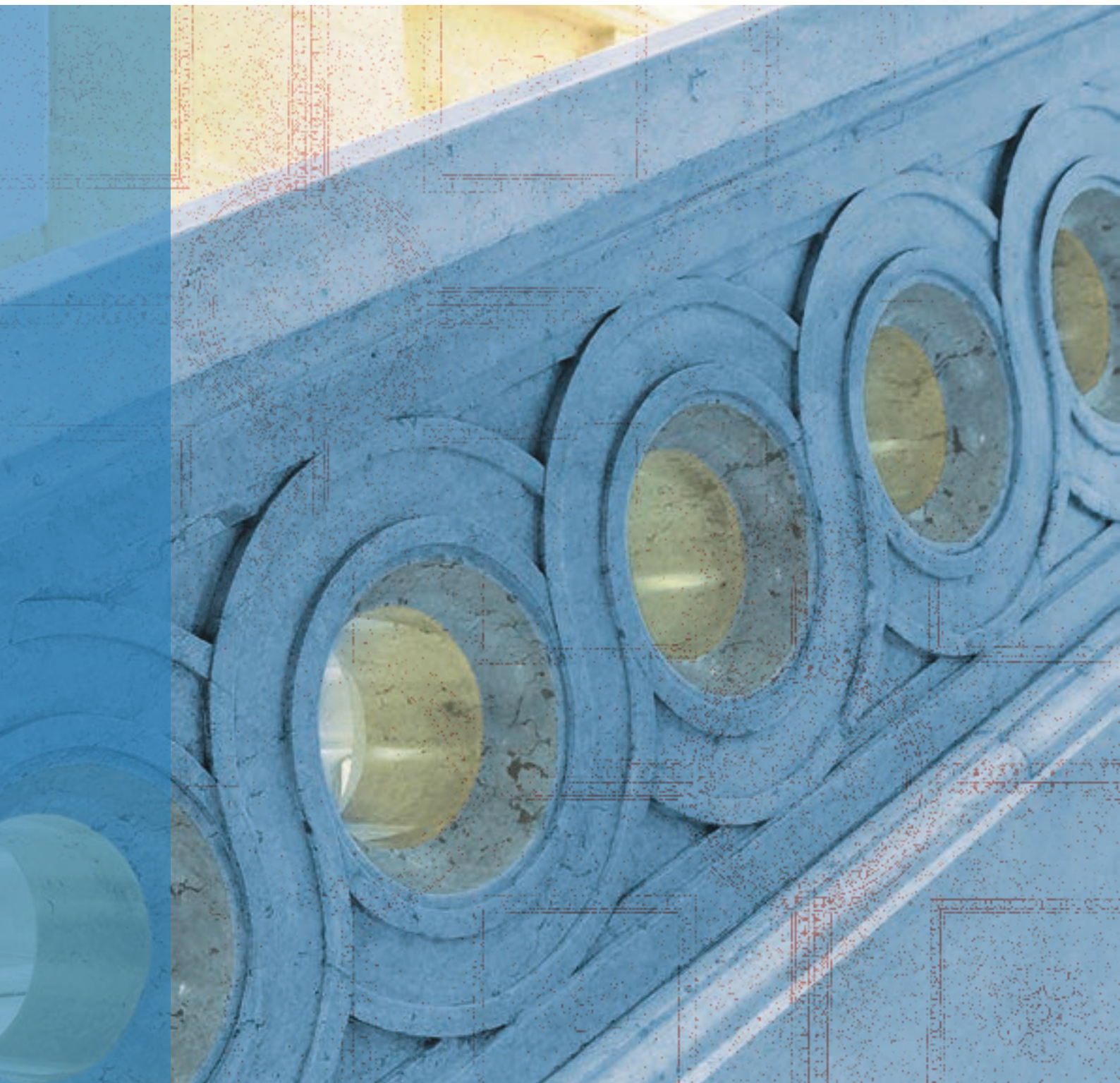




Makroekonomska kretanja i prognoze

godina IV · broj 6 · srpanj 2019.



IZDAVAČ

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

www.hnb.hr

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

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

ISSN 2459-8089

Sadržaj

Osnovne informacije o Hrvatskoj	iv	Okvir 2. Izvoz turističkih usluga – recentna kretanja i očekivanja	22
1. Uvod	3	7. Financiranje privatnog sektora	25
2. Kretanja u globalnom okružju		Projicirana kretanja	27
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	4	Okvir 3. Kretanje kunskih i deviznih plasmana poduzećima u	
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	5	razdoblju od 2011. do 2018.	29
Projicirana kretanja	5		
3. Agregatna ponuda i potražnja	6	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	32
Agregatna potražnja	8	Projicirana kretanja	33
Agregatna ponuda	10	Okvir 4. Analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u	
Projicirana kretanja	11	Hrvatsku	34
4. Tržište rada	12	9. Monetarna politika	36
Zaposlenost i nezaposlenost	12	10. Javne financije	38
Plaće i jedinični trošak rada	12	Saldo proračuna opće države	38
Projicirana kretanja	13	Javni dug	39
		Program konvergencije Republike Hrvatske	40
5. Inflacija	14	11. Odstupanja od prethodne projekcije	40
Projicirana kretanja	15	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih	
Okvir 1. Ocjena učinka smanjenja PDV-a na određene	16	institucija	42
proizvode na kretanje potrošačkih cijena u kratkom roku		13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih	
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	19	zemalja	43
Vanjska trgovina i konkurentnost	19	Kratice i znakovi	48
Dohoci i transakcije s EU-om	21		
Projicirana kretanja	22		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Površina (km ²)	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594
Broj stanovnika (mil.) ^a	4,310	4,303	4,290	4,280	4,268	4,256	4,238	4,204	4,174	4,125	4,089
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	347.750	331.367	329.143	333.457	330.825	331.785	331.570	339.616	351.349	365.643	381.799
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	48.144	45.148	45.173	44.854	44.008	43.808	43.456	44.630	46.664	49.013	51.496
BDP po stanovniku (EUR)	11.171	10.493	10.530	10.480	10.311	10.293	10.254	10.616	11.180	11.882	12.594
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	2,0	-7,3	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,6
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) ^c	-4.227	-2.299	-482	-313	-50	414	858	2.066	1.173	1.700	1.267
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,6	2,5	3,5	2,5
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	38,5	34,5	37,6	40,4	41,6	42,8	45,3	48,1	48,8	51,3	51,9
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	46,5	38,2	38,0	40,8	41,2	42,5	43,4	45,8	46,0	49,1	50,9
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	40.590	45.600	46.908	46.397	45.297	45.803	46.416	45.384	41.668	40.247	38.836
Inozemni dug (% BDP-a)	84,3	101,0	103,8	103,4	102,9	104,6	106,8	101,7	89,3	82,1	75,4
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	219,1	292,7	275,8	255,9	247,3	244,1	235,9	211,4	182,9	160,0	145,4
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	33,8	52,9	49,5	40,9	43,3	41,0	44,1	42,5	34,9	32,0	26,3
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	4,9	7,2	7,5	7,3	7,4	8,3	8,1	8,0	7,6	7,8	8,0
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,3244	7,3062	7,3852	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578	7,5136	7,4176
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	5,1555	5,0893	5,5683	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685	6,2697	6,4692
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,2232	7,3396	7,2862	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294	7,4601	7,4141
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	4,9344	5,2804	5,5000	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037	6,6224	6,2784
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-9.605	-19.844	-20.655	-26.220	-17.420	-17.517	-17.033	-10.829	-3.440	2.889	758
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-2,8	-6,0	-6,3	-7,9	-5,3	-5,3	-5,1	-3,2	-1,0	0,8	0,2
Dug opće države (% BDP-a) ^e	39,0	48,3	57,3	63,9	69,5	80,4	84,0	83,7	80,5	77,8	74,6
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	48,6	48,2	46,5	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6	45,8	46,9

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

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2017. i 2018. privremeni su.

^c Podaci platne bilance i inozemnog duga temelje se na metodologiji koju propisuje šesto izdanje Priručnika za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja (BPM6) te na novoj sektorskoj klasifikaciji institucionalnih jedinica u skladu sa standardom ESA 2010. Podaci platne bilance i inozemnog duga zasnivaju se na posljednjim dostupnim podacima o platnoj bilanci zaključno s prvim tromjesečjem 2019. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju ožujka 2019.

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

^e Proračunski podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: DZS; MF; HNB



Makroekonomska kretanja i prognoze

1. Uvod

Rast se gospodarske aktivnosti u prvom tromjesečju 2019. intenzivirao u odnosu na posljednja tri mjeseca 2018., kada je tekuća aktivnost samo blago porasla. Na osnovi povoljnih očekivanja za rast investicijske aktivnosti javnoga, ali i privatnog sektora te potrošnje kućanstava, stopa rasta BDP-a mogla bi u 2019. iznositi 3,1%. Na tržištu rada očekuje se nastavak rasta broja zaposlenih i pad stope nezaposlenosti, no dinamika povoljnih kretanja postupno će se usporavati. U 2019. očekuje se usporavanje inflacije na 0,7%, ponajviše zbog smanjenja doprinosa cijena energije te učinka smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost na prehrambene i farmaceutske proizvode. Očekivano smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance posljedica je daljnjeg produblivanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, čije učinke ublažavaju nastavak rasta neto izvoza usluga i intenziviranje korištenja sredstava iz fondova EU-a. Istodobno bi se trend poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti mogao nastaviti. HNB je nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku i podržavati oporavak gospodarstva uz održavanje stabilnog tečaja kune prema euru. Kada je riječ o fiskalnim kretanjima, prema Programu konvergencije Vlade RH saldo proračuna opće države mogao bi iznositi oko -0,3% BDP-a u 2019., dok ocjena Europske komisije upućuje na to da bi saldo mogao biti povoljniji.

Gospodarski se rast u prvom tromjesečju 2019. intenzivirao, pri čemu je realni BDP povećan za 1,8% u odnosu na posljednja tri mjeseca 2018., kada je zabilježeno povećanje od 0,2%. Na godišnjoj je razini tijekom prvog tromjesečja 2019. ostvaren visok rast od 3,9%, čemu su ponajviše pridonijela iznimno povoljna kretanja kod potrošnje kućanstava i kapitalnih ulaganja, a pozitivan doprinos povećanju ekonomske aktivnosti dala je i državna potrošnja. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, izvoz robe rastao je po stopi višoj u odnosu na kraj prethodne godine, dok se godišnja stopa rasta izvoza usluga usporila. Kako se pritom rast ukupnog uvoza ubrzao, doprinos neto inozemne potražnje

ukupnom gospodarskom rastu početkom 2019. ostao je negativan. Visokofrekventni podaci za travanj upućuju na nastavak gospodarskog rasta u drugom tromjesečju ove godine, pa se ocjenjuje da bi se realni BDP na razini cijele 2019. mogao povećati za 3,1%. Pritom se očekuje ubrzanje rasta potrošnje kućanstava, koje bi i u ovoj godini moglo biti glavni pokretač ukupne ekonomske aktivnosti. Očekuje se i dinamiziranje kapitalnih ulaganja zbog povećane investicijske aktivnosti i privatnoga i javnog sektora, a i državna potrošnja mogla bi dati pozitivan doprinos rastu BDP-a. Promatra li se inozemna potražnja, očekuje se povećanje izvoza i robe i usluga. S druge strane, dinamiziranje

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)											
BDP	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,6	3,1	2,7
Osobna potrošnja	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-1,6	1,0	3,4	3,6	3,5	4,2	3,7
Državna potrošnja	-0,6	-0,4	-0,8	0,6	1,8	-1,0	0,7	2,7	2,9	2,7	2,4
Investicije u fiksni kapital	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	6,5	3,8	4,1	8,0	6,5
Izvoz robe i usluga	6,2	2,2	-0,1	3,1	6,0	9,4	5,6	6,4	2,8	2,7	2,8
Uvoz robe i usluga	-2,5	2,5	-3,0	3,1	3,1	9,2	6,2	8,1	5,5	5,8	5,3
Tržište rada											
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,3	1,9	1,2
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	9,7	8,6	7,8
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	7,2	6,5
Cijene											
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,7	1,1
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,3	1,1
Vanjski sektor											
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-1,1	-0,7	-0,1	0,9	2,0	4,6	2,5	3,5	2,5	1,3	0,4
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-0,9	-0,6	0,0	1,1	2,4	5,3	3,9	4,5	3,8	3,1	2,2
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	103,8	103,4	102,9	104,6	106,8	101,7	89,3	82,1	75,4	69,5	65,3
Monetarna kretanja (stope promjene, %)											
Ukupna likvidna sredstva – M4	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,5	2,9	4,2
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	5,3	3,1	6,1	3,4	4,3
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	3,9	3,9
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^b	2,3	3,5	-1,2	1,0	-1,5	-2,2	1,1	2,9	4,4	4,3	4,3
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^b	5,9	7,6	-1,5	2,2	-3,7	-2,9	3,2	2,5	1,9	2,2	3,1
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^b	-1,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,7	0,5	4,0	6,2	6,1	5,4

^a Isključujući utjecaj tečajnih promjena

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

Izvori: DZS; MF; HNB

domaće potražnje te očekivani nastavak povećavanja ukupnog izvoza vjerojatno će rezultirati intenziviranjem uvoza robe i usluga, pa se očekuje da će negativan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu u 2019. biti izrazitiji nego što je bio tijekom 2018. godine. Gospodarska aktivnost mogla bi u 2020. porasti za 2,7%, pri čemu je godišnje usporavanje realnog rasta ponajprije odraz očekivanoga slabijeg povećanja kapitalnih ulaganja, ali i potrošnje kućanstava. Ocjenjuje se da su na osnovi srednje ocjene i projekcije rasta realnog BDP-a u 2019. i 2020. godini rizici uravnoteženo raspršeni.

Tijekom 2018. broj zaposlenih porastao je za 2,3% na godišnjoj razini, dok se anketna stopa nezaposlenosti prosječno snizila na 8,4%. S obzirom na relativno povoljna kretanja u sadašnjem dijelu godine, zaposlenost bi se na razini cijele 2019. mogla povećati za 1,9%, a anketna stopa nezaposlenosti sniziti na 7,2%. Tijekom 2019. očekuje se i nastavak rasta bruto i neto plaća i u privatnom i u javnom sektoru. Nastavak pozitivnih kretanja na tržištu rada očekuje se i u sljedećoj godini, ali malo slabije dinamike.

Tijekom 2019. moglo bi doći do usporavanja prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena na 0,7%, s 1,5% u 2018., zbog očekivanog smanjenja stope rasta cijena energije te cijena hrane. Projicirano usporavanje godišnjeg rasta cijena energije u znatnoj je mjeri rezultat manjeg doprinosa naftnih derivata inflaciji, koji zrcali očekivana kretanja cijene nafte na svjetskom tržištu. Usporavanje godišnjeg rasta cijena hrane u 2019. ponajviše je rezultat smanjenja stope PDV-a na određene prehrambene proizvode. Inflatorni pritisci iz vanjskog okružja mogli bi u 2019. biti uglavnom prigušeni, imajući na umu, primjerice, očekivani blagi pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu te ESB-ovu reviziju naniže temeljne inflacije u europodručju u projekciji iz lipnja 2019. Domaći inflatorni pritisci mogli bi malo ojačati zbog ubrzanja rasta domaće potražnje odnosno blagog povećavanja pozitivnog jaza domaće proizvodnje u 2019. te troškovnih pritisaka proizašlih iz rasta jediničnih troškova rada, odnosno bržeg rasta plaća od rasta proizvodnosti rada, ali bi ih prigušena inozemna inflacija i učinci poreznih izmjena mogli nadvladati. Prognozirano ubrzanje inflacije potrošačkih cijena na 1,1% u 2020. uglavnom bi moglo biti rezultat povećanja prosječne godišnje stope promjene cijena hrane, što je ponajviše posljedica iščezavanja učinka smanjenja stope PDV-a početkom 2019. na godišnju stopu promjene spomenute komponente IPC-a. Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane u tekućoj i sljedećoj godini uravnoteženi.

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao bi se u 2019. i 2020. godini smanjiti u odnosu na ostvarenje

za 2018. kao posljedica daljnjeg produblivanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. S druge strane, nepovoljna bi kretanja mogao ublažiti nastavak rasta neto izvoza usluga, posebno zahvaljujući rastu prihoda od turizma, iako slabijim intenzitetom nego prethodnih nekoliko godina. Osim toga, očekuje se povećanje viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog većega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Što se tiče tokova kapitala s inozemstvom, neto odljev kapitala u ovoj i sljedećoj godini mogao bi se postupno smanjivati. Pritom očekivani neto odljev odražava nastavak smanjivanja neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu, uz dodatno poboljšanje relativnih pokazatelja bruto i neto inozemne zaduženosti. Također se očekuje da će međunarodne pričuve nastaviti rasti.

HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavio podržavati iznimno visoku razinu likvidnosti monetarnog sustava istodobno održavajući nominalni tečaj kune prema euru stabilnim. U takvim je uvjetima izostao interes banaka za kratkoročna kunska sredstva ponuđena putem redovitih tjednih operacija. Visoka je likvidnost također poticala nastavak višegodišnjeg trenda smanjivanja kamatnih stopa na kredite domaćih kreditnih institucija, što je, zajedno s rastom zaposlenosti i gospodarske aktivnosti, utjecalo na rast kreditiranja domaćih sektora. U prvih pet mjeseci 2019. godišnji se rast plasmana nefinancijskim poduzećima usporio, dok je rast plasmana stanovništvu ubrzan, čemu su u najvećoj mjeri pridonijeli gotovinski nenamjenski krediti. Kako bi ublažio rizike pri odobravanju gotovinskih nenamjenskih kredita, HNB je u veljači izdao Preporuku o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima kojom preporučuje kreditnim institucijama opreznije uvjete odobravanja novoga gotovinskoga nenamjenskoga kreditiranja, posebice onoga s duljim rokovima dospijeća, dok potrošače potiče na razboritost pri zaduživanju.

Unatoč rastu rashodne strane proračuna, djelomice zbog aktiviranja jamstava izdanih brodogradilištima, tijekom 2018. ostvaren je višak proračuna opće države od 0,8 mlrd. kuna (0,2% BDP-a). Istodobno, nastavljeno je smanjivanje relativnog pokazatelja javnog duga, koji je na kraju 2018. iznosio 74,6% BDP-a. Program konvergencije RH predviđa da bi tijekom 2019. mogao biti ostvaren manjak opće države u iznosu od -0,3% BDP-a, a u 2020. višak od 0,2% BDP-a. Europska je komisija u lipnju ove godine objavila ocjenu srednjoročnih fiskalnih projekcija Vlade RH te pritom utvrdila kako bi salda opće države mogla u obje godine biti povoljnija. Komisija također drži da će se dug opće države nastaviti smanjivati u skladu s propisanim fiskalnim pravilima.

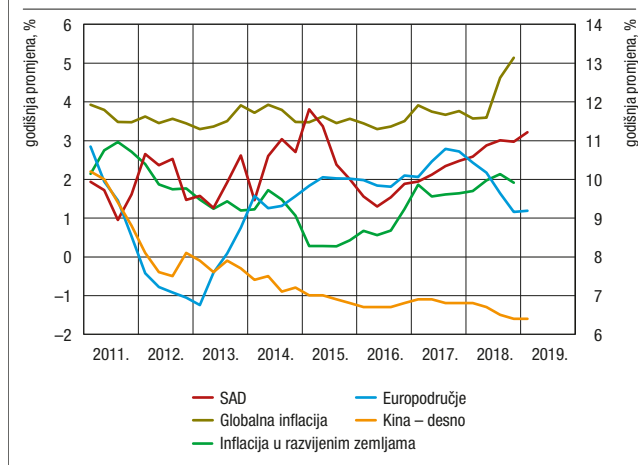
2. Kretanja u globalnom okružju

Kretanja u globalnom gospodarstvu bila su relativno nepovoljna krajem 2018., nakon čega su se djelomično popravila u prvom tromjesečju 2019. Usporavanje gospodarskog rasta krajem 2018. bilo je široko rasprostranjeno, posebice među razvijenim zemljama, a pratilo ga je i slabljenje globalne trgovine u uvjetima povećane napetosti u trgovinskim odnosima. Kako se tijekom prvog tromjesečja 2019. neizvjesnost privremeno smanjila, a jednokratni negativni činitelji u pojedinim velikim zemljama iščezli, globalna se gospodarska aktivnost stabilizirala. Unatoč tome, globalna je inflacija i nadalje ostala relativno niska, ako se izuzmu neke krizom zahvaćene zemlje s tržištima u nastajanju. Zbog akomodativno usmjerenih monetarnih politika, koje još prevladavaju u većini velikih gospodarstava, uvjeti

financiranja bili su relativno povoljni, osim u nekim zemljama s nestabilnim tržištima u nastajanju.

SAD se, za razliku od većine drugih razvijenih zemalja, u proteklom razdoblju istaknuo vrlo dobrim gospodarskim ostvarenjima, pri čemu je godišnji rast u prvom tromjesečju 2019. dosegnuo 3,2%, što je najbrži rast još od 2015. Glavni pokretač rasta američkoga gospodarstva i nadalje je ostala osobna potrošnja, iako je u odnosu na prethodnih nekoliko tromjesečja oslabjela. Isto tako, rastu je znatno pridonijela i investicijska aktivnost privatnog sektora, a još više usporavanje rasta uvoza, koji je u prethodnim tromjesečjima snažno rastao zbog najave carina. Temeljna je inflacija u SAD-u i nadalje prigušena, iako je ukupna inflacija u travnju 2019. iznosila 2,0%, što je više od

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta i globalna inflacija



Izvori: Eurostat; BEA; NBS; MMF

prosjeka drugih razvijenih zemalja.

Nakon izrazitog usporevanja u prethodna dva tromjesečja, godišnji rast europodručja stabilizirao se na 1,2% u prvom tromjesečju 2019. Pozitivan doprinos rastu dale su sve njezine najveće članice, uključujući Njemačku, Italiju i Francusku. Tako je Italija nakon dva tromjesečja negativnog rasta izašla iz recesije, a zaustavilo se i usporevanje rasta njemačkoga gospodarstva, iako na relativno niskoj razini od 0,7% godišnje. Osim toga, čini se da prosvjedi u Francuskoj nisu previše utjecali na gospodarsku aktivnost. Sveukupno gledano, u prvom su tromjesečju 2019. najveći doprinosi gospodarskom rastu u europodručju dale investicije privatnog sektora i osobna potrošnja, a povećan je i doprinos izvoza robe i usluga, koji se djelomično prenio iz prethodnog tromjesečja. Naime, u posljednjem tromjesečju 2018. dio izvoza robe iz Njemačke odgođen je zbog problema u automobilskoj industriji i niskog vodostaja rijeke Rajne.

