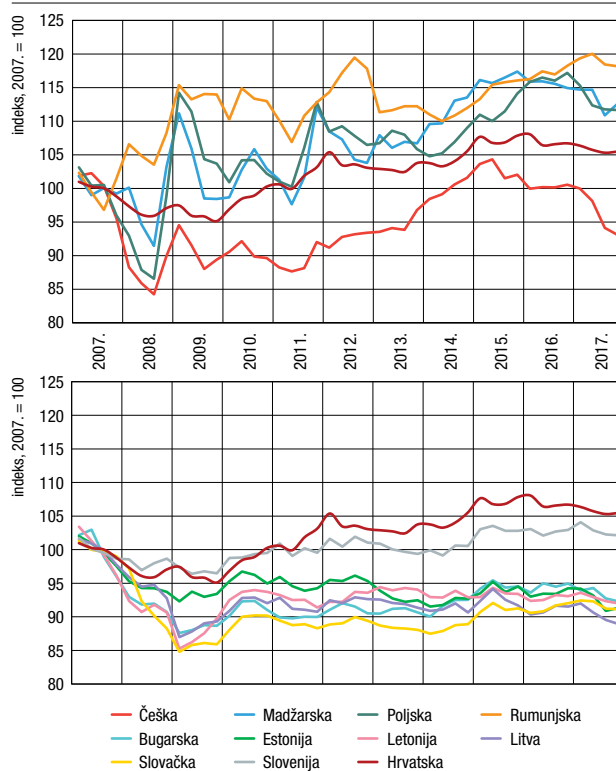
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



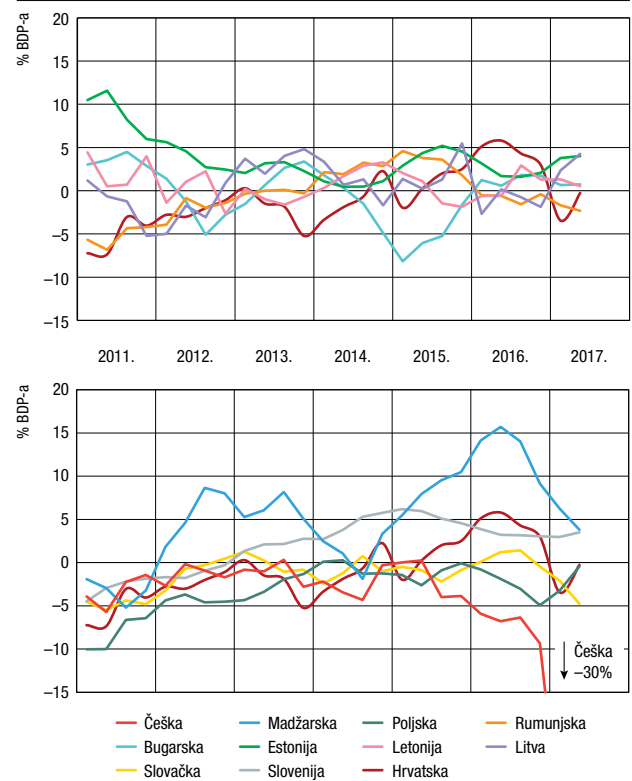
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2017. odnose se samo na listopad.
Izvor: Eurostat

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



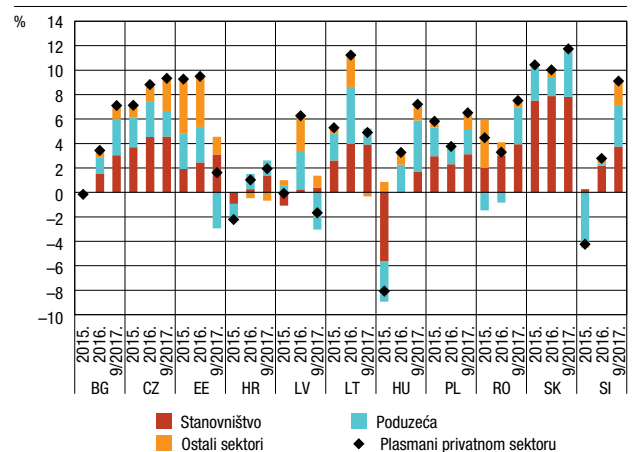
Podaci za četvrto tromjesečje 2017. odnose se samo na listopad. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.
Izvori: BIS; HNB