U skupini zemalja u razvoju te zemalja s tržištima u nastajanju, početkom 2019. godine također je zaustavljeno usporevanje rasta koje se bilježilo prethodnih nekoliko tromjesečja. Posebice je to slučaj kod Kine, čiji se rast stabilizirao na godišnjoj razini od 6,4%, što pokazuje da infrastrukturne poticajne mjere daju željeni učinak. Zemljama izvoznicama nafte pogoduje rast cijena ostvaren početkom godine. S druge strane, dugotrajna kriza u nekim regijama, posebice u Latinskoj Americi i na Bliskom istoku, dodatno se pogoršala.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

U većini se važnijih zemalja hrvatskih trgovinskih partnera gospodarska aktivnost na početku 2019. godine blago poboljšala u odnosu na prethodnih nekoliko tromjesečja, no rast je i nadalje na relativno niskim razinama. Posebno se to odnosi na trgovinske partnere iz europodručja, primjerice Italiju i Njemačku. U Italiji je gospodarskom rastu u prvom tromjesečju 2019., iako jedva pozitivnom, pripomogao određeni napredak u dogovorima s Europskom komisijom oko proračuna za 2019., čime je privremeno smanjena neizvjesnost. Čini se i kako je trend usporevanja gospodarske aktivnosti u Njemačkoj također zaustavljen, zahvaljujući postupnoj normalizaciji isporuka automobilske industrije i poboljšanju vremenskih prilika. Stopa rasta gospodarske aktivnosti stabilizirala se i u Austriji te Sloveniji, i to na višim razinama od prosjeka europodručja. Trgovinski partneri u jugoistočnoj regiji, posebice Srbija te Bosna i Hercegovina, također bilježe više stope rasta početkom 2019. nego partneri iz europodručja,

premda malo niže nego prethodnih godina.

Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Što se tiče cijena sirovina, početak 2019. godine obilježio je trend rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Tako je cijena barela sirove nafte tipa Brent na kraju travnja dosegla 72 USD, što je u odnosu na kraj 2018. porast za više od trećine. To se uglavnom može objasniti činiteljima na strani ponude, koji uključuju dogovor o ograničenju proizvodnje u zemljama OPEC-a i drugim važnim proizvođačima, kao i pad proizvodnje nafte u Iranu, Libiji i Venezueli pod utjecajem geopolitičkih neizvjesnosti. Na poskupljenje sirove nafte djelovala su i očekivanja smanjene ponude tog energenta zbog odluke SAD-a o prestanku izuzeća od sankcija za velike uvoznike iranske nafte poput Kine i Indije. Osim toga, rastu cijena sirove nafte pridonijeli su određeni činitelji na strani potražnje, povezani, među ostalim, s povoljnijim kretanjem globalne aktivnosti od očekivanja na samom početku godine.

Trend poskupljivanja sirove nafte zaustavljen je u svibnju te se do kraja mjeseca cijena barela spustila na 66 USD. To je prije svega bila posljedica intenziviranja trgovinskih napetosti između SAD-a i Kine i mogućega nepovoljnog utjecaja na usporevanje gospodarskog rasta odnosno smanjenje potražnje za naftom. Dodatno su padu cijena pridonijeli rast proizvodnje u SAD-u i istodoban rast zalih sirove nafte.

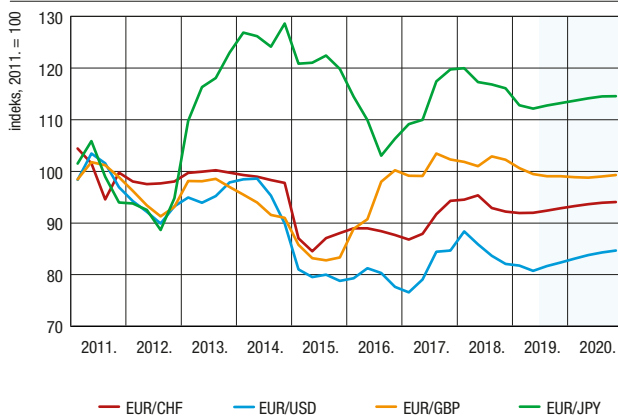
Cijene sirovina bez energije u prvih su pet mjeseci 2019. blago porasle. Na to je najviše djelovalo poskupljenje željezne rude, što se može povezati s poremećajima u opskrbi. Istodobno je zabilježen pad cijena prehrambenih proizvoda, koji se odnosio na različite skupine proizvoda, uključujući žitarice, uljarice, kao i pica i šećer.

Glede monetarne politike, početkom 2019. godine došlo je do velikog zaokreta u politici američkog Fed-a. Fed je, naime, tijekom 2018. intenzivno podizao kamatne stope, ukupno četiri puta, provodeći normalizaciju monetarne politike. No, početkom ove godine promijenio je smjer te je kamatne stope ostavio nepromijenjenima, s objašnjenjem da su dosegnute kamatne stope u skladu s ciljevima pune zaposlenosti i niske inflacije. Što se tiče ESB-a, od kraja 2018., kada je ukinut program otkupa obveznica, referentne kamatne stope nisu mijenjane, ali je ove godine dodatno odgođen početak podizanja kamatnih stopa i najavljen dodatni stimulans u obliku jeftinoga dugoročnog financiranja banaka europodručja, koji će početi u rujnu 2019. i završiti u ožujku 2021. godine.

Na svjetskom deviznom tržištu američki je dolar tijekom prvih pet mjeseci 2019., suprotno očekivanjima, nastavio jačati prema euru. Tako je na kraju svibnja 2019. tečaj američkog dolara prema euru iznosio 1,11 EUR/USD, što je za 2,8% manje u odnosu na kraj 2018. Njegovu su jačanju, s jedne strane, pridonosili dobri ekonomski pokazatelji u SAD-u i smanjenje napetosti u trgovinskim odnosima s Kinom, što je povećalo povjerenje u američko gospodarstvo. S druge strane, gospodarstvo europodručja bilo je u tom razdoblju pod pritiskom rastuće neizvjesnosti i političkih rizika povezanih s odgodom izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a. Zaokret u monetarnoj politici Fed-a početkom godine donekle je ublažio jačanje američkog dolara. Istodobno, iako se očekivalo njegovo slabljenje, tečaj švicarskog franka prema euru ostao je relativno stabilan. Tako je tečaj švicarskog franka prema euru na kraju svibnja bio samo za 0,1% niži nego na kraju prosinca 2018. te je iznosio 1,12 EUR/CHF.

Uvjeti financiranja za europska tržišta u nastajanju, među koje se ubraja i Hrvatska, ostali su relativno povoljni posljednjih nekoliko mjeseci. Indeks EMBI nakon rasta u 2018., zbog visokih trgovinskih napetosti te kulminacije političke i ekonomske krize u Turskoj, tijekom prve polovine 2019. stabilizirao se na dosegnutoj razini.

Slika 2.2. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



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

Projicirana kretanja

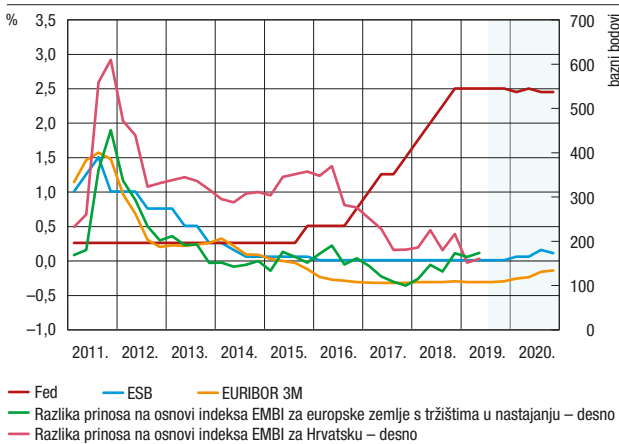
Projekcija se zasniva na pretpostavkama o blagom usporavanju globalne trgovine, što će usporiti rast razvijenih zemalja, potom blagom jačanju eura prema najvažnijim svjetskim valutama, kao i smanjenju divergencije između monetarne politike SAD-a i europodručja. Nadalje, očekuje se pad cijena sirove nafte, dok bi se cijene ostalih sirovina bez energenata u 2019. mogle blago smanjiti, a u sljedećoj godini blago porasti.

Prema očekivanjima objavljenima u *Foreign Exchange Consensus Forecast* iz lipnja 2019., u projekcijskom se razdoblju očekuje blagi oporavak eura na svjetskom deviznom tržištu. Pritom bi prosječni tečaj američkog dolara prema euru u 2019. mogao iznositi 1,13 EUR/USD, što je za 4,4% niže od ostvarenih 1,18 EUR/USD u 2018. Kada je riječ o švicarskom franku, prosječni bi tečaj u 2019. mogao iznositi 1,13 EUR/CHF ili 2,2% niže nego u 2018. godini.

Za razliku od kraja 2018. godine, kada se još očekivao nastavak trogodišnjeg ciklusa pooštavanja monetarne politike u SAD-u, Fed je u siječnju najavio da tijekom 2019. vjerojatno neće dodatno podizati referentne kamatne stope zbog znakova usporavanja domaćega gospodarstva i pogoršavanja globalnog okruženja. To se i potvrdilo na sastancima u ožujku i lipnju, pri čemu je na potonjem sastanku najavljeno i moguće smanjenje kamatnih stopa. Tržišta očekuju da bi smanjenje kamatnih stopa moglo uslijediti čak prije kraja tekuće godine. Zbog relativno slabih gospodarskih kretanja i niske inflacije, i politika ESB-a je dodatno relaksirana, pri čemu je očekivano prvo podizanje referentne kamatne stope ESB-a odgođeno za dva tromjesečja, odnosno tek za sredinu 2020. godine.

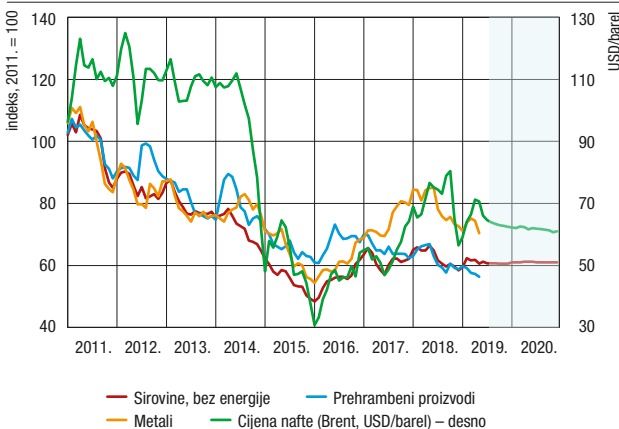
Kada je riječ o cijenama sirovina na svjetskom tržištu, tržišna očekivanja upućuju na to da bi se u nastavku tekuće, kao i u sljedećoj godini, cijena sirove nafte mogla dodatno smanjiti. Činitelji koji tome pridonose uključuju, među ostalim, usporavanje rasta globalne potražnje pod utjecajem trgovinskih napetosti te drugih negativnih rizika za globalni gospodarski rast, kao i daljnji rast proizvodnje u SAD-u te neizvjesnost oko daljnjeg pridržavanja dogovora o ograničavanju proizvodnje od strane pojedinih zemalja koje su veliki svjetski proizvođači nafte. Cijene ostalih sirovina mogle bi se na razini cijele 2019. također blago smanjiti. Pritom bi pojeftinjenje prehrambenih proizvoda, poljoprivrednih sirovina i pića moglo biti praćeno rastom cijena metala. Očekivani rast cijena metala niži je od prošlogodišnjeg

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



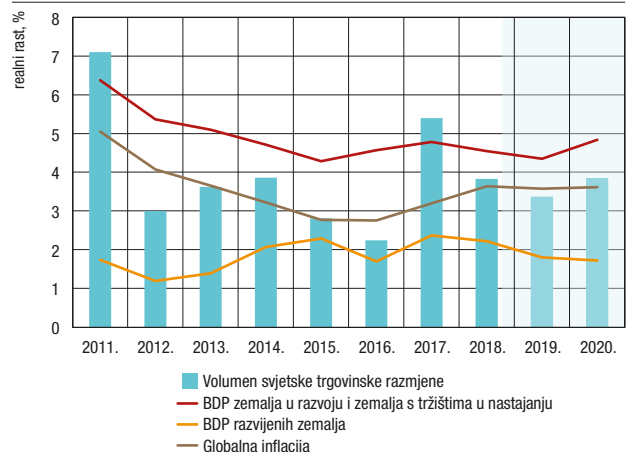
Izvor: Bloomberg (prognoza), 7. lipnja 2019.

Slika 2.4. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



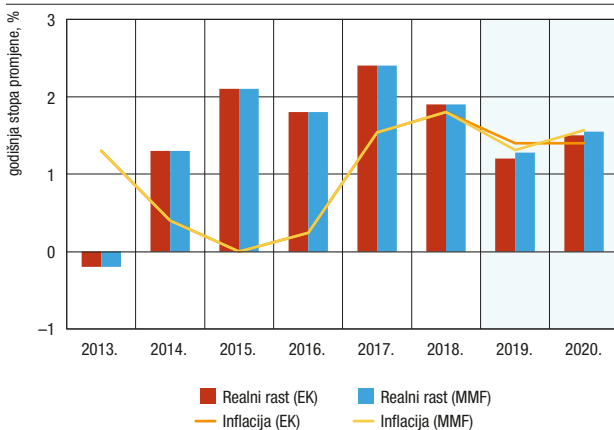
Izvori: HWW; MMF (svibanj 2019.); cijene nafte: Bloomberg (*Brent crude oil futures*, 30. svibnja 2019.); ocjena HNB-a

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



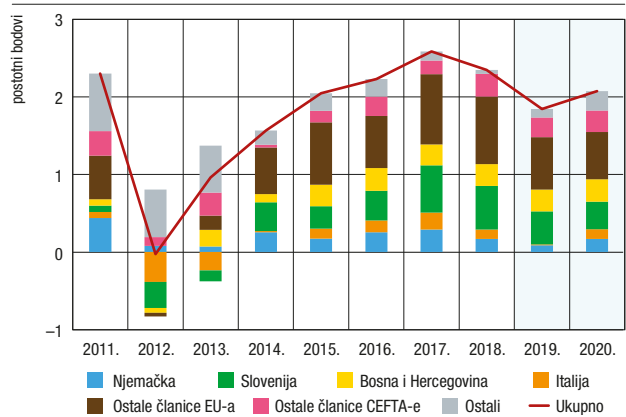
Izvor: MMF (WEO, travanj 2019.)

Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (WEO, travanj 2019.); EK (svibanj 2019.)

Slika 2.7. Inozemna potražnja doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



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

Izvor: MMF (WEO, travanj 2019.)

ostvarenja, a uglavnom se povezuje s daljnjim rastom potražnje iz Kine, kao najvećega svjetskog potrošača. Nasuprot tome, u 2020. cijene ostalih sirovina mogle bi blago porasti, pri čemu se očekuje rast cijena prehrambenih proizvoda i pića, dok bi se cijene metala mogle smanjiti.

Glede globalne gospodarske aktivnosti, prema posljednjim projekcijama MMF-a (WEO, travanj 2019.), rast svjetskoga gospodarstva mogao bi se najprije usporiti u 2019. na 3,3%, te se nakon toga blago oporaviti na 3,6% u 2020. godini. Usto, rast bi mogao ostati neuravnotežen i izložen velikoj neizvjesnosti i negativnim rizicima. Naime, s jedne strane, gospodarski rast zemalja s tržištima u nastajanju mogao bi se blago ubrzati u projekcijskom razdoblju i davati sve veći doprinos globalnom rastu. Istodobno bi se rast razvijenih zemalja mogao nastaviti usporavati. S obzirom na slabljenje potražnje iz razvijenih zemalja kao i izostanak rasta cijena sirovina, ne očekuje se ni znatnije ubrzanje inflacije u sljedećem razdoblju. Uvjeti financiranja mogli bi se za neke zemlje izložene specifičnim rizicima dodatno pogoršati, no na globalnoj razini trebali bi ostati relativno povoljni, zahvaljujući akomodativnim monetarnim uvjetima koji prevladavaju u velikim gospodarstvima.

Kada je riječ o europodručju, MMF ocjenjuje da bi se gospodarski rast mogao usporiti s 1,8% u 2018. na 1,3% u 2019. te se u 2020. godini blago oporaviti na 1,5%. Novije projekcije Europske komisije iz svibnja te ESB-ove iz lipnja 2019. na tragu su tih očekivanja (projicirani rast iznosi 1,2% u 2019. odnosno 1,4 – 1,5% u 2020.). Rast europodručja u 2019. godini najviše će ograničavati neizvjesnost koja se već duže negativno odražava na investicijsku aktivnost i potrošnju, a znatan učinak moglo bi imati i slabljenje globalne potražnje. Istodobno bi ga blaga fiskalna ekspanzija, rast plaća te povoljni uvjeti financiranja trebali i nadalje podupirati. Nepovoljni globalni činitelji najviše bi se mogli odraziti na najotvorenije članice, posebice Njemačku, čiji bi se rast mogao usporiti na samo 0,8%. Kako se globalno gospodarstvo bude stabiliziralo tijekom 2020., a neizvjesnost popuštala, očekuje se i da će se rast europodručja lagano oporavljati. Inflacija bi u europodručju mogla ostati ispod ciljane razine ESB-a tijekom projekcijskog razdoblja, uglavnom zbog očekivanog pada cijena energenata te slabog prelijevanja rasta plaća na

inflaciju (prema posljednjim projekcijama ESB-a, nakon 1,8% u 2018. godini, u 2019. i 2020. očekuje se inflacija od 1,3% odnosno 1,4%).

MMF očekuje da će se gospodarski rast SAD-a, nakon ostvarenih 2,9% u 2018., što je najviša stopa u proteklih nekoliko godina, u sljedeće dvije godine usporiti na 2,3% odnosno 1,9%. Usporavanje rasta uglavnom se očekuje zbog postupnog iščezavanja pozitivnog učinka porezne reforme iz 2017. kao i zbog negativnog učinka protekcionističkih mjera, koje bi se mogle preliti na zarade korporativnog sektora i ograničiti njihov prostor za ulaganja. Osim negativnog učinka slabljenja globalne potražnje, ograničavajuće bi na američki rast mogla djelovati strukturna ograničenja na tržištu rada.

U skladu s opisanim trendovima u globalnom gospodarstvu i trgovini, tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se i da će rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima također oslabjeti (Slika 2.7.). Među važnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima slabljenje potražnje najviše se očekuje od članica europodručja, osobito Italije i Njemačke, koje bi mogle rasti znatno ispod prosjeka ove skupine zemalja. Isto tako, usporavanje gospodarske aktivnosti izgledno je i u Sloveniji te Austriji. S druge strane, očekuje se da će rast vanjskotrgovinskih partnera iz jugoistočne regije (poglavito Srbije te Bosne i Hercegovine) ostati relativno dinamičan, premda blago usporen u odnosu na vrlo dobra ostvarenja iz 2018. godine.

Izgledi globalnoga gospodarskog rasta izloženi su sve većim negativnim rizicima, koji su se djelomično materijalizirali. Najveći rizik koji nije ugrađen u osnovne projekcije MMF-a i Europske komisije jest Brexit bez sporazuma, čija se vjerojatnost dodatno povećala. Trgovinski odnosi između Kine i SAD-a i nadalje su napeti, a njihovo znatnije pogoršanje moglo bi imati dublje posljedice na globalni rast i trgovinu. Dodatni važan rizik odnosi se na snažnije od predviđenog usporavanje kineskoga gospodarstva ako se stimulativne mjere ekonomske politike ne pokažu dovoljno učinkovitima. S druge strane, smanjeni su rizici od moguće brže normalizacije monetarne politike u SAD-u, nakon što je Fed u siječnju zaustavio trogodišnji ciklus pooštavanja monetarne politike.

3. Agregatna ponuda i potražnja

Realni se BDP početkom 2019. povećao za 1,8% u odnosu na prethodno tromjesečje, kada je zabilježena stagnacija. Takva kretanja ponajprije odražavaju dinamiziranje investicijske aktivnosti, a u usporedbi s prethodnim tromjesečjem porasle su i ostale sastavnice BDP-a. Dostupni mjesečni pokazatelji za travanj upućuju na to da se gospodarski rast u drugom tromjesečju ove godine malo usporio u odnosu na početak godine.

Jačanje ekonomske aktivnosti početkom 2019. u odnosu na kraj prethodne godine rezultiralo je i povećanjem stope gospodarskog rasta na godišnjoj razini. Tako se realni BDP u prvom tromjesečju u usporedbi s istim razdobljem 2018. povećao za 3,9%. Najveći doprinos rastu gospodarske aktivnosti u odnosu na isto razdoblje prethodne godine ponovo je dala osobna potrošnja, a znatno su pridonijele i bruto investicije u fiksni kapital, čiji je pozitivan doprinos bio gotovo jednak doprinosu potrošnje kućanstava. Izvoz robe i usluga također se povećao u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine, ali je snažna domaća potražnja rezultirala visokim uvozom, zbog čega je doprinos

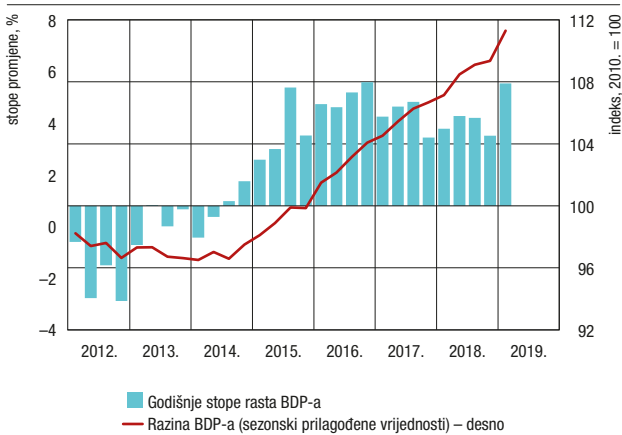
neto inozemne potražnje povećanju ekonomske aktivnosti ostao negativan.

Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje da je bruto dodana vrijednost porasla znatno manje, za 3,2% u odnosu na prvo tromjesečje 2018. Pritom je povećanje na godišnjoj razini zabilježeno kod svih djelatnosti, a realnom rastu BDV-a ponajviše su pridonijele uslužne djelatnosti iz skupine koju čine područja trgovine na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje, smještaj, priprema i usluživanje hrane te građevinarstvo.

Agregatna potražnja

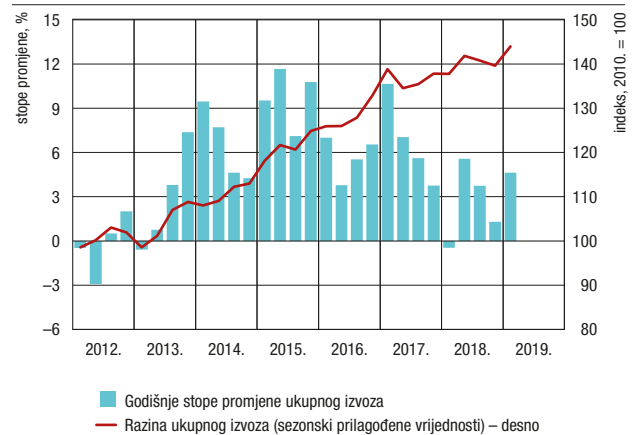
Realni izvoz robe i usluga u prvom se tromjesečju 2019. povećao za 3,1% u odnosu na prethodno tromjesečje, nakon pada tijekom druge polovine 2018. Rast na tromjesečnoj razini u prvom tromjesečju posljedica je rasta izvoza robe, dok se izvoz usluga zadržao na razini s kraja 2018. Nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju kako se među glavnim industrijskim grupacijama u prva tri mjeseca ove godine, u usporedbi s

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod
realne vrijednosti



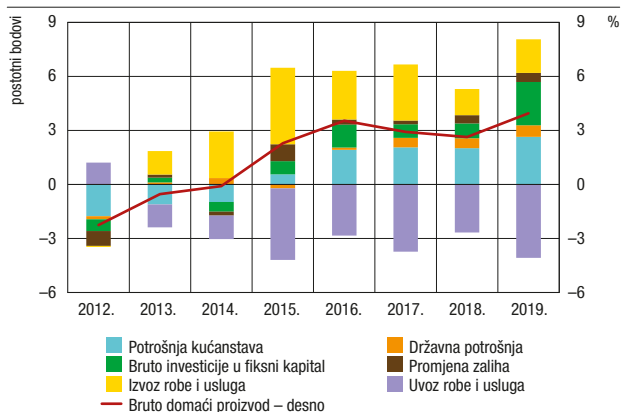
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

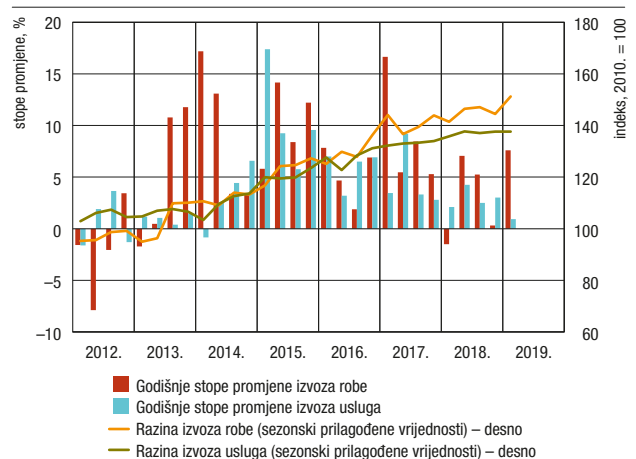
Slika 3.2. Promjena BDP-a
doprinosi po sastavnicama



Napomena: Podaci za 2019. godinu odnose se na prvo tromjesečje 2019. godine. U tom tromjesečju rast realnog BDP-a iskazan kao zbroj doprinosa pojedinih komponenata znatno odstupa od stope rasta realnog BDP-a.

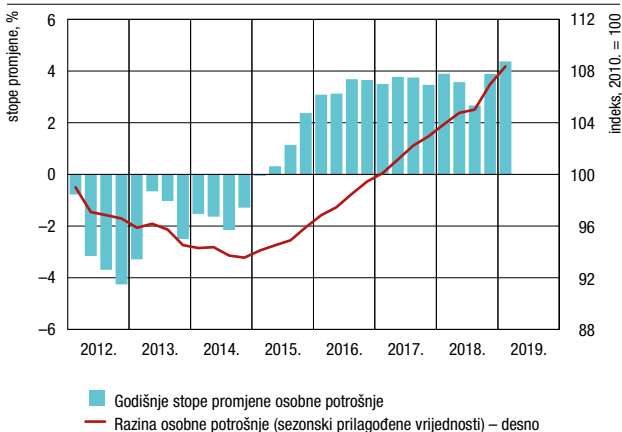
Izvor: DZS

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



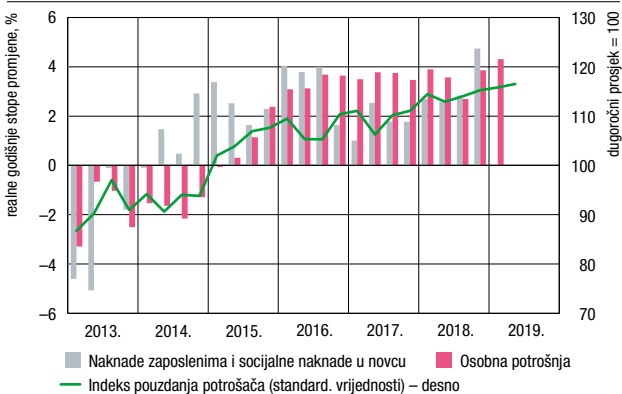
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

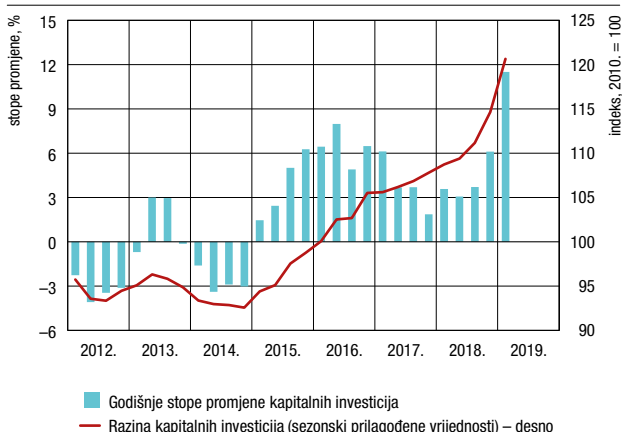
Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks



Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na svibanj 2019.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti



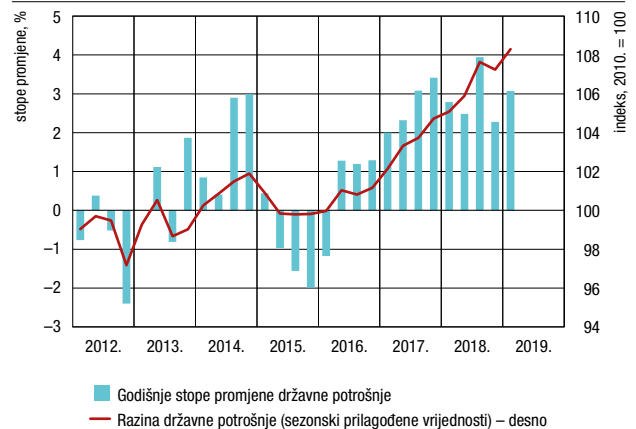
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

prethodnim tromjesečjem, povećao izvoz intermedijarnih proizvoda, trajnih te netrajnih proizvoda za široku potrošnju, dok je izvoz kapitalnih proizvoda stagnirao. Na godišnjoj razini ukupan se izvoz u prvom tromjesečju povećao za 7,6% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, čemu je pridonio pad izvoza u prvom tromjesečju prethodne godine.

Osobna potrošnja povećala se u prvom tromjesečju 2019. za 1,3% u odnosu na prethodna tri mjeseca, pa njezin kontinuirani rast traje sada već više od četiri godine. Povoljna kretanja odražavaju učinke provedenoga poreznog rasterećenja, kao i nastavak rasta zaposlenosti i neto plaća, a zabilježen je i daljnji rast potrošačkoga kreditiranja stanovništva. U takvim je okolnostima dodatno porastao i indeks pouzdanja potrošača, dosegnuvši novu najvišu razinu otkad se mjere očekivanja kućanstava. Na godišnjoj se razini povećanje osobne potrošnje nastavilo intenzivirati te je stopa njezina rasta iznosila 4,4% (3,9% krajem 2018.), čime je nastavila najviše pridonositi rastu ukupne ekonomske aktivnosti.

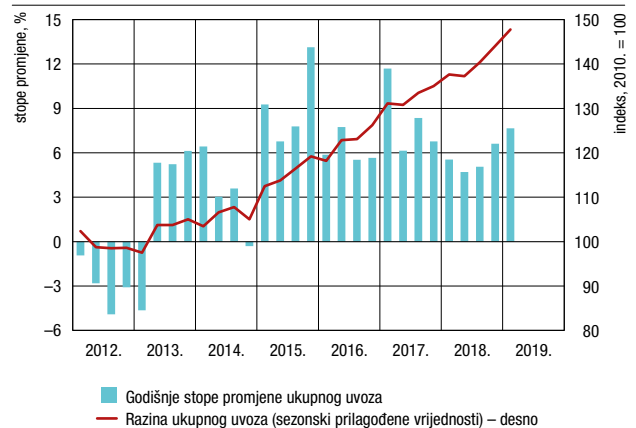
Investicijska se aktivnost u prvom tromjesečju 2019. snažno povećala (za 5,2% u odnosu na prethodno tromjesečje). Takva su kretanja rezultirala visokim godišnjim rastom bruto investicija u fiksni kapital od 11,5%. Intenziviranje kapitalnih ulaganja

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



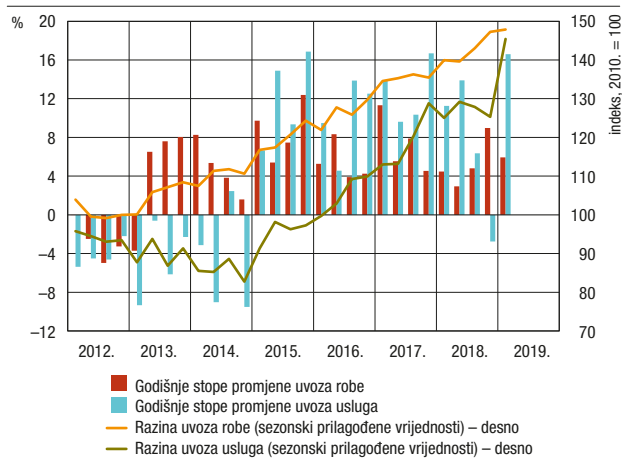
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga
realne vrijednosti

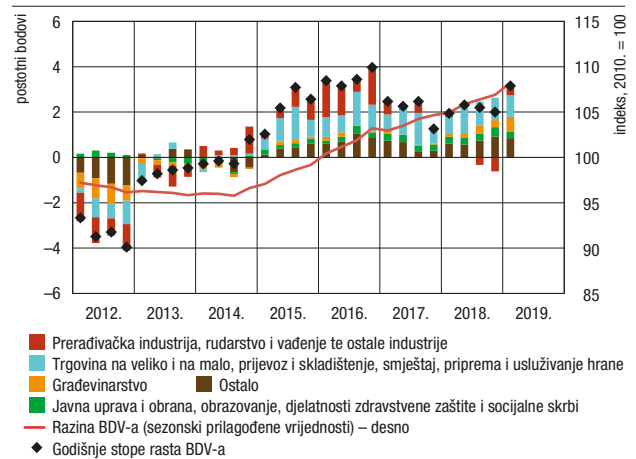


Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

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

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

vjerojatno odražava jačanje investicijske aktivnosti i opće države i privatnog sektora, na što upućuju podaci o radovima na ostalim građevinskim objektima i zgradama, a na povoljna kretanja u privatnom sektoru upućuje i nastavak uvoza kapitalnih proizvoda.

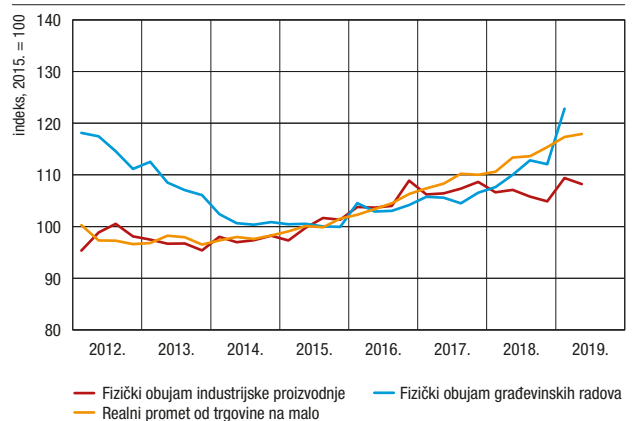
Državna potrošnja povećala se početkom 2019. za 1,0% u odnosu na prethodna tri mjeseca, pa se na godišnjoj razini rast ubrzao na 3,1%.

Uvoz robe i usluga nastavio se početkom 2019. kretati dinamikom sličnom onoj s kraja prethodne godine, pri čemu se na tromjesečnoj razini usporio rast uvoza robe, dok je istodobno uvoz usluga zabilježio iznimno visoku stopu rasta. Nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju kako je usporavanje robnog uvoza ponajprije rezultat znatnog smanjenja uvoza energije, što se može povezati s povoljnim vremenskim prilikama početkom ove godine. Osim toga, smanjenje na tromjesečnoj razini zabilježeno je i kod uvoza trajnih proizvoda za široku potrošnju. Takva su kretanja rezultirala usporavanjem rasta robnog uvoza na godišnjoj razini, ali je zbog intenziviranja rasta uvoza usluga godišnja stopa rasta ukupnog uvoza iznosila 7,7% i tako bila viša nego tijekom 2018. godine. Posljedično, negativan je doprinosi neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u prvom tromjesečju bio veći nego tijekom 2018. godine (-2,2 postotna boda).

Agreatna ponuda

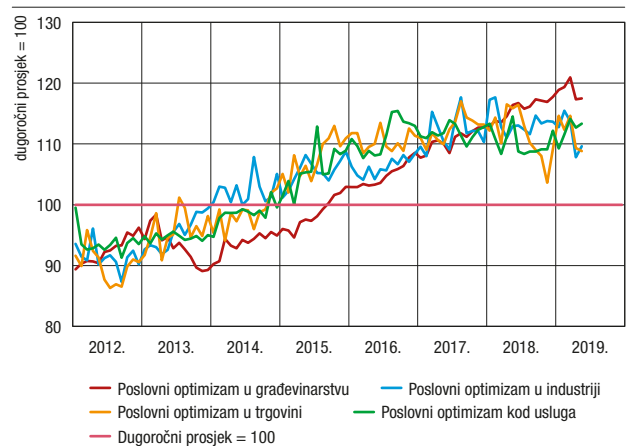
Bruto dodana vrijednost povećala se za 1,2% u odnosu na prethodna tri mjeseca, čime je nastavljen trend rasta. Brži rast u odnosu na kraj protekle godine, kada je ostvareno povećanje od 0,5%, ponajprije je posljedica povoljnih kretanja u prerađivačkoj industriji te u građevinarstvu. Osim toga, BDV se povećao u svim djelatnostima osim u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu te u djelatnostima javnog sektora. Ako se, pak, promatraju godišnje stope promjene, BDV se povećao za 3,2% u odnosu na isto razdoblje 2018., čemu su najviše pridonijele djelatnosti iz područja trgovine na malo, prijevoza i skladištenja, što se može povezati s rastom potrošnje kućanstava i građevinarstva.

Model brze procjene BDP-a na temelju visokofrekventnih podataka, koji su dostupni uglavnom samo za travanj, pokazuje da se u drugom tromjesečju ove godine rast gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj razini malo usporio. Tako se realni promet od trgovine na malo u travnju povećao za 0,5% u odnosu na početak godine. Industrijska se proizvodnja u travnju zadržala na razini

Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti

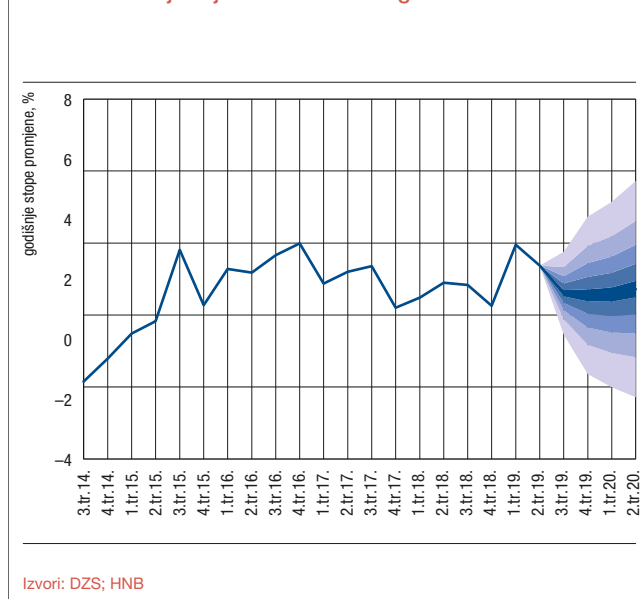
Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za drugo tromjesečje 2019. za industriju i trgovinu odnose se na travanj.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti

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

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

iz veljače i ožujka, pa je, uzimajući u obzir iznimno povoljno ostvarenje u siječnju, bila niža za 1,1% u odnosu na prosječno ostvarenje u prva tri mjeseca ove godine. Pritom rast proizvodnje kapitalnih proizvoda i netrajnih proizvoda za široku potrošnju na tromjesečnoj razini nije bio dostatan da nadoknadi smanjenje ostvareno u ostalim glavnim industrijskim grupacijama.

Optimizam potrošača u svibnju 2019. nastavio se poboljšavati te je zabilježena njegova rekordno visoka razina otkad se mjere očekivanja kućanstava. Pritom povećanje optimizma u travnju i svibnju 2019. u odnosu na prosjek prvog tromjesečja iste godine odražava povoljnija kretanja kod svih potkomponenti indeksa. Istodobno su se očekivanja poslovnih subjekata na tromjesečnoj razini pogoršala u svim djelatnostima, osim uslužnih, a pad indeksa pouzdanja bio je najizrazitiji u trgovini.

Projecirana kretanja

Intenziviranje gospodarske aktivnosti na početku ove godine moglo bi se odraziti na ubrzanje godišnje stope rasta BDP-a, pa bi realni BDP u 2019. mogao porasti za 3,1% (2,6% u 2018.). No, u 2020. godini rast BDP-a mogao bi ipak biti niži nego u ovoj godini. Gospodarski bi rast ponajprije trebala podržavati snažna domaća potražnja, a negativan doprinos neto inozemne potražnje mogao bi se dodatno produbiti.

Izvoz robe i usluga mogao bi se u 2019. nastaviti kretati sličnom dinamikom kao i godinu prije te ostvariti stopu rasta od 2,7%. Pritom se očekuje malo brži realni rast izvoza robe, za razliku od rasta izvoza usluga, koji bi mogao biti malo niži u usporedbi s prethodnom godinom, odražavajući pritom poboljšanje ekonomske i političke situacije u državama koje su konkurencija Hrvatskoj kada je riječ o odabiru turističkih odredišta. Među

sastavnicama domaće potražnje očekuje se intenziviranje kapitalnih ulaganja, koja bi se u 2019. mogla povećati za 8,0%, što je gotovo dvostruko viša stopa rasta u odnosu na 2018. godinu, kada je zabilježeno njihovo povećanje od 4,1%. Nositelj ukupne investicijske aktivnosti mogla bi biti opća država zbog snažnijeg korištenja fondova EU-a te daljnjeg razvoja prometne i komunalne infrastrukture. No, očekuje se i povećanje kapitalnih ulaganja privatnog sektora. Osobna potrošnja mogla bi se u 2019. povećati za 4,2% u odnosu na godinu prije i tako ostati glavni pokretač ukupnoga gospodarskog rasta. Intenziviranje potrošnje kućanstava u odnosu na proteklu godinu (3,5% u 2018.) odražava nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada, ponajprije ubrzanje rasta realnih neto plaća, čemu je među ostalim pridonijelo i snižavanje PDV-a, a, osim toga, dostupni podaci pokazuju kako potrošačko kreditiranje nastavlja snažno rasti. Naposljetku, optimizam potrošača nalazi se na najvišim razinama otkad postoje mjerenja očekivanja kućanstava, što upućuje na povećanu sklonost potrošnji. Državna potrošnja mogla bi se ove godine povećati za 2,7%, ponajprije kao rezultat nastavka rasta intermedijarne potrošnje. Tako bi njezin doprinos gospodarskom rastu mogao ostati blago pozitivan. Konačno, očekuje se da će intenziviranje domaće potražnje te nastavak rasta ukupnog izvoza rezultirati malo izrazitijim rastom uvoza robe i usluga u odnosu na prethodnu godinu (5,8% u odnosu na 5,5% iz 2018.).

Gospodarska bi se aktivnost u 2020. mogla nastaviti povećavati, iako sporije nego godinu prije, pa očekivana stopa rasta realnog BDP-a iznosi 2,7%. Pritom je uspoređivanje gospodarske aktivnosti ponajprije odraz očekivanoga nižeg povećanja kapitalnih ulaganja, ali i potrošnje kućanstava. Unatoč tome, potrošnja kućanstava mogla bi nastaviti davati najveći pozitivan doprinos gospodarskom rastu među svim komponentama BDP-a.

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici oko središnjih vrijednosti uravnoteženi. Pozitivan rizik proizlazi iz mogućnosti da rast investicija bude veći nego što je projicirano, zbog snažnijeg rasta investicija privatnoga ili javnog sektora, povezanog i s dinamiziranjem povlačenja sredstava iz fondova EU-a. Također, rast osobne potrošnje mogao bi biti veći nego što je projicirano, s obzirom na rekordno visoku razinu potrošačkog optimizma, na što upućuju podaci iz Ankete o pouzdanju potrošača. Osim toga, rast izvoza turističkih usluga, koji se i nadalje prognozira relativno konzervativno, mogao bi biti veći nego što se trenutno očekuje, uz uvjet znatno boljih ostvarenja u glavnoj sezoni u odnosu na dosadašnji dio godine. S druge strane, negativni rizici proizlaze iz vanjskog okružja i povezani su s potencijalnim daljnjim jačanjem protekcionizma na globalnoj razini te uspoređivanjem rasta hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera. Neizvjesnost u smislu održivosti javnog duga Italije mogla bi rezultirati slabijim rastom talijanskoga gospodarstva, što bi moglo nepovoljno utjecati na hrvatski izvoz, a time i ukupni gospodarski rast, s obzirom na to da je Italija jedan od najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

Počekom 2019. godine nastavila su se povoljna kretanja na tržištu rada. Broj zaposlenih osoba bio je u prvom tromjesečju za 0,5% veći nego u posljednjem tromjesečju 2018., a u travnju i svibnju dodatno je porastao za 0,6% u odnosu na prvo tromjesečje. Najsnažniji doprinos rastu dalo je zapošljavanje u sektoru građevinarstva i u uslužnim djelatnostima povezanim s turizmom. S druge strane, u travnju i svibnju zabilježeno je smanjenje broja zaposlenih u industriji (Slika 4.1.).