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



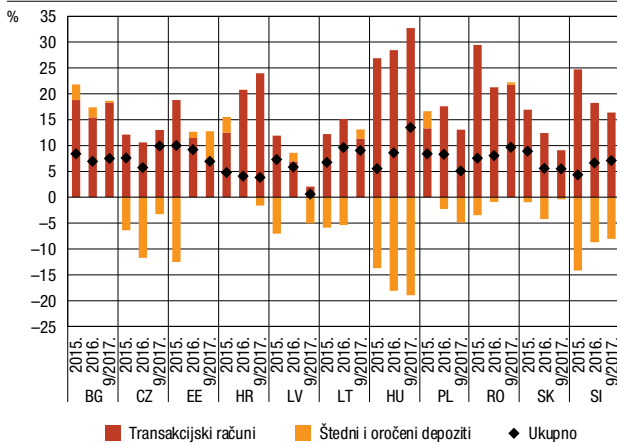
Izvori: Eurostat; HNB

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



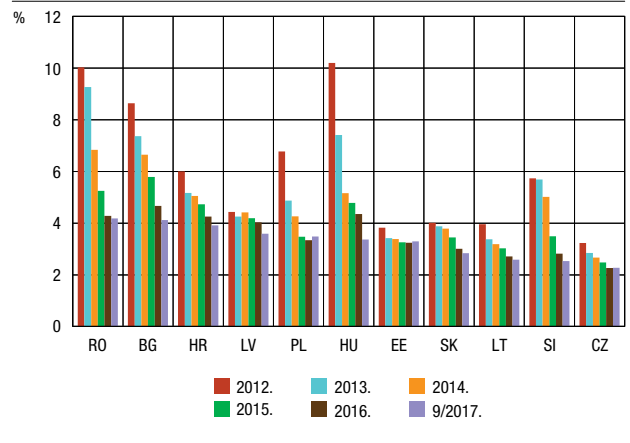
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; HNB

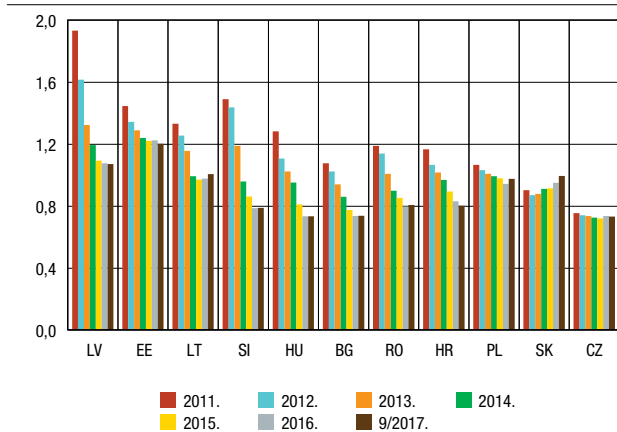
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

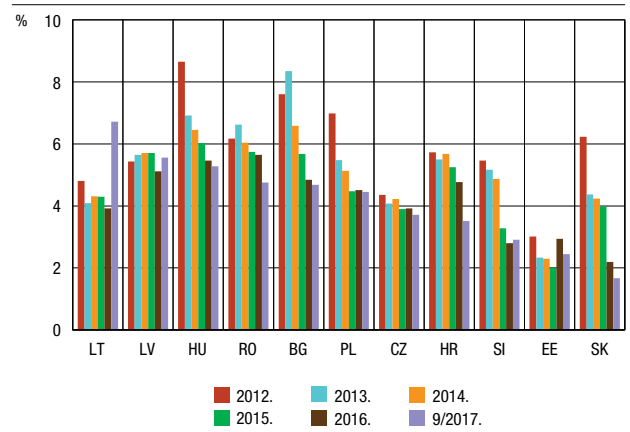
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



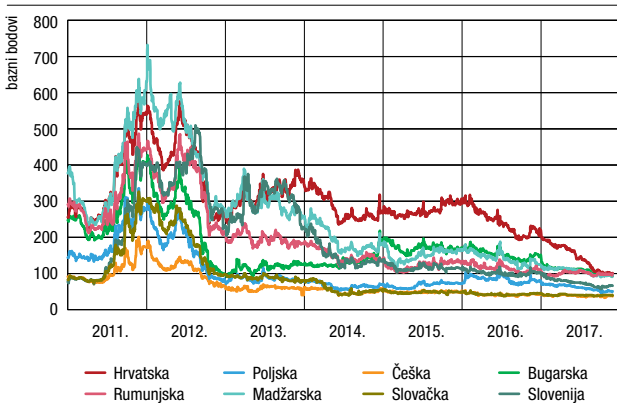
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