Osim povećanja zaposlenosti, u prvom je tromjesečju zabilježen nastavak smanjivanja broja nezaposlenih osoba. Tako se prema administrativnim podacima prosječan broj nezaposlenih u prva tri mjeseca 2019. snizio na 131 tisuću, na što je u malo većoj mjeri utjecalo brisanje iz evidencije zbog ostalih razloga (nepridržavanje zakonskih odredbi, odjava s evidencije i nejavljanje) nego zapošljavanje iz evidencije HZZ-a. U drugom se tromjesečju usporila dinamika smanjivanja nezaposlenosti, pa se broj nezaposlenih osoba tijekom travnja i svibnja zadržao na razini iz

prethodnog tromjesečja (Slika 4.2.).

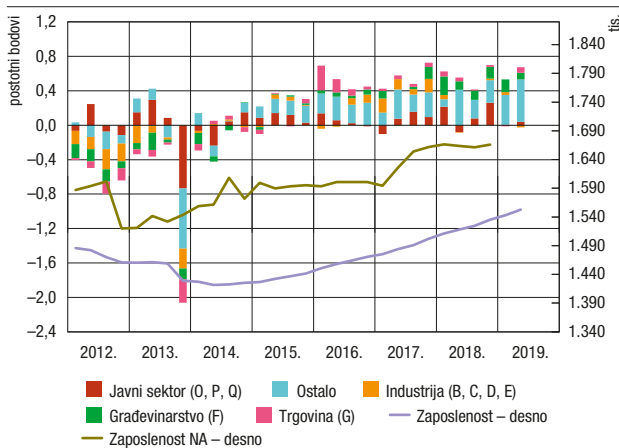
U skladu s navedenim kretanjima administrativna stopa nezaposlenosti nastavila se smanjivati te je u travnju iznosila 8,4% radne snage, što je manje nego na kraju 2018., kada je iznosila 8,6% (Slika 4.4). Podaci iz ankete o radnoj snazi koji su dostupni za 2018. pokazuju da se anketna stopa nezaposlenosti na kraju iste godine spustila na 7,9% radne snage, s 8,3%, koliko je iznosila u trećem tromjesečju iste godine (Slika 4.3.).

Podaci iz Ankete o radnoj snazi u istom razdoblju upućuju na stagnaciju broja zaposlenih osoba, pa je stopa zaposlenosti u posljednja tri mjeseca 2018. iznosila 47%. Stopa participacije u istom razdoblju smanjila se za 0,4 postotna boda u odnosu na prethodno tromjesečje, na 50,8% (Slika 4.4.).

Plaće i jedinični trošak rada

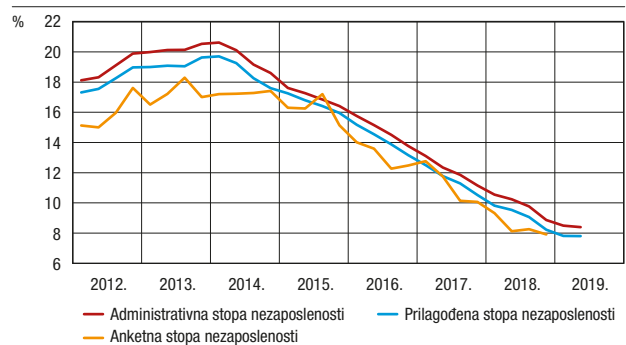
Nakon stagnacije zabilježene na kraju prethodne godine, u 2019. nastavio se rast plaća. Tako je prosječna nominalna bruto plaća u prva tri mjeseca porasla za 1,8% na tromjesečnoj razini,

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



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na travanj i svibanj.
Izvori: Eurostat; HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

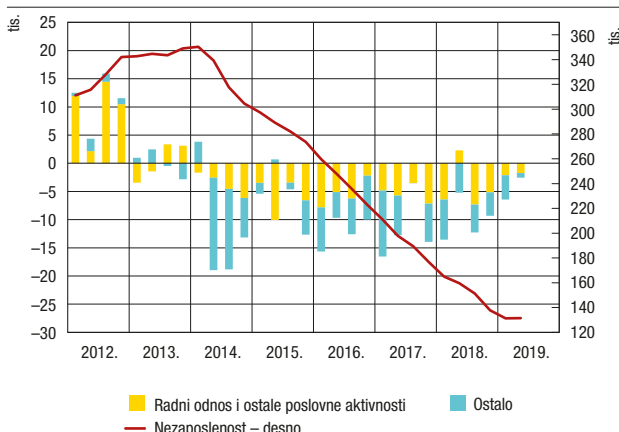
Slika 4.3. Stope nezaposlenosti
sezonski prilagođeni podaci



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. kod izračuna administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS, podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD. Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na travanj za administrativnu stopu nezaposlenosti, a na travanj i svibanj za prilagođenu stopu nezaposlenosti.

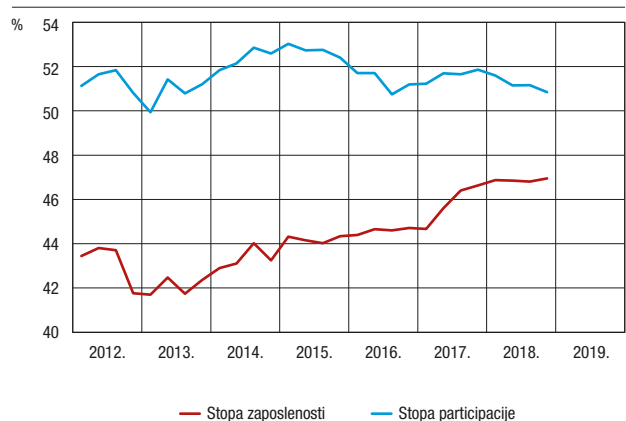
Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

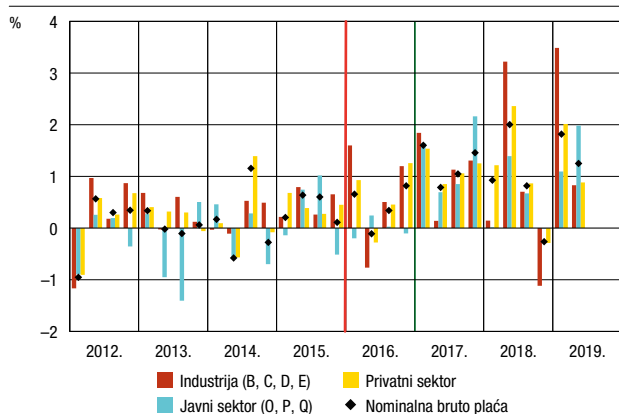
Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

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

sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



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

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

pri čemu je rast plaća u privatnom sektoru bio izrazitiji nego u javnom sektoru (2,0% u odnosu na 1,1%). Nominalne bruto plaće u travnju su bile za 1,3% veće nego u prva tri mjeseca 2019. (Slika 4.5.). Rast realnih plaća bio je malo umjereniji, s obzirom na rast potrošačkih cijena u istom razdoblju.

Iako podaci iz nacionalnih računa o broju zaposlenih za prvo tromjesečje 2019. nisu bili dostupni u trenutku pisanja teksta, dostupni podaci iz ostalih izvora upućuju na to da je na početku 2019. rast plaća bio intenzivniji od rasta proizvodnosti rada, pa bi rast jediničnog troška rada u prvom tromjesečju 2019. mogao biti snažniji nego u prethodnoj godini.

Projicirana kretanja

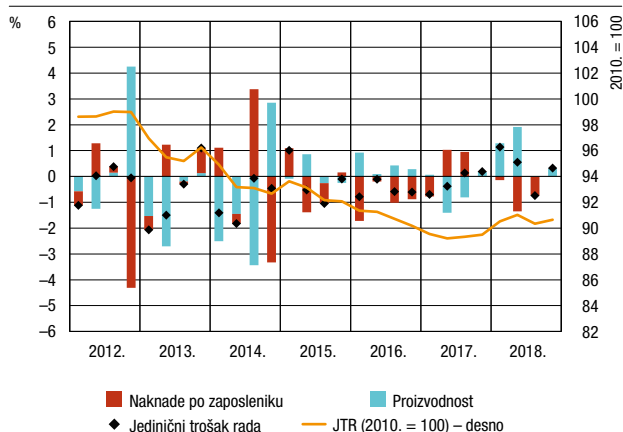
S obzirom na kretanje broja zaposlenih u prvih pet mjeseci ove godine i očekivano jačanje gospodarske aktivnosti na razini godine, zaposlenost bi na razini 2019. mogla porasti za 1,9%, pri čemu na povoljna kretanja upućuju i podaci iz Ankete o poslovnim očekivanjima (Slika 4.7.). Tako se u svim djelatnostima očekuje rast zaposlenosti tijekom sljedeća tri mjeseca, a ponajviše u građevini i trgovini. Broj nezaposlenih mogao bi se nastaviti smanjivati zbog nastavka rasta zapošljavanja, ali i mogućeg nastavka iseljavanja radno sposobnog stanovništva, pa bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla sniziti na 7,2%, što bi bila najniža stopa nezaposlenosti otkad se anketa provodi u Hrvatskoj.

Kada je riječ o trošku rada, u 2019. očekuje se usporavanje rasta bruto plaća (4,5%), unatoč sve većim ograničenjima na strani ponude radne snage te izmjeni kolektivnih ugovora u javnom sektoru. Rast plaća mogao bi se tako nastaviti i u privatnom i u javnom sektoru. Rast realnih plaća mogao bi tijekom 2019. biti malo manji (3,7%).

U 2020. godini očekuje se nastavak sličnih kretanja na tržištu rada, ali malo slabijeg intenziteta nego u 2019. Broj zaposlenih mogao bi se povećati za 1,2%, dok bi se istodobno anketna stopa nezaposlenosti mogla smanjiti na 6,5%. Kada je riječ o plaćama, godišnja stopa rasta prosječne nominalne bruto plaće u 2020. mogla bi iznositi 4,4%.

Slika 4.6. Naknade po zaposleniku, proizvodnost i jedinični trošak rada

sezonski prilagođeni podaci, tromjesečne stope promjene i razine (2010. = 100)

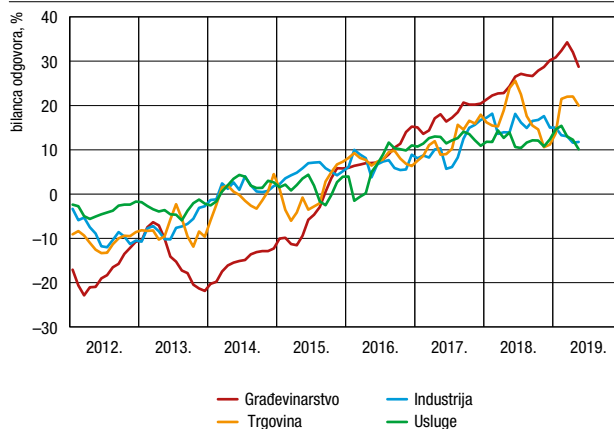


Napomena: Rast proizvodnosti ima negativan predznak.

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

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

sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



Izvori: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2019. i 2020. godišnje stope promjene

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

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

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

5. Inflacija

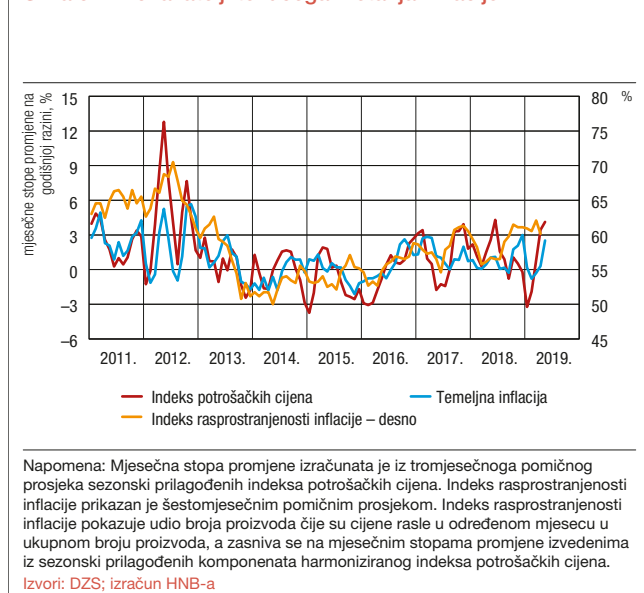
Godišnja se stopa inflacije potrošačkih cijena vidljivo usporila u siječnju 2019. pod utjecajem smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost (PDV-a) na određene proizvode te pojeftinjenja sirove nafte na svjetskom tržištu krajem 2018. godine. Nakon toga se, s određenim kolebanjima, inflacija ubrzala, i to ponajviše pod utjecajem povećanja godišnje stope rasta cijena energije. U skladu s tim, pokazatelj tekućega kretanja ukupne inflacije u prvih se pet mjeseci 2019. povećao, no istodobno se blago smanjio pokazatelj tekućega kretanja temeljne inflacije, koja isključuje cijene energije i cijene poljoprivrednih proizvoda te administrativno regulirane cijene (Slika 5.1.). Ovakva kretanja upućuju na to da se brži rast jediničnih troškova rada i drugi činitelji koji jačaju inflacijske pritiske zasad u manjoj mjeri prenose na povećanje cijena. Osim toga, indeks rasprostranjenosti inflacije, koji pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u ukupnom broju proizvoda, blago se smanjio u odnosu na kraj prethodne godine, no i nadalje je malo viši od prosječne razine u 2018. godini.

Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena smanjila se s 0,8%

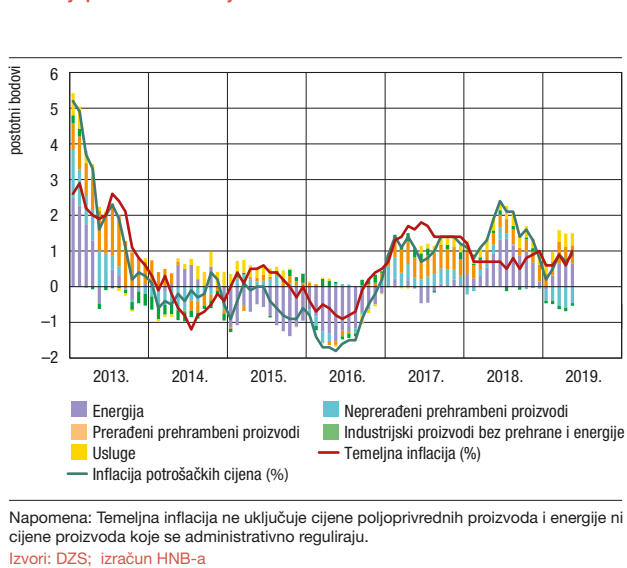
u prosincu na 0,2% u siječnju, nakon čega je porasla na 0,9% u svibnju (Tablica 5.1.). Na kretanje inflacije potrošačkih cijena znatan su utjecaj imale porezne izmjene početkom godine, što se detaljnije razmatra u Okviru 1. Ocjena učinka smanjenja PDV-a na određene proizvode na kretanje potrošačkih cijena u kratkom roku. Temeljna se inflacija s 1,0% u prosincu usporila na prosječno 0,7% u sljedeća četiri mjeseca, uglavnom zbog pada godišnje stope promjene cijena pojedinih prehrambenih proizvoda (posebice mesa i mlijeka), cijena odjeće i obuće te farmaceutskih proizvoda. U svibnju se, međutim, godišnja stopa temeljne inflacije vratila na razinu od 1,0%, čemu je ponajviše pridonijelo povećanje godišnje stope rasta prerađenih prehrambenih proizvoda.

Za razliku od potrošačkih cijena, godišnja se stopa promjene proizvođačkih cijena industrije (bez energije) povećala s -0,3% u prosincu na 0,8% u svibnju, čemu je ponajviše pridonio rast cijena u proizvodnji netrajnih proizvoda za široku potrošnju, poput hrane i pića. Osim toga, primjetan je rast godišnje stope

Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



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



Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

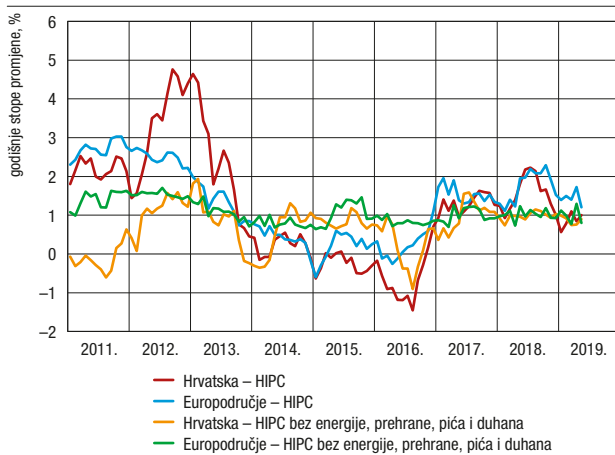
godišnje stope promjene

	12. 2017.	3. 2018.	6. 2018.	9. 2018.	12. 2018.	3. 2019.	5. 2019.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente							
Ukupni indeks	1,2	1,1	2,4	1,4	0,8	0,9	0,9
Energija	0,4	1,8	7,9	5,3	0,9	4,0	3,9
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	2,6	2,1	3,8	-0,1	-0,6	-5,7	-4,9
Prerađeni prehrambeni proizvodi	2,0	1,1	1,5	0,9	1,9	2,6	2,2
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	0,8	0,3	0,5	-0,3	0,1	-0,4	-0,3
Usluge	1,0	1,0	1,0	1,4	1,2	1,2	1,3
Ostali cjenovni pokazatelji							
Temeljna inflacija	1,4	0,7	0,7	0,5	1,0	0,9	1,0
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	2,1	1,2	3,4	3,4	0,5	2,3	1,4
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	1,0	0,5	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,8
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	1,3	1,2	2,2	1,6	1,0	1,1	1,0
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	1,2	1,1	2,1	1,5	0,8	1,7	1,6

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europskom području



Izvori: DZS; Eurostat

promjene cijena u proizvodnji trajnih proizvoda za široku potrošnju, primjerice u proizvodnji namještaja. Takva kretanja upućuju na blago intenziviranje inflatornih pritisaka koji dolaze iz proizvodnog procesa.

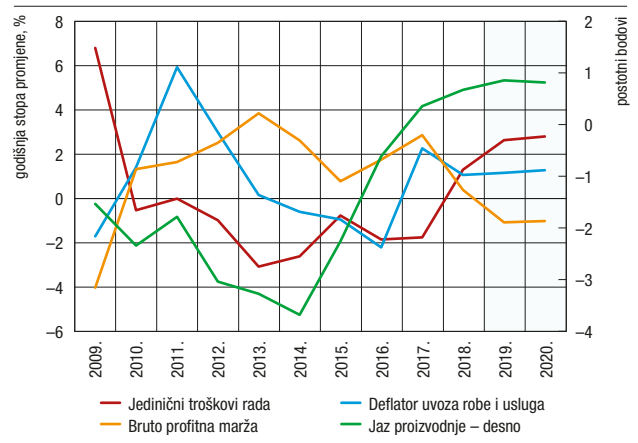
Promatrano po pojedinim komponentama, blago je ubrzavanje ukupne inflacije potrošačkih cijena u prvih pet mjeseci 2019. većim dijelom posljedica povećanja godišnje stope rasta cijena energije (Slika 5.2.). Doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji tako se povećao s 0,1 postotni bod u prosincu 2018. na 0,6 postotnih bodova u svibnju 2019. Takvim je kretanjima najviše pridonijelo povećanje cijena naftnih derivata, pod utjecajem poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu u prva četiri mjeseca ove godine (više o trendovima i činiteljima kretanja cijena sirove nafte vidi u poglavlju 2. Kretanja u globalnom okruženju), kao i povećanje cijene prirodnog plina, koja se administrativno regulira. Usto, u prvih se pet mjeseci blago povećao doprinos cijena usluga te prerađenih prehrambenih proizvoda (ponajviše kruha i žitarica te ulja i masnoća) ukupnoj inflaciji.

Nasuprot tome, smanjio se doprinos neprerađenih prehrambenih proizvoda, poglavito voća i povrća. Pritom su cijene voća u svibnju bile za oko 13% niže nego u istom mjesecu prethodne godine. Tako se doprinos neprerađenih prehrambenih proizvoda ukupnoj inflaciji smanjio s –0,1 postotni bod u prosincu na –0,5 postotnih bodova u svibnju. Cijene industrijskih proizvoda (bez energije) znatno su manje pridonijele usporavanju godišnje stope inflacije u prvih pet mjeseci. Najviše se pritom smanjio doprinos cijena farmaceutskih proizvoda.

Godišnja stopa inflacije u europskom području mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) usporila se s 1,5% u prosincu na 1,2% u svibnju (Slika 5.3.). Tome su najviše pridonijele cijene energije, čiji se godišnji rast smanjio s 5,5% u prosincu na 3,8%. Usto se u europskom području smanjio i doprinos cijena usluga i neprerađenih prehrambenih proizvoda godišnjoj inflaciji. S druge strane, tijekom spomenutog razdoblja blago se povećao doprinos industrijskih proizvoda i prerađenih prehrambenih proizvoda. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, u europskom području se blago smanjila s 0,9% u prosincu na 0,8% u svibnju, ponajviše zbog spomenutog smanjenja godišnjeg rasta cijena usluga.

U Hrvatskoj je godišnja stopa inflacije mjerena HIPC-om u svibnju iznosila 1,0%, jednako kao i krajem prošle godine. Pritom je učinak smanjenja stope PDV-a na pojeftinjenje neprerađenih prehrambenih proizvoda i lijekova koji se prodaju bez

Slika 5.4. Domaće i inozemne determinante inflacije



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

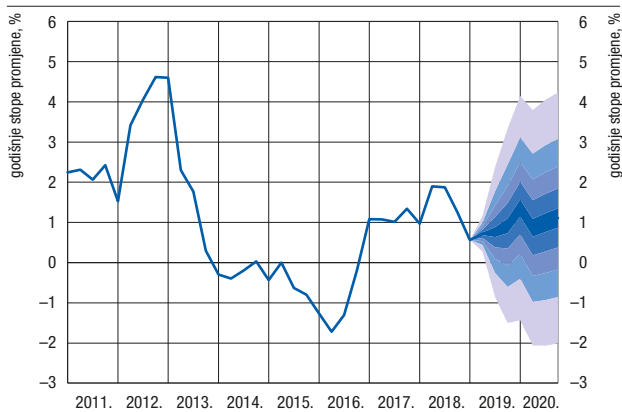
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

recepta poništen rastom cijena prirodnog plina za kućanstva te povećanjem cijena naftnih derivata. Inflacija je u svibnju 2019. u Hrvatskoj bila za 0,2 postotna boda niža nego u europskom području, što je ponajviše rezultat znatno niže godišnje stope promjene neprerađenih prehrambenih proizvoda. Temeljna inflacija, mjerena HIPC-om, koja iz izračuna izuzima cijene energije, hrane, pića i duhana, blago se usporila s 1,0% u prosincu 2018. na 0,9% u svibnju, ali je neznatno viša (za 0,1 postotni bod) u usporedbi s europskim područjem.

Projicirana kretanja

Ocijenjeno je da bi u 2019. moglo doći do smanjenja prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena na 0,7%, s 1,5% u 2018. (Slika 5.5.), zbog očekivanog smanjenja stope rasta cijena energije te cijena hrane. Projicirano usporavanje godišnjeg rasta cijena energije s 4,4% u 2018. na 1,5% u znatnoj je mjeri rezultat manjeg doprinosa naftnih derivata inflaciji, koji zrcali kretanja na svjetskom tržištu. Naime, nakon 24%-tnoga godišnjeg rasta prosječne cijene sirove nafte tipa Brent u 2018., ove se godine očekuje smanjenje tih cijena za oko 5% (izraženo u kunama). Znatna pad cijena sirove nafte na svjetskom je tržištu zabilježen u svibnju i lipnju, a kretanje tih cijena na terminskom tržištu upućuje na njihov daljnji postupni pad u drugoj polovini 2019. godine. U skladu s tim, ocjenjuje se da bi doprinos maloprodajnih cijena naftnih derivata godišnjoj inflaciji u nastavku godine mogao biti uglavnom negativan. Osim toga, očekuje se da bi se godišnja stopa promjene cijena hrane mogla usporiti s 1,0% u 2018. na –0,2% u 2019., što je ponajviše rezultat smanjenja stope PDV-a na određene prehrambene proizvode. Nadalje, ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2019. mogla zadržati na razini od oko 0,9%, koliko je ostvareno i prethodne godine. Inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja trebali bi u 2019. biti uglavnom prigušeni, imajući na umu, primjerice, očekivani blagi pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu te ESB-ovu reviziju naniže temeljne inflacije u europskom području u projekciji iz lipnja 2019. S druge strane, na tržištu Europske unije tijekom prvih su pet mjeseci 2019. porasle cijene određenih poljoprivrednih proizvoda (primjerice mlijeka i svinjetine), zbog povećanja potražnje na globalnom tržištu, a spomenuta kretanja počela su se postupno prelijevati na domaće proizvođačke i potrošačke cijene tih proizvoda. Domaći inflatorni pritisci odnose se, prije svega, na ubrzavanje rasta domaće potražnje odnosno blago povećavanje pozitivnog jaza domaćeg proizvoda u 2019. te troškovne

Slika 5.5. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

pritiske proizašle iz rasta jediničnih troškova rada, odnosno bržeg rasta plaća od rasta proizvodnosti rada (Slika 5.4.).

Prognozirano ubrzanje inflacije potrošačkih cijena na 1,1% u 2020. uglavnom bi trebalo biti rezultat povećanja prosječne godišnje stope promjene cijena hrane na 2,3%, što je ponajviše posljedica iščezavanja učinka smanjenja stope PDV-a početkom 2019. na godišnju stopu promjene određenih prehrambenih proizvoda. Usto, ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogla blago

ubrzati (s 0,9% u 2019. na 1,0% u 2020.), u uvjetima očekivanog rasta temeljne inflacije u europodručju, pozitivnog jaza domaćeg proizvoda te mogućeg prelijevanja povećanja jediničnih troškova rada na cijene proizvoda. S druge strane, očekuje se da bi se usporavanje prosječne godišnje stope rasta cijena energije u 2020. moglo nastaviti (na -0,5%). To bi znatnim dijelom moglo biti rezultat prognoziranog pada cijena sirove nafte tipa Brent na svjetskom tržištu za oko 7% (izraženo u kunama) te iščezavanja učinka poskupljenja prirodnog plina i krutih goriva u 2019. Što se tiče ocijenjenog neto učinka najavljenih administrativnih odluka na kretanje projicirane inflacije potrošačkih cijena u 2020., ocjenjuje se da će on biti blago negativan, pri čemu bi učinak smanjenja opće stope PDV-a za jedan postotni bod (s 25% na 24% početkom 2020.) mogao iznositi oko -0,3 postotna boda, a učinak najavljenoga ponovnog uvođenja povratne naknade na ambalažu mlijeka manji od 0,1 postotnog boda.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Mogući snažniji rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, zbog jačanja geopolitičkih napetosti i mogućih poremećaja u isporuci sirove nafte, rizik je koji bi mogao pridonijeti višoj inflaciji od prognozirane. Nadalje, nepovoljne vremenske prilike mogle bi utjecati na snažniji rast cijena poljoprivrednih proizvoda, a moguć je i rast određenih cijena koje se administrativno reguliraju. Usto, prelijevanje smanjenja opće stope PDV-a moglo bi biti manje izraženo od onog koje se očekuje u tekućoj projekciji. S druge strane, rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju od projicirane jesu moguće niže cijene sirove nafte i ostalih sirovina (u slučaju mogućega izraženijeg usporavanja globalnoga gospodarskog rasta i/ili većeg porasta proizvodnje nafte od očekivanog) te jači intenzitet prelijevanja smanjenja opće stope PDV-a na maloprodajne cijene.

Okvir 1. Ocjena učinka smanjenja PDV-a na određene proizvode na kretanje potrošačkih cijena u kratkom roku

Rezultati analize u kojoj se rabi detaljna baza cijena proizvoda pokazuju da je ocijenjeni prijenos poreznih izmjena na potrošačke cijene za većinu proizvoda bio znatan, ali nepotpun, te da je glavnina prijenosa ostvarena u siječnju 2019. Također, rezultati upućuju na to da je postojalo određeno prelijevanje sniženih stopa PDV-a i na prehrambene proizvode na koje se nisu odnosile porezne izmjene, ali mnogo blažeg intenziteta. Ukupni izravni učinak smanjenja PDV-a u razdoblju od prosinca 2018. do veljače 2019. procjenjuje se na oko -0,6 postotnih bodova, od čega se -0,5 postotnih bodova odnosi na prehrambene proizvode, iz čega proizlazi da je prijenos poreznih izmjena na ovu skupinu proizvoda iznosio oko 50%.

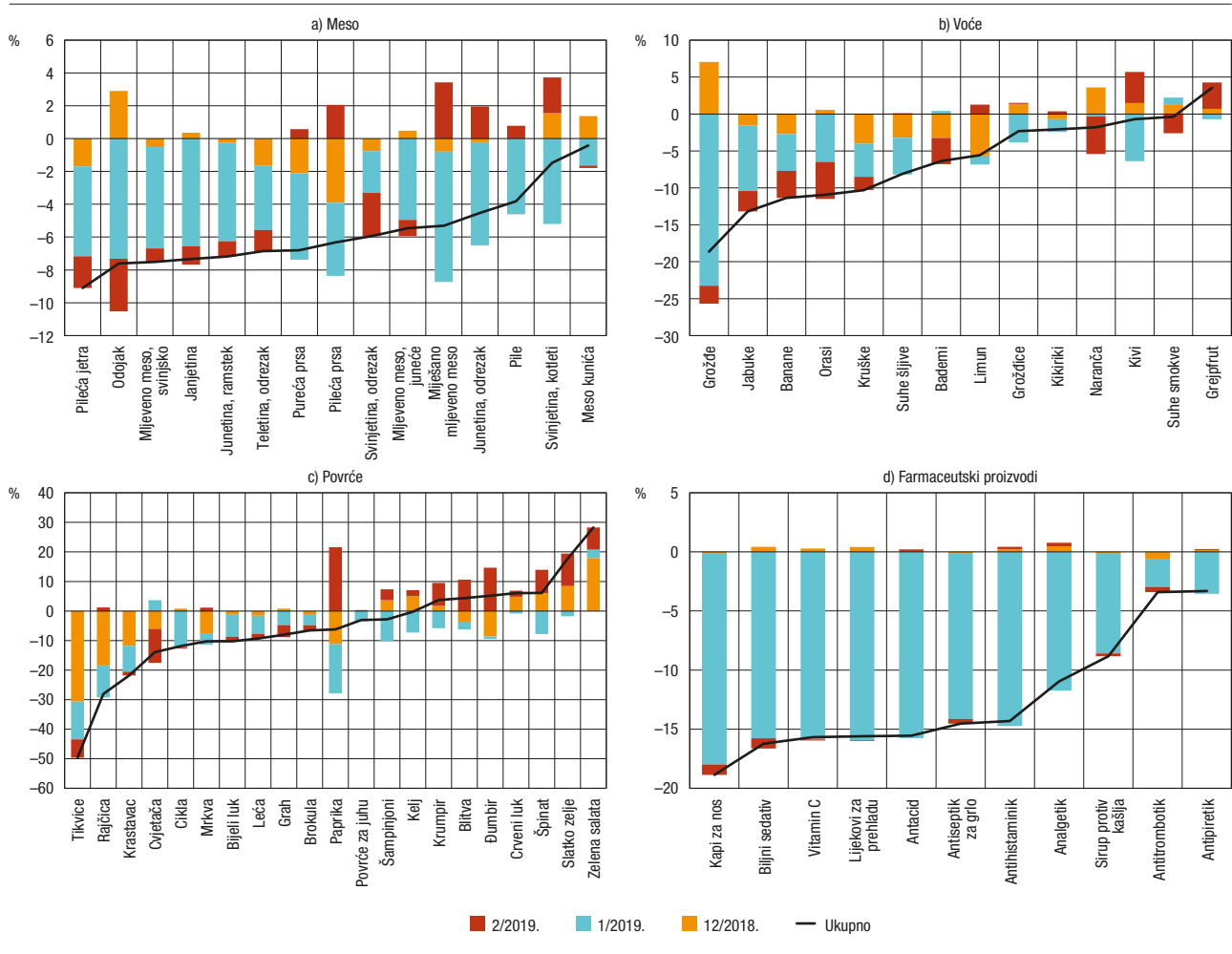
U siječnju 2019. snižena je stopa poreza na dodanu vrijednost (PDV-a) na određene prehrambene proizvode¹ i dječje pelene s 25% na 13% te na lijekove koji se mogu kupiti bez recepta s 25% na 5%. Domaće iskustvo, kao i iskustva drugih zemalja², upućuju na to da prijenos promjene stope PDV-a na potrošačke cijene u pravilu nije potpun te da do promjena cijena potaknutih poreznim izmjenama ne dolazi samo u mjesecu kada te izmjene stupaju na snagu. Nadalje, rezultati istraživanja upućuju na to da je prijenos poreznih izmjena na cijene manji u slučaju sniženja poreza (u usporedbi s povećanjem poreza).³ Kad bi prijenos

snizene stopa PDV-a na potrošačke cijene bio potpun, on bi rezultirao padom cijena prehrambenih proizvoda obuhvaćenih ovom zakonskom izmjenom za 9,6% te sniženjem cijena lijekova koji se mogu kupiti bez recepta za 16%. No, ostvareni prijenos najčešće je nepotpun te ga je potrebno ocijeniti. Više je razloga koji objašnjavaju djelomično prelijevanje poreznih izmjena na potrošačke cijene. Tako intenzitet prijenosa smanjenja PDV-a na cijene ovisi o stupnju konkurencije na pojedinom tržištu. Naime, pojedini trgovci smanjit će cijene samo djelomično, kako bi povećali profit, u slučaju kada ocijene da to neće utjecati na gubitak njihova tržišnog udjela. Među ostalim, i relativno snažan rast osobne potrošnje činitelj je koji može utjecati na smanjeni prijenos sniženja stope PDV-a na potrošačke cijene, jer se smatra da u tom slučaju postoji manji poticaj trgovcima da smanjenje poreza preliju na sniženje cijena proizvoda. Osim toga, cijene poljoprivrednih proizvoda prate se osim u trgovinama i na tržnicama, a kako mnoga obiteljska poljoprivredna gospodarstva nisu u sustavu PDV-a, upitno je imaju li oni prostora za snižavanje cijena.

Osnovna poteškoća pri analizi učinka poreznih izmjena na cijene jest činjenica da je kretanje cijena u vrijeme nastalih poreznih promjena bilo pod utjecajem i brojnih drugih činitelja poput sezonskog utjecaja, promjena uvoznih cijena i sl. U primjeni vrlo

1 Svježe ili rashlađeno meso, kobasice, ribe, rakovi i sl., povrće, korijeni i gomolji, uključujući mahunasto suho povrće, svježe i suho voće te orašasti plodovi, jaja i pelene.
 2 Pogledati primjerice "Price and volume effects of VAT increase on January 2007", Monthly report, Deutsche Bundesbank, travanj 2008.; "Impact of the VAT rate increase in January 2012 on inflation", Quarterly Report on Inflation, Box 3-2, Magyar Nemzeti Bank, ožujak 2012.; "Impact of the rise in VAT rates on inflation", Macroeconomic Developments and Projections, Box 6.1, Banka Slovenije, listopad 2013.
 3 Pogledati, među ostalim, Benkovskis, K. i L. Fadejeva (2014), "The effect of VAT rate on inflation in Latvia: evidence from CPI microdata", Applied Economics, Vol. 46, No. 21, 2520-2533.

Slika 1. Procjena učinka poreznih izmjena na cijene određenih skupina proizvoda, izračunata na osnovi razlike između ostvarenih i prognoziranih promjena cijena proizvoda koji podliježu sniženoj stopi PDV-a u razdoblju od prosinca 2018. do veljače 2019.



Izvor: izračun HNB-a

je teško razdvojiti utjecaj ovakvih uobičajenih generatora promjena cijena od onih uzrokovanih samim poreznim izmjenama. Nadalje, određeni maloprodajni lanci snizili su cijene već u prosincu 2018., dakle prije stupanja na snagu poreznih izmjena, čime je učinak tih izmjena na inflaciju dodatno zamagljen.

Uvažavajući dosad spomenuto, prijenos poreznih izmjena na cijene u Hrvatskoj analizira se korištenjem detaljne baze podataka o prosječnim cijenama svih proizvoda kojima se DZS koristi pri izradi indeksa potrošačkih cijena. Analiza inflacije na ovako dezagregiranoj razini korisna je u kontekstu boljeg shvaćanja procesa formiranja potrošačkih cijena, čije je praćenje važan zadatak središnje banke, odnosno u funkciji osnovnog cilja održavanja niske i stabilne inflacije. Kod mikropristupa ocjeni učinaka smanjenja stope PDV-a na cijene, za svaki od 128 proizvoda iz grupe proizvoda na koje se odnose porezne izmjene, na temelju podataka od rujna 2013. do studenoga 2018., procijenjen je univarijantni statistički model (ARIMA (0,1,1)(0,1,1))⁴ i zatim su,

pomoću tog modela, prognozirane cijene pojedinih proizvoda za tri mjeseca unaprijed.⁵ Analiziran je i mjesec prije stupanja na snagu porezne izmjene zbog toga što su neki trgovci već u prosincu 2018. snizili cijene. Prognozirane cijene pritom predstavljaju očekivane cijene u hipotetičnom scenariju koji pretpostavlja da nije bilo poreznih izmjena. Razlika između ostvarene i prognozirane promjene cijene pojedinog proizvoda jest procjena učinka sniženja stope PDV-a na cijenu tog proizvoda.

Rezultati su prikazani kao razlika između ostvarene i prognozirane promjene cijene nekog proizvoda od studenog 2018. do veljače 2019.⁶ (Slika 1., Ukupno), pri čemu je navedena ukupna razlika raščlanjena na doprinose po mjesecima. Negativne vrijednosti na Slici 1. odražavaju slučajeve kada su ostvarene promjene cijena u promatranom razdoblju bile niže od prognoziranih promjena cijena. Dobiveni rezultati⁷ pokazuju da je prijenos poreznih izmjena na potrošačke cijene za većinu proizvoda bio znaatan, ali nepotpun. Usto, vidljivo je da se učinak smanjenja PDV-a

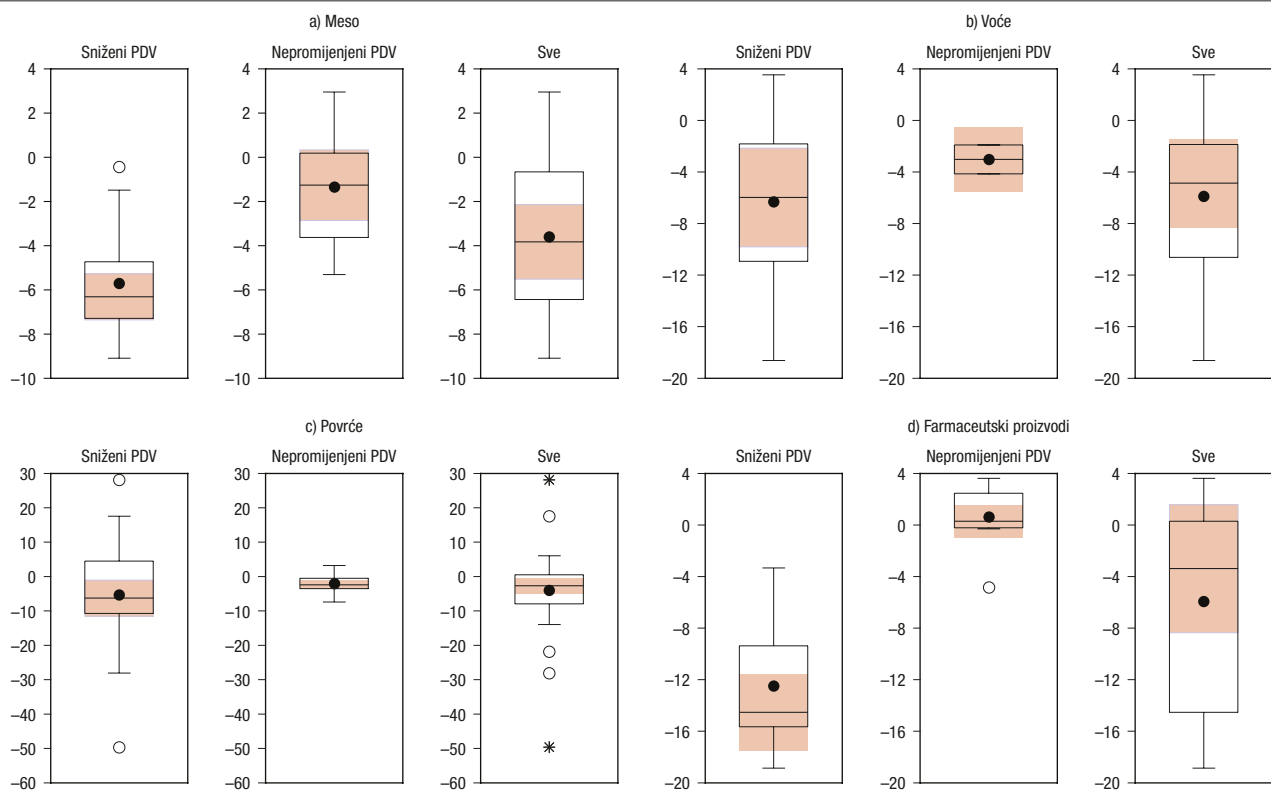
4 Navedeni model poznat je još kao *airline* model i često je sastavni dio procedura za desezoniranje (TRAMO/SEATS i X-13 ARIMA-SEATS), jer se pokazao kao dobar referentni model za modeliranje serija s izraženom sezonskom komponentom.

5 Napravljen je i izračun u kojem se u *airline* modelu kontroliraju ostvarena cijena u odgovarajućim kategorijama proizvoda u Europskoj uniji. Međutim, to nije utjecalo na rezultate, što nam govori da navedena korekcija cijena nije rezultat promjene cijena na vanjskom tržištu.

6 Premda se ocjena poreznih izmjena može promatrati i na dužem razdoblju, navedeno je razdoblje odabrano uzimajući u obzir da je model kojim se vrši prognoziiranje cijena primjereniji za prognoziiranje u kratkom roku.

7 Budući da rezultati analize u velikoj mjeri ovise o kvaliteti prognoza, kao test robusnosti zaključaka, isti je izračun proveden i korištenjem alternativne metode prognoziranja. Kada se cijene proizvoda u analiziranom razdoblju, umjesto *airline* modelima, prognoziraju korištenjem prosječne ostvarene međumjesečne stope u odgovarajućem mjesecu iz dostupne baze, dobiveni rezultati mijenjaju se neznatno.

Slika 2. Ocjena učinka poreznih izmjena za određene skupine proizvoda u razdoblju od prosinca 2018. do veljače 2019. u postocima



Napomena: Boxplot dijagram na pregledan način prikazuje distribuciju promatrane veličine. Uz medijan te donji i gornji kvartil prikazana je aritmetička sredina (točkom) te netipične vrijednosti. Osjenčani dio predstavlja granice pouzdanosti medijana koje su zbog malog broja proizvoda dosta široke.

Izvor: izračun HNB-a

na cijene znatno razlikovao po analiziranim proizvodima i kategorijama te da je većina prijenosa ostvarena u siječnju. Medijan ocijenjenog učinka sniženja PDV-a na cijene iz skupine "Meso" iznosi $-6,3\%^8$, na "Voće" -6% , na "Povrće" $-6,2\%$, na "Ribu" $-2,7\%^9$, na "Jaja" $-12,1\%^{10}$, na "Pelene" $-5,3\%$ te na "Lijekove koji se mogu kupiti bez recepta" $-14,5\%$.

Vjerodostojnost dobivenih rezultata može se testirati usporedbom promjene cijena proizvoda kojima je snižena stopa PDV-a s onima iz "kontrolne skupine" proizvoda za koje nije bilo promjene porezne stope. Dijagram na Slici 2. jasno pokazuje da je razlika između ostvarenih i prognoziranih stopa promjena cijena znatno viša za proizvode obuhvaćene poreznim izmjenama, što upućuje

Tablica 1. Razlika između ostvarenoga i prognoziranog doprinosa pojedinih skupina proizvoda (koji podliježu sniženoj stopi PDV-a) mjesečnoj stopi promjene IPC-a

postotni bodovi

	Ocijenjeni doprinos učinka smanjenja PDV-a			Ukupno
	prosinac 2018.	siječanj 2019.	veljača 2019.	
Meso	-0,02	-0,15	-0,05	-0,22
Ribe	0,01	-0,01	0,01	0,02
Jaja	-0,03	-0,04	-0,02	-0,09
Voće	-0,01	-0,09	-0,08	-0,18
Povrće	-0,01	-0,13	0,10	-0,04
Farmaceutski proizvodi	0,00	-0,06	0,00	-0,06
Ukupno (IPC)	-0,05	-0,48	-0,05	-0,58

Napomena: Elementarni agregat kojemu pripadaju pelene sadržava više od jednog proizvoda, a zasebnog pondera za pelene nema, tako da nisu uključene u izračun.