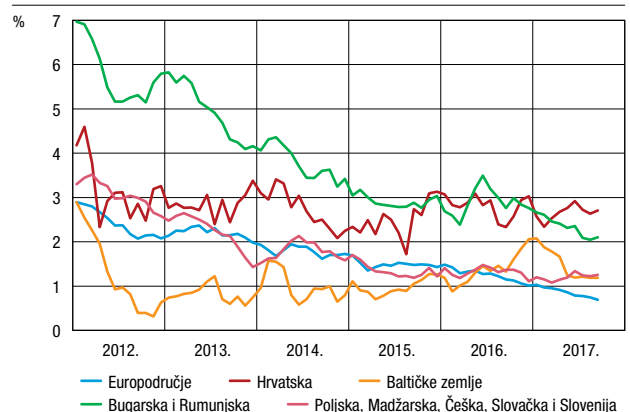
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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

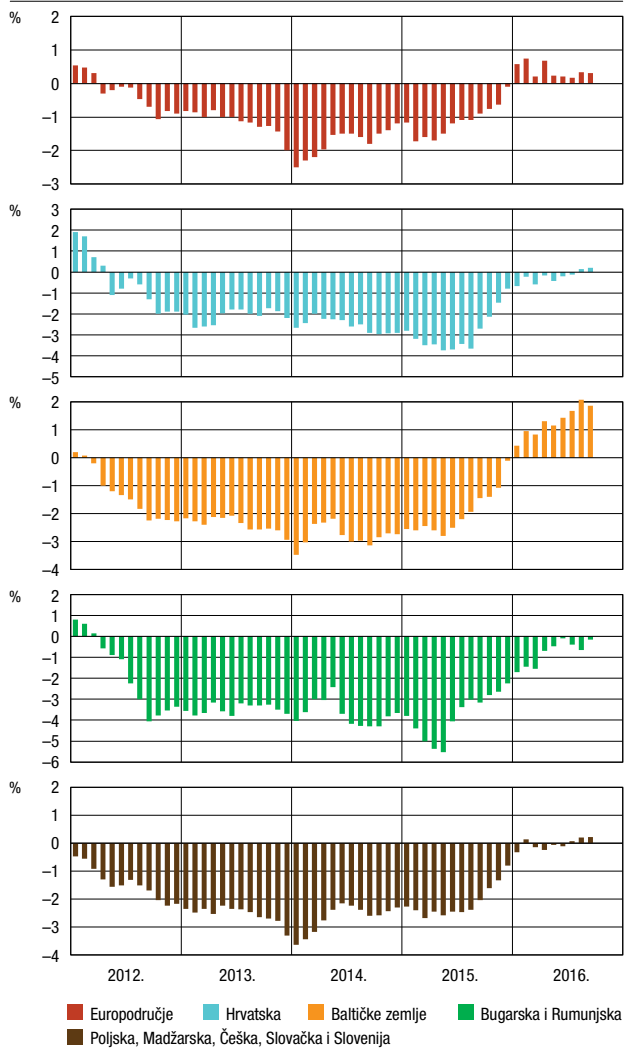
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; Consensus Forecasts

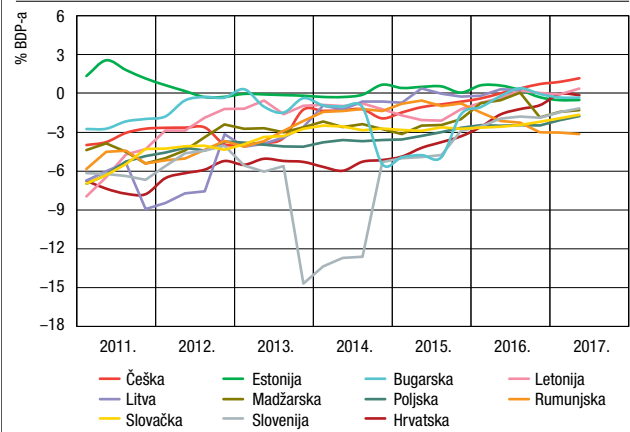
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

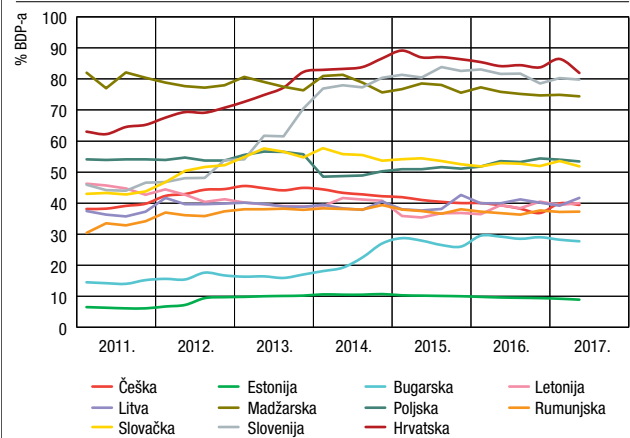
Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



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

Znakovi

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

ISSN 2459-8089