Izvor: izračun HNB-a

8 Budući da težine/ponderi za ovu razinu dezagregacije ne postoje (ne postoji težina za npr. odojak), prosječni učinak prikazan je kao medijan po svim proizvodima u pojedinoj skupini, čime se dobiva gruba ocjena ukupnog prijenosa porezne izmjene na odgovarajuću skupinu proizvoda.

9 Kretanje cijena ribe u vrijeme poreznih promjena bilo je pod znatnim utjecajem drugih faktora (poput lovostaja na sitnu plavu ribu).

10 Za jaja je izračunati prijenos veći od 100%. Moguće je da su jaja u promatranom razdoblju bila dio nekih marketinških akcija, što je rezultiralo time da im je cijena pala više no što bi trebala samo zbog smanjenja PDV-a.

na to da je postojao prijenos sniženih stopa PDV-a na cijene proizvoda. Prijenos je pritom za većinu kategorija bio znatan, ali nepotpun. Osim toga, Slika 2. upućuje na to da su zbog smanjenja stope PDV-a snižene cijene i za grupe proizvoda za koje je stopa PDV-a ostala nepromijenjena, no taj je pad bio znatno manji od onoga za proizvode na koje se odnosi porezna izmjena. Dva su razloga koja mogu objasniti ovu pojavu. Prvo, vjerojatno postoji određeni učinak prelijevanja promjene cijena između dvije grupe proizvoda. Primjerice, razumno je očekivati da se sniženje PDV-a na svježe svinjsko meso odrazilo i na cijenu slanine. Drugo, u uvjetima izražene konkurencije, u svrhu privlačenja kupaca može doći do snižavanja cijena prehrambenih proizvoda kojima nije smanjena stopa PDV-a.

Prijenos smanjenja stope PDV-a na ukupnu inflaciju potrošačkih cijena analiziran je i na temelju podataka koje DZS objavljuje i za koje je moguće procijeniti pondera proizvoda kojima je snižen PDV u ukupnom indeksu potrošačkih cijena (IPC), te se stoga učinak poreznih izmjena na inflaciju može izraziti u postotnim bodovima. Kod pristupa ocjeni učinka smanjenja stope PDV-a na višoj

razini agregacije, za pojedine je komponente IPC-a na koje se odnose porezne izmjene, slično kao i kod mikropristupa, procijenjen univarijantni ARIMA model te je na temelju spomenutog modela prognozirano kretanje indeksa cijena pojedinih skupina proizvoda. Pri interpretaciji rezultata analize valja imati na umu da se oni odnose samo na izravni učinak sniženja PDV-a na promjene cijena proizvoda koji podliježu poreznim izmjenama. Doprinos učinka smanjenja PDV-a izračunat je tako što je razlika između ostvarene i prognozirane promjene indeksa cijena pojedine skupine proizvoda pomnožena s ocijenjenim udjelom proizvoda koji podliježu nižoj stopi PDV-a. U skladu s tim, ukupni izravni učinak smanjenja PDV-a u razdoblju od prosinca 2018. do veljače 2019. procjenjuje se na oko -0,58 postotnih bodova (Tablica 1.), od čega se -0,52 postotna boda odnose na prehrambene proizvode¹¹, iz čega proizlazi da je prijenos poreznih izmjena na ovu skupinu proizvoda iznosio oko 50%. Najveći su ocijenjeni doprinos učinka smanjenja PDV-a ukupnom IPC-u dali "Meso" i "Voće". Osim toga, analiza je pokazala da je glavina (oko 83%) ukupnoga ocijenjenog prijenosa poreznih izmjena na potrošačke cijene ostvarena u siječnju 2019.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Manjak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u prvom se tromjesečju 2019. povećao za 8,6% u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Nepovoljna su kretanja posljedica pogoršanja salda u međunarodnoj razmjeni usluga (ponajviše zbog snažnog rasta turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu) te, u malo manjoj mjeri, povećanja manjka u robnoj razmjeni. Za razliku od toga, bolji poslovni rezultati stranih poduzeća u domaćem vlasništvu djelovali su na poboljšanje salda na računu primarnog dohotka, a višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija bio je neznatno veći nego u istome

razdoblju prethodne godine. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak na tekućem i kapitalnom računu u prva je tri mjeseca 2019. iznosio 3,5% BDP-a te se blago smanjio u odnosu na ostvarenja u cijeloj 2018. godini¹².

Vanjska trgovina i konkurentnost

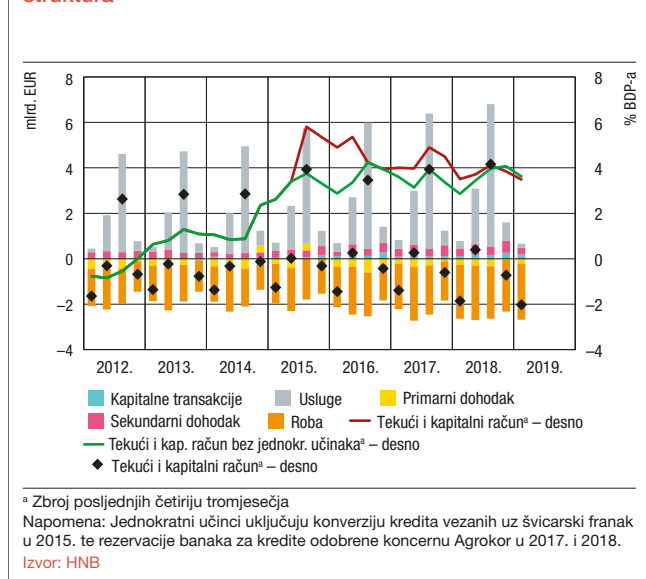
U robnoj razmjeni s inozemstvom u prvom je tromjesečju 2019. zabilježeno zamjetno intenziviranje dinamike izvoza. Tako je godišnja stopa rasta izvoza iznosila 9,4%, naprema smanjenju za 1,6% u istome razdoblju prethodne godine. Istodobno je rast uvoza bio slabiji te je iznosio 6,9%, što je samo neznatno brži rast nego u prva tri mjeseca 2018. godine (6,7%). Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, manjak robne razmjene u prvom tromjesečju iznosio je 18,1% BDP-a, jednako kao u cijeloj 2018. godini.

Prema podacima DZS-a¹³ boljim su izvoznim ostvarenjima ponajviše pridonijeli veći izvoz prehrambenih proizvoda u Italiju, cestovnih vozila u Njemačku i Kinu te proizvoda metalske industrije u Sloveniju. Također se povećao izvoz energenata, posebno nafte i naftnih derivata. Nasuprot tome, smanjio se izvoz ostalih prijevoznih sredstava, uglavnom brodova, u Kanadu te znanstvenih i kontrolnih instrumenata u Južnu Koreju.

Godišnjem rastu ukupnoga robnog uvoza u prvom tromjesečju 2019. ponajviše je pridonio veći uvoz proizvoda metalske industrije iz Kine, Italije i Slovenije, te kapitalnih proizvoda iz Njemačke, Italije i Slovenije, koji se djelomično mogu povezati sa snažnim ubrzanjem investicijske aktivnosti početkom godine. Osim toga, snažno je porastao uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda iz Izraela, Njemačke i Mađarske. S druge strane, uvoz se energenata smanjio zbog nižeg uvoza nafte i naftnih derivata iz Iraka i Azerbajdžana.

U međunarodnoj su razmjeni usluga u prva tri mjeseca 2019.

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

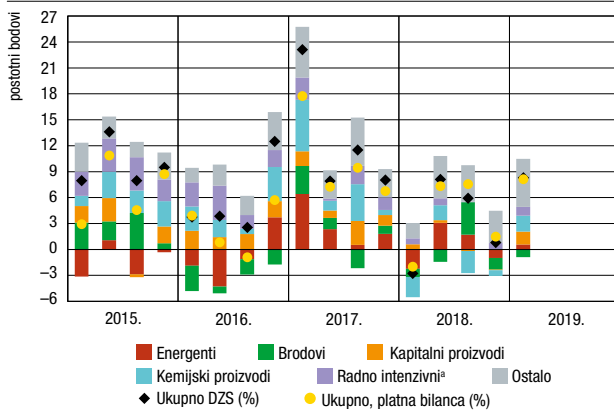


11 Udio prehrambenih proizvoda koji podliježu nižoj stopi PDV-a u košarici za izračun ukupnog IPC-a procijenjen je u 2019. godini na oko 10%, a udio farmaceutskih proizvoda na oko 1%.

12 U odnosu na podatke platne bilance objavljene krajem ožujka 2019., s ovom su objavom podaci platne bilance revidirani za razdoblje od početka 2015. do kraja 2018. godine u skladu s revidiranim financijskim izvješćima izvještajnih subjekata, s učincima na smanjenje vrijednosti zadržane dobiti na strani prihoda i rashoda na računu primarnog dohotka, odnosno zadržane dobiti na strani imovine i obveza na računu izravnih ulaganja. Također su revidirane vrijednosti imovine i obveza na osnovi vlasničkih ulaganja u stanju međunarodnih ulaganja.

13 O razlikama u obuhvatu robne razmjene prema podacima platne bilance i DZS-a vidi Okvir 5. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima, MKP broj 2, srpanj 2017.

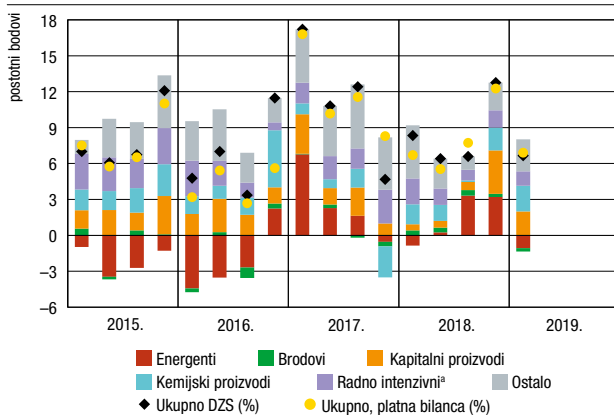
Slika 6.2. Robni izvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



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

Izvori: DZS; HNB

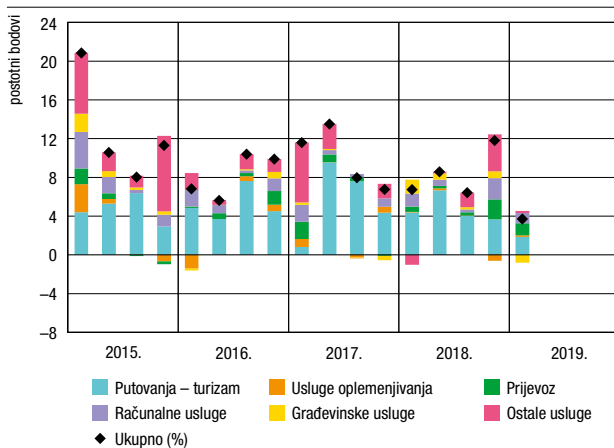
Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



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

Izvori: DZS; HNB

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi

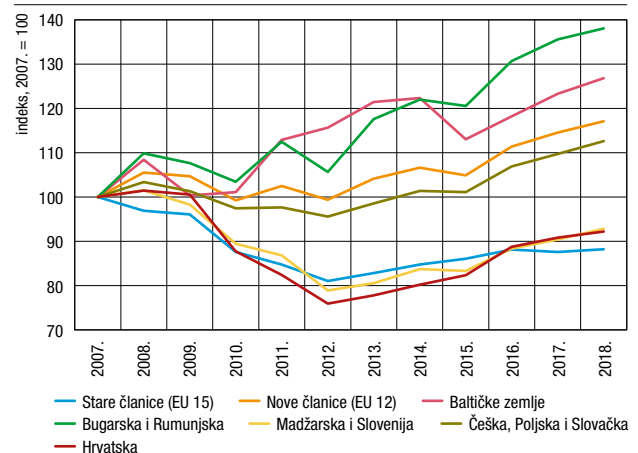


Izvor: HNB

zabilježena nepovoljnija ostvarenja nego u istom razdoblju prethodne godine. Na snažno smanjenje neto izvoza usluga poglavito je utjecalo primjetno intenziviranje turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu te, u manjoj mjeri, pogoršanje salda u razmjeni ostalih usluga (osobito financijskih usluga te usluga oglašavanja i marketinškog istraživanja). Zamjetljiv rast uvoza turističkih usluga odražava veću sklonost rezidenata inozemnim putovanjima u uvjetima relativno povoljnih domaćih gospodarskih kretanja i rasta primanja, kao i pojačane emigracijske tijekomove nakon ulaska u EU, koji su rezultirali povećanjem potrošnje privremeno zaposlenih na sezonskim i pograničnim poslovima u inozemstvu i posjetima rezidenata rodbini i prijateljima u inozemstvu. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak razmjene usluga u prvom tromjesečju smanjio se na 18,6% BDP-a, s 19,1% u cijeloj 2018. godini.

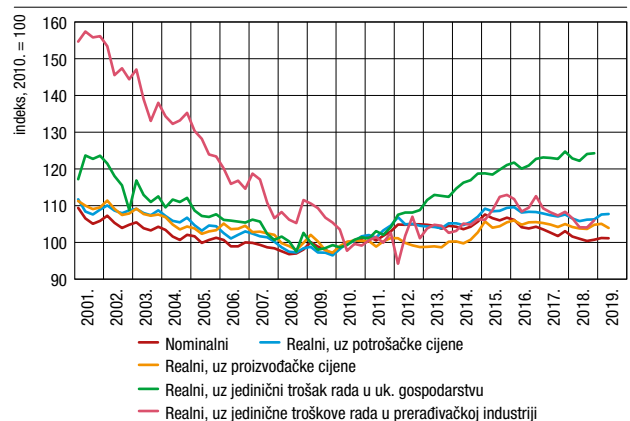
Nepovoljna je kretanja u međunarodnoj razmjeni usluga ublažio daljnji rast prihoda od turizma. Međutim, godišnja stopa rasta prihoda od turizma u prva je tri mjeseca 2019. bila zamjetno manja nego u istom razdoblju prethodne godine (5,4% nasuprot 13,7%). Usporavanje dinamike prihoda od turizma djelomice se može pripisati uskršnjim blagdanima, koji su u tekućoj

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 drugo tromjesečje 2019. kod realnih tečajeva uz potrošačke i proizvođačke cijene odnose se na listopad, a kod nominalnog tečaja na travanj i svibanj.

Izvor: HNB

godini nastupili u travnju za razliku od ožujka prošle godine. Raspoloživi podaci o fizičkim pokazateljima u turizmu za prva četiri mjeseca 2019. upućuju na godišnji rast broja dolazaka i noćenja stranih gostiju za više od 10%. Ipak, izgledno je da će ovogodišnji turistički rezultati biti pod velikim utjecajem jačanja konkurencije na mediteranskom tržištu, a detaljnije se činitelji turističkih kretanja razmatraju u Okviru 2. Izvoz turističkih usluga – recentna kretanja i očekivanja.

Ukupan tržišni udio Hrvatske u svjetskom izvozu robe i usluga porastao je već šestu godinu zaredom, iako sporijim intenzitetom nego prethodnih godina. Promatra li se samo robni izvoz, hrvatski se tržišni udio prošle godine blago smanjio, prvi put nakon pet godina pozitivnih trendova. Ipak, rast se hrvatskoga tržišnog udjela u svjetskom izvozu usluga nastavio te je nadmašio smanjenje u izvozu robe. Unatoč kontinuiranom rastu udjela, još nisu nadoknađeni gubici zabilježeni u razdoblju od 2009. do 2012., pa je ukupan tržišni udio hrvatskog izvoza robe i usluga još manji nego u godinama prije krize.

U prvom tromjesečju 2019. pokazatelji cjenovne konkurentnosti blago su se poboljšali, za razliku od 2018. godine, kada su se bili pogoršali. Tomu je osim nominalne efektivne deprecijacije tečaja kune pridonio i malo niži rast domaćih cijena u usporedbi s cijenama hrvatskih glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Početkom drugog tromjesečja pokazatelj uz proizvođačke cijene blago je aprecirao, zbog relativno izrazitijega povećanja domaćih proizvođačkih cijena, i pritom se spustio na razinu zabilježenu sredinom prethodne godine. Podaci o kretanju realnih efektivnih tečajeva kune uz jedinične troškove rada upućuju na pogoršanje troškovne konkurentnosti u 2018. godini, s obzirom na to da poboljšanje u drugom dijelu godine nije bilo dovoljno da se poništi pogoršanje ostvareno u prvom polovini godine.

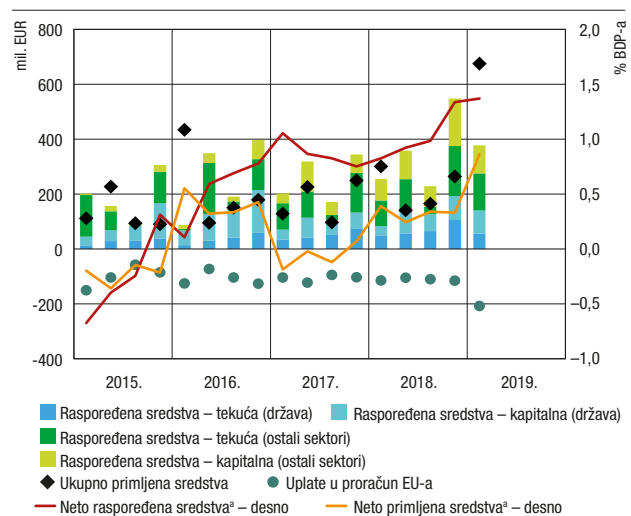
Dohoci i transakcije s EU-om

Manjak na računu primarnog dohotka u prva se tri mjeseca 2019. smanjio u odnosu na isto razdoblje prošle godine, poglavito zbog većih prihoda od izravnih vlasničkih ulaganja. Naime, poboljšali su se poslovni rezultati stranih poduzeća u vlasništvu rezidenata, pri čemu se ističe djelatnost istraživanja i razvoja. Ukupni rashodi od izravnih vlasničkih ulaganja, odnosno dobit domaćih trgovačkih društava u stranom vlasništvu, zadržali su se na razini iz istog razdoblja prethodne godine.

Neto prihodi od transakcija s proračunom EU-a u prvom se tromjesečju 2019. povećali u odnosu na isto razdoblje

prethodne godine. Pritom je korištenje sredstava iz fondova EU-a zamjetno ojačalo, ali su istodobno i uplate u zajednički proračun bile veće zbog ranije uplate malo većeg dijela godišnje obveze. Što se tiče strukture korištenja sredstava iz fondova EU-a, malo su se više intenzivirala korištenja sredstava za kapitalne namjene u uspoređi s tekućim transferima, dok je prirast ukupno iskorištenih sredstava bio podjednako raspoređen na državu i na ostale sektore. Višak iskorištenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, blago se povećao s 1,8% BDP-a na kraju 2018. na 1,9% BDP-a, koliko je iznosio krajem ožujka 2019. Neto priljev ostalih dohodaka, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a, u prvom se tromjesečju 2019. zadržao na podjednakoj razini kao u istom razdoblju prethodne godine.

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a

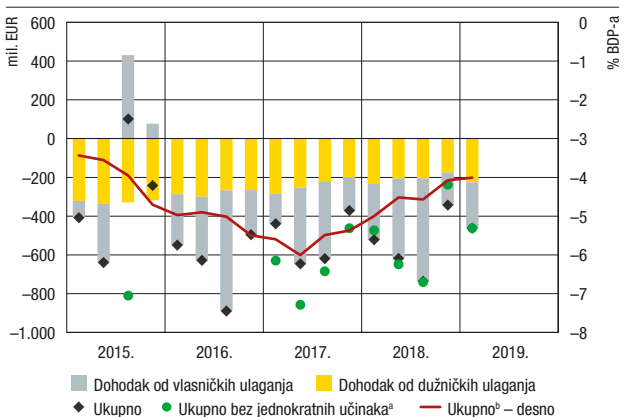


^a Zbroj posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja

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

Izvori: MF; HNB

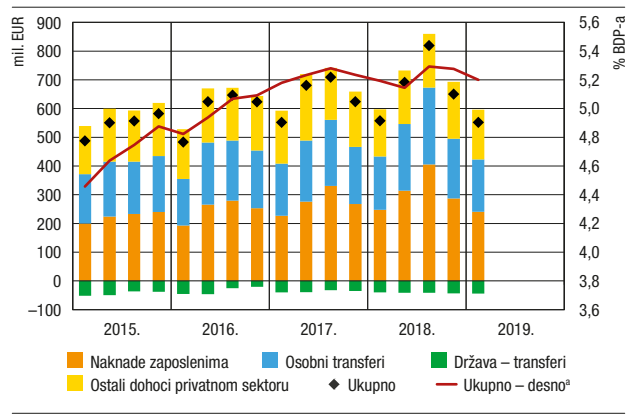
Slika 6.7. Dohoci od ulaganja



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

Izvor: HNB

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



^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

Projicirana kretanja

Na razini cijele 2019. godine višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi iznositi 3,1% BDP-a, u usporedbi s 3,8% BDP-a ostvarenih u prethodnoj godini. Očekivano smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu posljedica je nastavka zamjetnog produblivanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Istodobno bi se manjak na računu primarnog dohotka mogao samo neznatno pogoršati. S druge strane, nepovoljna bi kretanja mogao ublažiti daljnji rast neto izvoza usluga, kao i povećanje viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog intenziviranja korištenja sredstava iz fondova EU-a.

Kada je riječ o ocjeni kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom, u međunarodnom su okružju pogoršana očekivanja glede gospodarskih kretanja kod glavnih vanjskotrgovinskih partnera, posebno Italije i Njemačke. Stoga se, unatoč povoljnim izvoznim ostvarenjima u prva tri mjeseca, u robnoj razmjeni s inozemstvom u cijeloj 2019. očekuje nastavak primjetnog rasta manjka. Pritom bi rast robnoga izvoza mogao biti na tragu ostvarenja u 2018. (prema platnobilančnim podacima), dok bi rast robnog uvoza mogao biti malo sporiji nego prethodne godine. Suprotno tome, nepovoljna bi kretanja na tekućem i kapitalnom računu mogao ublažiti rast neto izvoza usluga, posebno zahvaljujući rastu prihoda od turizma. Pritom se ipak očekuje blago usporavanje godišnjeg rasta prihoda od turizma na 4,0%, sa 6,6%, koliko je iznosio prethodne godine, pod utjecajem jačanja konkurencije na globalnom turističkom tržištu i usporavanja rasta glavnih emitivnih tržišta.

Osim toga, višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija mogao bi se u 2019. poboljšati, zahvaljujući daljnjem intenziviranju korištenja sredstava iz fondova EU-a. Tako bi se neto prihod na osnovi transakcija s proračunom EU-a mogao povećati s 1,8% BDP-a u 2018. na 2,3% BDP-a u 2019. godini. Istodobno bi se manjak na računu primarnog dohotka u 2019. mogao neznatno povećati. Naime, očekivani rast rashoda od izravnih vlasničkih ulaganja mogao bi biti uglavnom nadomješten rastom prihoda od izravnih vlasničkih ulaganja rezidenata u inozemstvu te rastom prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu.

U 2020. očekuje se daljnje smanjivanje viška na tekućem i kapitalnom računu, na 2,2% BDP-a, kao posljedica rasta manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Suprotno tome, očekuje se nastavak rasta neto izvoza usluga i dodatno jačanje korištenja sredstava iz fondova EU-a. Na računu primarnog dohotka ne očekuju se znatnije promjene.

Što se tiče rizika za ostvarenje projiciranog salda tekućega i kapitalnog računa, prevladavaju negativni rizici. Pritom prije svega valja izdvojiti moguće izraženije usporavanje inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera, djelomice i kao posljedica daljnjeg intenziviranja trgovinskog protekcionizma. Osim toga, dodatno jačanje konkurencije na mediteranskom turističkom tržištu moglo bi još više usporiti rast prihoda od turizma. Istodobno se smanjio rizik povezan s mogućim izraženijim rastom kamatnih stopa na svjetskome financijskom tržištu. S druge strane, prisutni su i određeni pozitivni rizici, uglavnom vezano uz snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a.

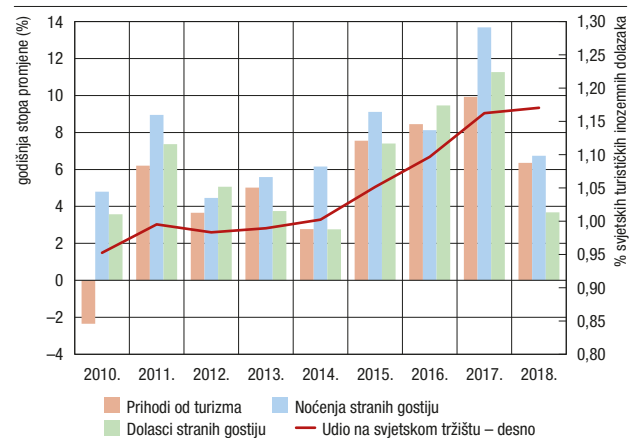
Okvir 2. Izvoz turističkih usluga – recentna kretanja i očekivanja

Izvojni rezultati domaćega turističkog sektora, nakon niza godina vrlo intenzivnog rasta, u 2018. godini zabilježili su primjetno slabljenje dinamike rasta fizičkih i financijskih pokazatelja. Takva kretanja odražavaju povoljnije sigurnosne uvjete na konkurentskim tržištima, brži rast cijena turističkih usluga u odnosu na većinu konkurenata u razdoblju od 2010. i nižu konkurentnost turizma u odnosu na zapadni Mediteran. Isti bi činitelji mogli negativno djelovati na dinamiku turizma i tijekom nekoliko idućih godina.

U 2018. Hrvatska je ostvarila najbolji turistički izvojni rezultat od samostalnosti, s dosegnutih 10,1 mlrd. EUR deviznih prihoda (19,6% BDP-a), odnosno 16,6 milijuna dolazaka stranih gostiju koji su ostvarili 83,1 milijun noćenja. Nakon globalne financijske krize, koja je tek kratkotrajno negativno utjecala na turistički promet i potrošnju stranih gostiju u Hrvatskoj, u razdoblju od 2010. do 2018. prihodi od turizma prosječno su rasli 6,2%, a dolasci stranih gostiju 7,9% godišnje. Dinamika rasta prihoda i dolazaka stranih gostiju najsnažnija je bila u razdoblju od 2015. do 2017., da bi se u 2018. usporila na 6,4% odnosno 3,7% (Slika 1.). Rast je bio posebno slab tijekom ljetnih mjeseci 2018., premda se do kraja godine ipak oporavio. S obzirom na to da je dinamika rasta turističkih dolazaka na globalnoj razini ostala snažna i tijekom 2018., rast udjela Hrvatske na svjetskom turističkom tržištu usporio se.

Protoklih godina vidljive su i promjene u geografskoj strukturi stranih gostiju koji posjećuju Hrvatsku. S jedne strane, smanjuje se udio gostiju iz tradicionalnih emitivnih tržišta (Slika 2.), posebice Italije, Slovenije i Češke, čiji dolasci rastu sporije od prosjeka. Istodobno, raste udio dolazaka gostiju iz zemalja izvan Europske unije kojima Hrvatska nije primarno turističko tržište, primjerice Koreje, SAD-a i Kine. Time se djelomično ublažila vrlo visoka sezonalnost hrvatskog turizma te se produžila turistička sezona.

Slika 1. Fizički i financijski pokazatelji turizma u Hrvatskoj i udio na svjetskom tržištu



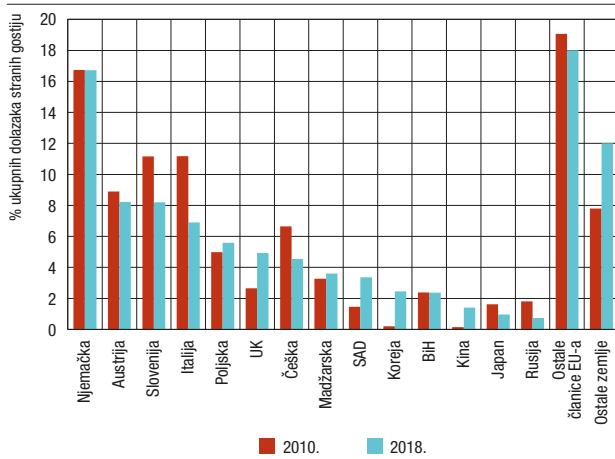
Napomena: Udio na svjetskom tržištu izračunat je kao omjer turističkih dolazaka u Hrvatsku i ukupnih turističkih dolazaka na svjetskoj razini.

Izvori: DZS; Svjetska banka; HNB

Kada je riječ o recentnim trendovima u turizmu, Hrvatska nije iznimka. Naime, većina je europskih mediteranskih zemalja, nakon više godina ubranog rasta, u 2018. godini zabilježila neočekivano slabe turističke rezultate, a među njima se najviše ističu Španjolska i Italija (Slika 3.).

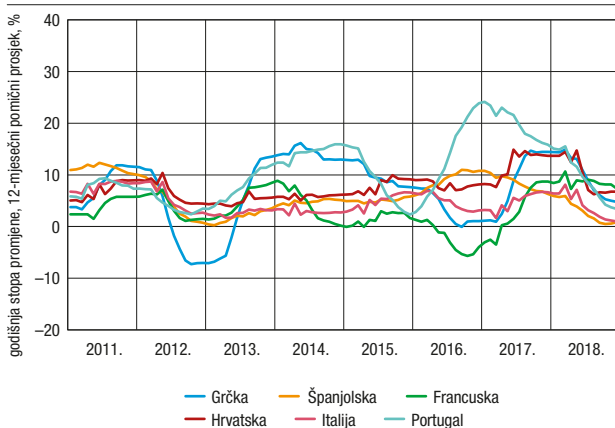
Iako turistički sektor svake zemlje na Mediteranu ima svoje posebnosti, ipak postoje određeni zajednički činitelji koji su pridonijeli usporavanju turističkog prometa u tim zemljama. Promatrano iz perspektive potražnje, čini se da se dinamika turističkog prometa u mediteranskim zemljama tek djelomično može

Slika 2. Struktura dolazaka inozemnih gostiju u Hrvatsku, prema zemlji podrijetla



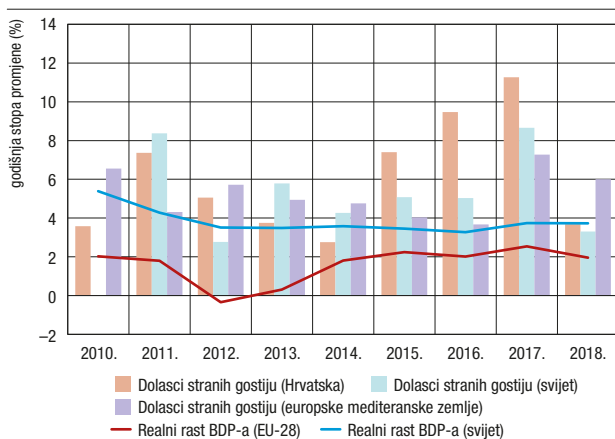
Izvor: DZS

Slika 3. Dolasci stranih gostiju u europske mediteranske zemlje



Izvor: Eurostat

Slika 4. Gospodarski rast i turistički dolasci



Napomena: Europske mediteranske zemlje obuhvaćaju Italiju, Francusku, Portugal, Španjolsku, Grčku i Hrvatsku.

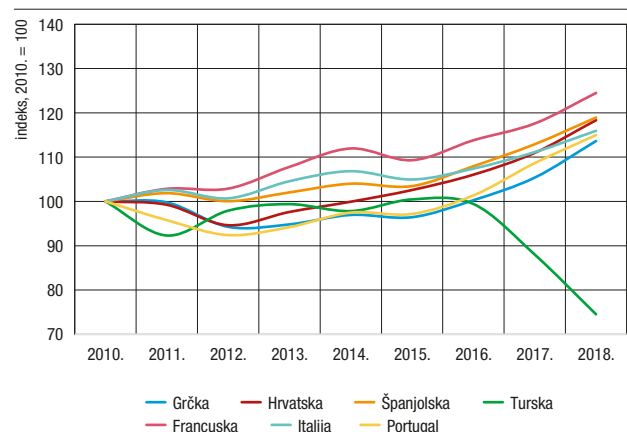
Izvori: Eurostat; Svjetska banka; MMF

objasniti promjenama u potražnji (Slika 4.). Naime, proteklih je godina i u Europi i u ostatku svijeta rast turističkih dolazaka stranih gostiju nadmašio realna gospodarska kretanja, što djelomično upućuje na rastuću sklonost inozemnim putovanjima, odnosno sve veću važnost turizma u globalnom gospodarstvu.

Kada je riječ o cjenovnoj konkurentnosti Hrvatske i drugih europskih mediteranskih zemalja, također nisu zabilježene znatnije promjene koje bi mogle objasniti recentne trendove u turizmu. Dapače, upravo je tijekom godina vrlo visokog rasta dolazaka stranih turista većina mediteranskih zemalja, uključujući i Hrvatsku, bilježila najveći rast cijena povezanih s turizmom, odnosno pad cjenovne konkurentnosti. Kao što se vidi na Slici 5., spomenute zemlje bilježe stalni rast cijena smještaja te hrane i pića u restoranima i kafićima, a taj trend nije posustao ni u 2018. Trend rasta najslabije je izražen u Grčkoj koja je povećanu neizvjesnost na turističkom tržištu u vrijeme domaće političke i gospodarske krize djelomično nadomjestila korekcijom cijena. Hrvatska je, uz Francusku i Španjolsku, pri vrhu zemalja po rastu cijena nakon 2010., a tome je pridonijelo i povećanje stope PDV-a s 13% na 25% na hranu i piće u restoranima i kafićima početkom 2017. Za razliku od njih, Turska je od 2016. do 2018. realno pojeftinila usluge smještaja te hrane i pića u restoranima i kafićima za oko 30% (korigirano za promjene nominalnog tečaja).

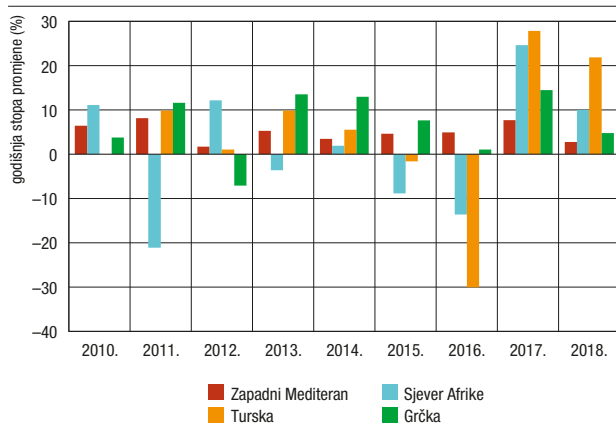
Budući da se povoljna povijesna kretanja u izvoznom turističkom sektoru europskih mediteranskih zemalja ne mogu objasniti promjenama potražnje i cjenovne konkurentnosti, nameće se zaključak da su na njih pozitivno utjecali i drugi činitelji od kojih su neki jednokratni, a neki strukturni i moguće trajni. Ono što je vrlo vjerojatno imalo značajan utjecaj na usporavanje rasta turizma u 2018. jest oporavak tržišta koja su izravni konkurenti europskim ljetnim destinacijama, a koja su prethodnih godina bila pogođena sigurnosnom krizom (Slika 6.). S obzirom na veličinu tržišta, svakako je najveći pojedinačni utjecaj imao oporavak turskog tržišta koje je zbog političke nestabilnosti u 2016. izgubilo gotovo 11 milijuna posjetitelja (pad od 30%), da bi se tijekom iduće dvije godine broj turističkih dolazaka potpuno oporavio, pa čak i premašio pretkriznu razinu. Tome je pripomogla i snažna deprecijacija lire tijekom 2018., čime je Turska značajno dobila na cjenovnoj konkurentnosti. Slično je i s tržištima sjevera Afrike koja su zbog sigurnosnih razloga još od 2011. i početka arapskog proljeća trpjela znatno smanjenje turističkog prometa koji se u recentnom razdoblju djelomično stabilizirao. Primjerice, samo su Egipt i Tunis u razdoblju od 2011. do 2016. izgubili

Slika 5. Cijene smještaja te hrane i pića u restoranima i kafićima korigirane za promjenu nominalnoga efektivnog tečaja



Izvori: Eurostat; ocjene HNB-a

Slika 6. Dolasci stranih gostiju u odabranim zemljama i regijama



Napomena: Zapadni Mediteran uključuje Francusku, Italiju, Portugal i Španjolsku. Južni Mediteran uključuje Egipat, Maroko i Tunis.
Izvori: Eurostat; WTO

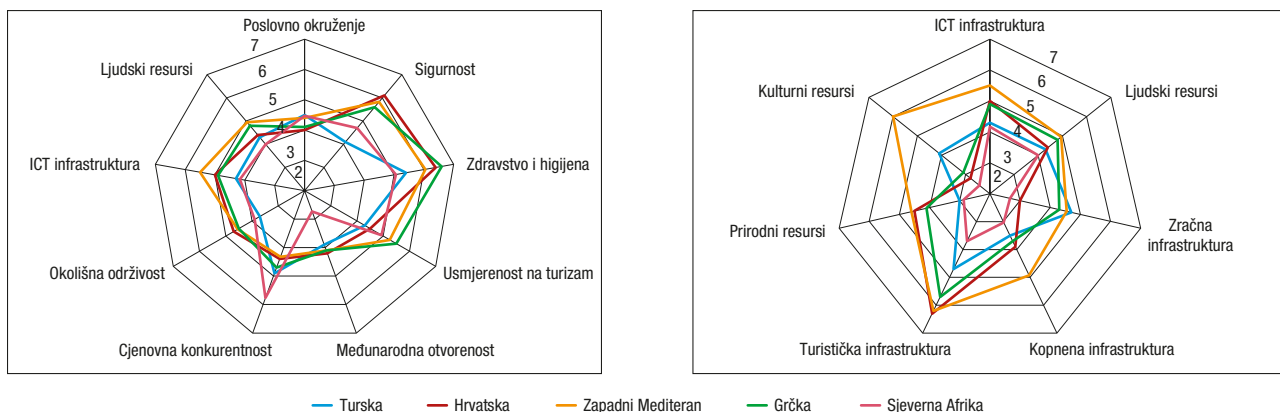
oko polovine (11 milijuna) dolazaka stranih gostiju. U vremenima povećane nestabilnosti u tim zemljama profitirale su europske mediteranske zemlje, a među njima i Hrvatska jer se općenito smatraju izrazito sigurnim odredištima, no posljednjih godina taj pozitivan učinak postupno iščezava.

Upravo je sigurnost, uz bogatu kulturnu baštinu i razvijenu

infrastrukturu, najveća konkurentna prednost zemalja zapadnog Mediterana pred drugim odredištima. No, kada se promatra Hrvatska u toj skupini zemalja, u širokom spektru pokazatelja obuhvaćenih Indeksom konkurentnosti turizma i putovanja¹⁴, Hrvatska znatno zaostaje glede kvalitete poslovnog okruženja te prometne infrastrukture, posebno zračne i pomorske (Slika 7.) kojom bi se mogla bolje povezati s emitivnim tržištima. U skladu s tim u svom posljednjem izvješću iz 2017. o konkurentnosti u turizmu, Svjetski ekonomski forum Hrvatsku rangira na 32. mjesto u svijetu, slabije od zemalja zapadnog Mediterana, a njezina je pozicija tek neznatno poboljšana posljednjih godina (u 2011. zauzimala je 34. mjesto). Iz toga proizlazi da je Hrvatska znatno manje konkurentna u odnosu na zemlje u okruženju, što primjetno smanjuje dugoročni potencijal rasta domaćega turističkog sektora.

Uvažavajući ta strukturna ograničenja kao i opisane trendove na mediteranskom tržištu, zabilježeno usporavanje rasta izvoznih rezultata domaćega turističkog sektora u 2018. ne može se smatrati privremenim. Premda postoje pozitivni činitelji, ponajprije u obliku porasta sklonosti turističkoj potrošnji na globalnoj razini, od čega bi i Hrvatska mogla imati koristi, u srednjoročnom razdoblju mogli bi prevladavati ograničujući činitelji za rast izvoza turističkih usluga. Pritom se najviše misli na izostanak učinka skretanja turizma iz nestabilnijih regija, pod pretpostavkom da će se sigurnosni uvjeti u konkurentskim tržištima nastaviti poboljšavati. Osim toga, niža konkurentnost također će negativno djelovati na turizam. HNB stoga očekuje da će prihodi od turizma u idućem razdoblju rasti sporije nego proteklih godina.

Slika 7. Ocjena Hrvatske i konkurentskih zemalja u kategorijama obuhvaćenima Indeksom konkurentnosti turizma i putovanja



Napomena: Zapadni Mediteran obuhvaća Italiju, Francusku, Španjolsku i Portugal. Sjever Afrike obuhvaća Egipat, Maroko i Tunis. Na skali ocjena od 1 do 7 veća ocjena označuje veću konkurentnost.

Izvor: The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017, Svjetski ekonomski forum

¹⁴ Indeks konkurentnosti turizma i putovanja (engl. *Travel and Tourism Competitiveness Index*, TTCI) konstruira se kao kompozitni rang temeljen na ocjenama različitih područja konkurentnosti turističkog sektora koja obuhvaćaju zakonodavnu regulativu, poslovno okruženje, cjenovnu konkurentnost, infrastrukturu te kvalitetu ljudskih, kulturnih i prirodnih resursa. Ocjene se temelje na istraživanjima Svjetskoga ekonomskog foruma i podacima različitih međunarodnih i nacionalnih institucija, a izrađuju se u suradnji s nacionalnim partnerskim institucijama.

7. Financiranje privatnog sektora

Tijekom prve polovine 2019. nastavio se višegodišnji trend poboljšavanja uvjeta financiranja domaćih sektora. Kamatna stopa na kratkoročno zaduživanje države putem izdanja jednogodišnjih kunskih trezorskih zapisa na domaćem tržištu smanjila se na 0,08% u travnju 2019., s 0,09% koliko je iznosila od veljače 2018., dok je kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise od svibnja 2018. nepromijenjena na razini od 0,00%. Krajem siječnja država je izdala trezorski zapis u iznosu od 1,1 mlrd. EUR s dospijecom od 455 dana uz kamatnu stopu od 0,00% te tako djelomice refinancirala 1,5 mlrd. EUR dospeloga trezorskog zapisa izdanog u studenome 2017. uz kamatnu stopu od 0,1%. Ostatak dospeloga trezorskog zapisa refinanciran je domaćim izdanim trogodišnjim obveznicama u iznosu od 500 mil. EUR uz ostvareni prinos od 0,66%. Država je početkom veljače na domaćem tržištu kapitala također izdala i drugu tranšu kunske desetogodišnje obveznice od 5,0 mlrd. kuna s prinosom od 2,41%, dok je polovinom lipnja na međunarodnom tržištu izdala desetogodišnju euroobveznicu u iznosu od 1,5 mlrd. EUR uz prinos od 1,32% s ciljem refinanciranja dolarske obveznice koja dospijeva u studenome. Na povoljnije uvjete financiranja države upućuje i krivulja prinosa za obveznice u kunama bez valutne klauzule (Slika 7.1.a) koja se u svibnju 2019. zamjetnije spustila u odnosu na kraj 2018., dok je istovremeno krivulja prinosa za obveznice u kunama s valutnom klauzulom u eurima ostala gotovo nepromijenjena (Slika 7.1.b).

Prosječni trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu zamjetno se smanjio s 2,4% na kraju 2018. na 1,5% na kraju svibnja 2019. (Slika 7.3.), čemu je s 0,6 postotnih bodova pridonijelo smanjenje indeksa EMBI za Hrvatsku. Premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) tijekom prvih pet mjeseci 2019. tek se neznatno smanjila i krajem svibnja iznosila je 89 baznih bodova. Što se tiče percepcije agencija za dodjelu kreditnog rejtinga o rizičnosti Hrvatske, tijekom prve polovine godine dvije su agencije, Standard & Poor's i Fitch, podignule rejting Hrvatske s BB+ na BBB-, čime je nakon višegodišnjeg razdoblja ponovno postignut

investicijski rejting. Krajem travnja Moody's je promijenio izgled iz stabilnih u pozitivne zadržavši rejting dva stupnja ispod investicijskog na Ba2, koji je nepromijenjen od ožujka 2016. godine.

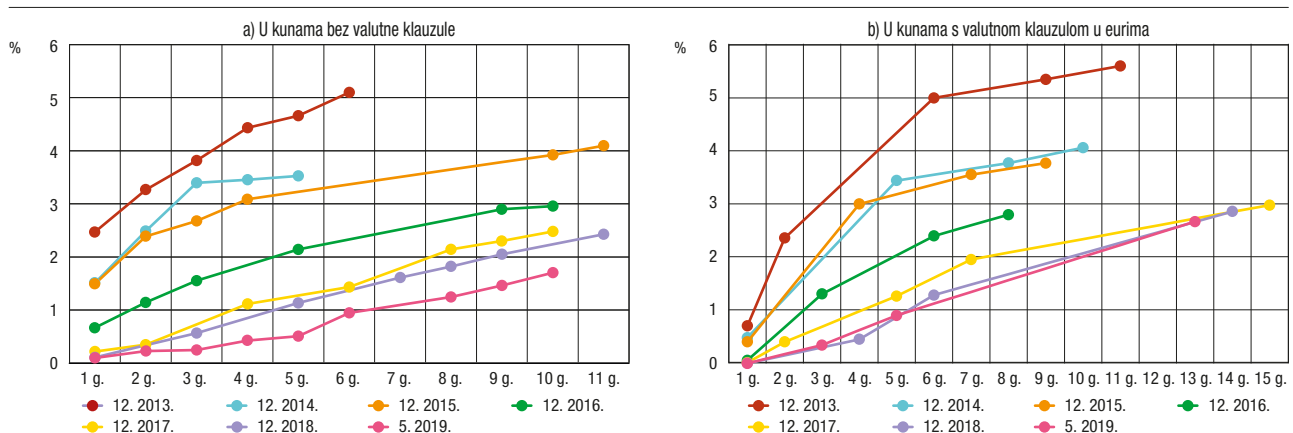
Trend smanjivanja troškova financiranja poduzeća nastavio se. Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite bez valutne klauzule bila je u travnju za 0,3 postotna boda manja u odnosu na kraj 2018. (Slika 7.2.), a istovjetno smanjenje u tom razdoblju zabilježila je i kamatna stopa na dugoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom (Slika 7.3.). Povoljna kretanja troškova financiranja poduzeća tijekom prve polovine 2019. ne razlikuju se bitno s obzirom na iznos kredita (Slika 7.4.). Pritom su kamatne stope na kredite iznad 7,5 mil. kuna zamjetno niže i kolebljivije jer se radi o manjem broju većih poduzeća s više kolateralu i većim mogućnostima alternativnog financiranja.

Troškovi financiranja stanovništva također su se nastavili smanjivati. Kamatna stopa na dugoročne kredite s valutnom klauzulom, isključujući stambene kredite, bila je u travnju za 0,4 postotna boda manja u odnosu na kraj prethodne godine (Slika 7.3.), dok su se istovremeno troškovi financiranja dugoročnih stambenih kredita s valutnom klauzulom smanjili za 0,2 postotna boda. Istodobno je kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite bez valutne klauzule bila gotovo nepromijenjena nakon zamjetnog smanjenja u prethodnim godinama (Slika 7.2.).

Nastavku povoljnoga kretanja kamatnih stopa za financiranje privatnog sektora, uz iznimno visoku likvidnost financijskog tržišta, pridonosi i nastavak pada troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava. Pritom je EURIBOR i dalje u negativnom području (Slika 2.5.), dok nacionalna referentna stopa (NRS)¹⁵ nastavlja bilježiti kontinuirani trend pada (Slika 7.5.).

Što se tiče strukture kamatnih stopa, krajem travnja kod stanovništva su najzastupljeniji bili krediti s kamatnom stopom fiksnom do dospijeca (38,7%), zatim krediti vezani uz NRS i EURIBOR (Slika 7.6.a). Pritom se 15,9% kredita stanovništvu odnosi na kredite odobrene uz kamatnu stopu koja je fiksna u razdoblju kraćem od dospijeca, od čega se više od dvije trećine

Slika 7.1. Prinosi do dospijeca na obveznice RH



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

Izvor: HNB

Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje trezorske zapise s valutnom klauzulom u eurima; pritom se podatak za kraj 2016. godine odnosi na studeni, a za kraj 2017. na listopad.

Izvor: HNB

¹⁵ Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju, NN, br. 143/2013.).

odnosi na fiksiranje dulje od tri godine. Kod kredita poduzećima također najveći dio kredita ima kamatnu stopu koja je fiksna do dospijea (38,1%), dok je EURIBOR drugi najzastupljeniji u skladu s valutnom strukturom u kojoj prednjači euro (Slika 7.6.b). U odnosu na kraj 2017. najviše su se povećali udjeli kamatne stope fiksne do dospijea, i to za 5,0 postotnih bodova kod kredita stanovništvu te za 6,0 postotnih bodova kod kredita poduzećima.

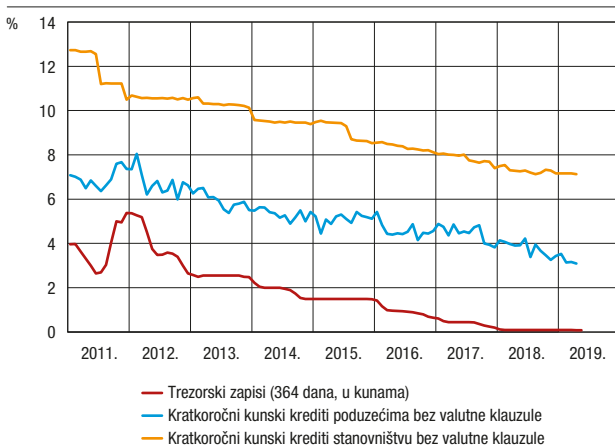
Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka standardi odobravanja kredita poduzećima tijekom prvog tromjesečja 2019. pooštrili su se, nakon višegodišnjeg razdoblja uglavnom povoljnih kretanja (Slika 7.7.). Na pooštavanje standarda na početku godine uglavnom su djelovali negativni izgledi industrije ili pojedinog poduzeća. S druge strane, potražnja poduzeća za kreditima, izuzme li se pad u posljednjem tromjesečju 2017., u prvom tromjesečju 2019. nastavila je višegodišnji trend rasta, pri čemu je najizraženija bila potražnja malih i srednjih poduzeća kao i potražnja za dugoročnim kreditima. Najvažniji činitelji jačanja potražnje za kreditima tijekom prvog

tromjesečja 2019. ostali su isti kao i prethodnih godina, a to su potrebe poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala te investicija.

Što se tiče standarda odobravanja kredita stanovništvu, u prvom tromjesečju 2019. ostvareno je približno jednako ublažavanje standarda za obje vrste kredita stanovništvu (Slika 7.8.). Na takva kretanja najviše su utjecali konkurencija među bankama i pozitivna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima. S druge strane, kretanja potražnje tijekom prvog tromjesečja bila su raznolika. Nakon snažnog rasta u 2018. potražnja za stambenim kreditima smanjila se na početku godine, iako su pouzdanje potrošača i perspektiva tržišta nekretnina nastavili pozitivno djelovati na potražnju. S druge strane, nastavio se višegodišnji trend rasta potražnje za potrošačkim i ostalim kreditima stanovništva, pri čemu je dosegnuta dosad najviša zabilježena razina od početka provođenja ankete. Na intenziviranje potražnje najviše je djelovala potrošnja trajnih potrošnih dobara, ali i snažno pouzdanje potrošača.

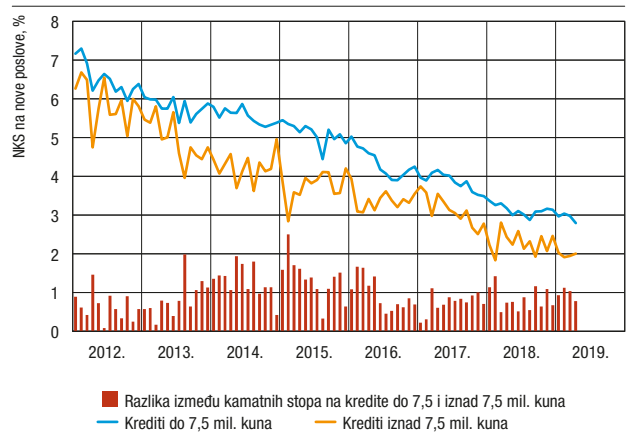
Ukupni dug nefinancijskih poduzeća¹⁶ povećao se tijekom prvog tromjesečja 2019., što je bilo rezultat rasta domaćeg

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule



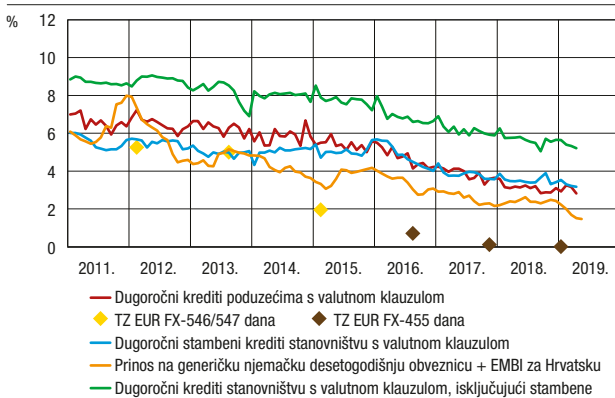
Izvori: MF; HNB

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



Izvor: HNB

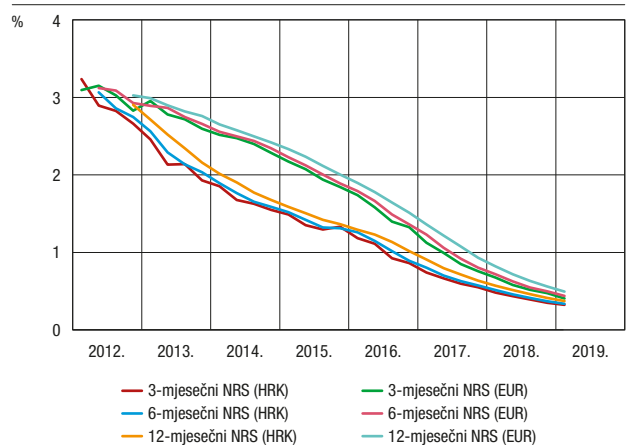
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



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

Izvori: MF; Bloomberg; HNB

Slika 7.5. Nacionalne referentne stope (NRS)

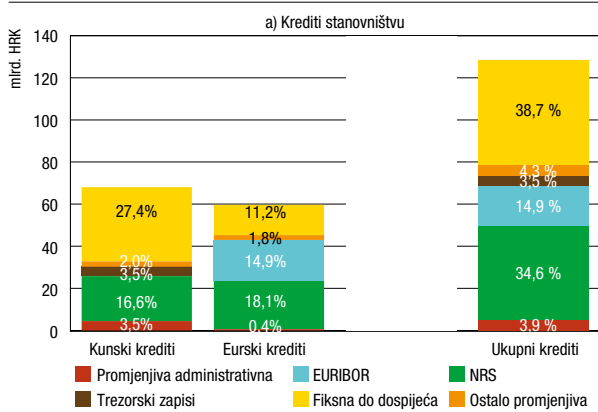


Napomena: Prikazane stope odnose se na stope za sve fizičke i pravne osobe.

Izvor: HUB

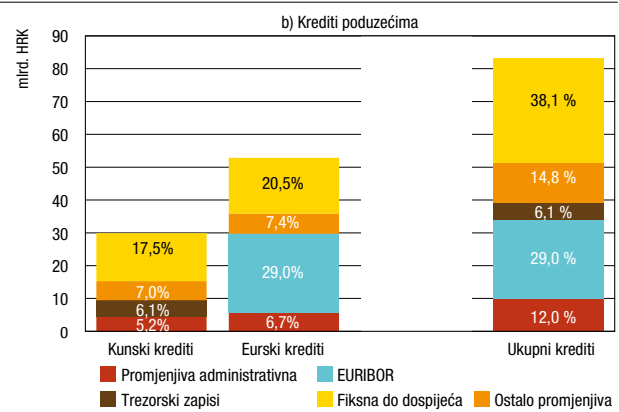
¹⁶ U nefinancijska poduzeća nisu uključena javna poduzeća koja su uključena u sektor opće države.

Slika 7.6. Struktura kamatnih stopa, travanj 2019.



Napomena: Postoci označuju udio u ukupnim kreditima stanovništvu. Krediti koji su trenutno u razdoblju početnog fiksiranja kamatne stope uključeni su u kategoriju prema pripadajućem parametru koji će vrijediti nakon isteka razdoblja fiksiranja.

Izvor: HNB



Napomena: Postoci označuju udio u ukupnim kreditima poduzećima. Zbog malog iznosa krediti poduzećima vezani uz NRS uključeni su u kategoriju "Ostalo promjenjiva". Krediti koji su trenutno u razdoblju početnog fiksiranja kamatne stope uključeni su u kategoriju prema pripadajućem parametru koji će vrijediti nakon isteka razdoblja fiksiranja.

Izvor: HNB

financiranja, dok se inozemni dug smanjio (Slika 7.9.). Na godišnjoj razini ukupni dug poduzeća bio je krajem ožujka 2019. manji za 0,2% na osnovi transakcija zbog inozemnog razduživanja javnih i privatnih poduzeća, dok su se plasmani kod domaćih kreditnih institucija i ostali domaći dug povećali. Isključujući li se aktiviranje državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima, ukupni dug poduzeća krajem ožujka na godišnjoj je razini bio veći za 0,7%.

Domaći plasmani kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima porasli su tijekom prvih pet mjeseci 2019. za 0,9 mlrd. kuna ili 1,1% (na osnovi transakcija, Slika 7.10.). Godišnji rast zamjetno se usporio te je krajem svibnja iznosio 0,3%, na što je, osim usporavanja kreditne aktivnosti, utjecalo i aktiviranje državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima (time se godišnja stopa rasta smanjila za 1,9 postotnih bodova). U skladu s tim godišnji pad plasmana poduzećima izračunat na osnovi nominalnih stanja produbio se na -4,1%, što je osim navedenih činitelja i posljedica prodaja nenaplativih plasmana.

Što se tiče rasta plasmana poduzećima po djelatnostima, unatoč usporavanju rasta ukupnih plasmana pozitivan doprinos djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane

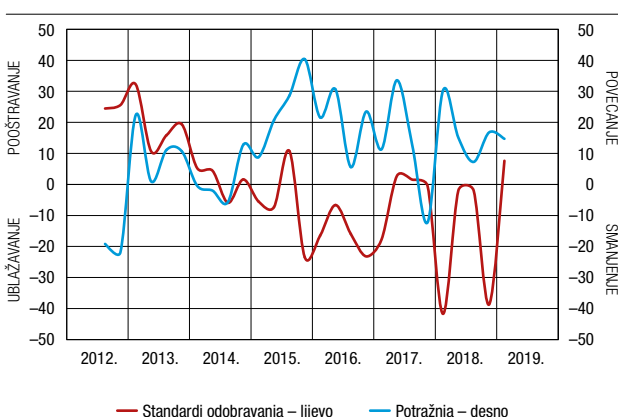
ostao je sličan kao i prethodne godine, zbog čega je većina godišnjeg rasta plasmana u svibnju sadržana u toj djelatnosti (Slika 7.11.). Nakon višegodišnjeg razduživanja blagi rast ostvaren je i u građevinarstvu. Za razliku od prethodnih nekoliko godina, prerađivačka industrija negativno je pridonijela rastu plasmana, na što je utjecalo i aktiviranje državnih jamstava za kredite brodogradilištima. Isključujući li se taj učinak, u 2018. kreditna aktivnost usmjerena prerađivačkoj industriji intenzivirala se, što se uglavnom odnosilo na devizno financiranje izvoznika (vidi Okvir 3. Kretanje kunskih i deviznih plasmana poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018.). Promatraju li se krediti poduzeća prema namjeni, usporavanje rasta ukupnih plasmana posljedica je godišnjeg pada kredita za obrtna sredstva i ostalih kredita, dok je godišnji rast kredita za investicije krajem svibnja iznosio 8,6% (Slika 7.12.).

Godišnji se rast plasmana stanovništvu nastavio blago ubrzavati i u svibnju 2019. iznosio je 6,8% (na osnovi transakcija, Slika 7.13.). Osim nastavka trenda smanjivanja troškova financiranja, dinamiziranju kreditiranja stanovništva nadalje pridonose rast zaposlenosti i snažno pouzdanje potrošača. Promatra li se struktura kredita, glavni pokretač rasta i dalje su gotovinski nenamjenski krediti (Slika 7.14.), no od ožujka 2019. njihov se godišnji rast blago usporava te je iznosio 12,4% u svibnju (na osnovi transakcija). Na usporavanje rasta tih kredita utjecala je i Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima kojom HNB preporučuje kreditnim institucijama opreznije uvjete odobravanja novoga gotovinskog nenamjenskoga kreditiranja, posebno onog s duljim rokovima dospijeća, dok potrošače potiče na razboritost pri zaduživanju. Na nastavak blagog ubrzavanja rasta plasmana stanovništvu uglavnom je djelovalo ubrzavanje godišnjeg rasta stambenih kredita na 4,1% u svibnju (na osnovi transakcija).

Projicirana kretanja

Ocjenuje se da bi ukupni plasmani (isključujući državu) u 2019. mogli porasti na godišnjoj razini za 4,3% (na osnovi transakcija), što je gotovo jednako rastu u 2018. koji je iznosio 4,4%. Na neznatno manji rast ukupnih plasmana moglo bi djelovati usporavanje rasta plasmana stanovništvu pod utjecajem slabijeg rasta gotovinskih nenamjenskih kredita, s obzirom na to da se banke trebaju uskladiti s Preporukom HNB-a o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima. Rast kreditiranja poduzeća mogao bi ostati skroman. Što se tiče nominalnog

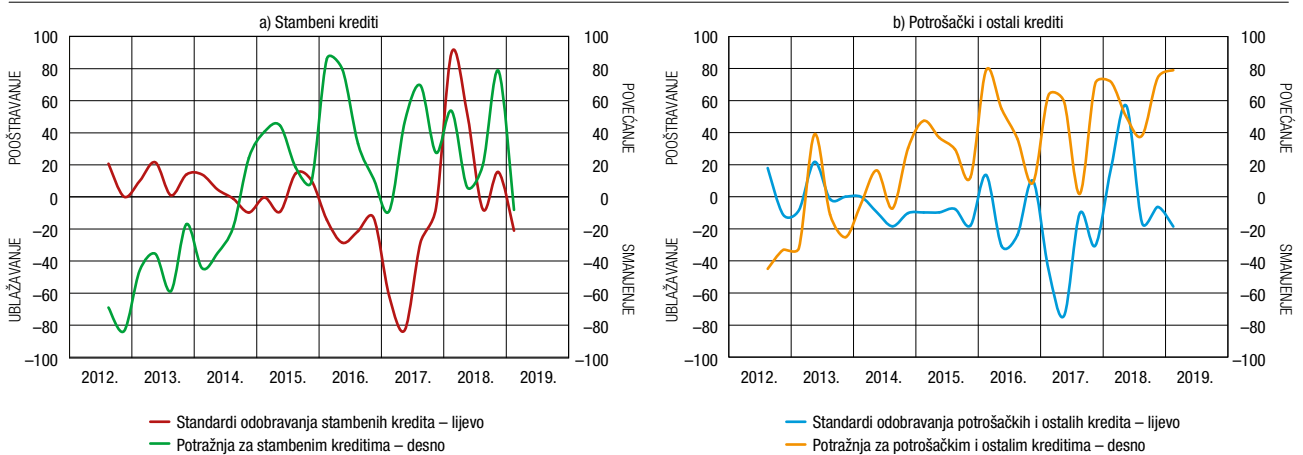
Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima



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

Izvor: HNB

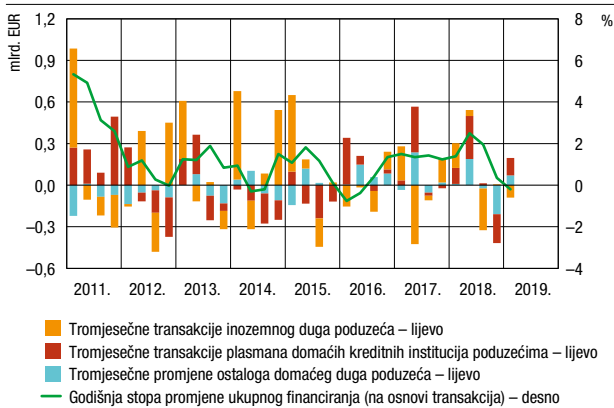
Slika 7.8. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu



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

Izvor: HNB

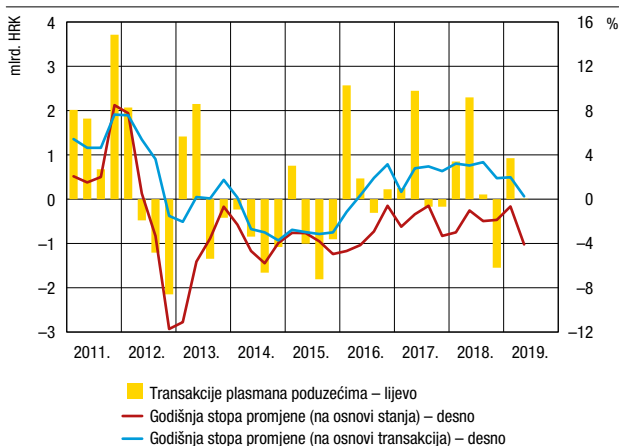
Slika 7.9. Financiranje poduzeća



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

Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

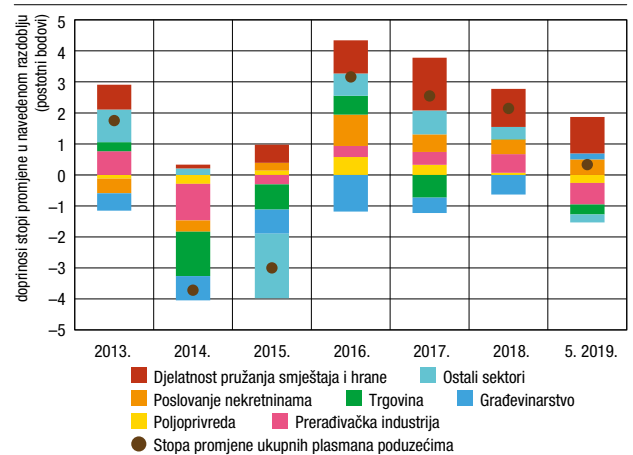
Slika 7.10. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na travanj i svibanj.

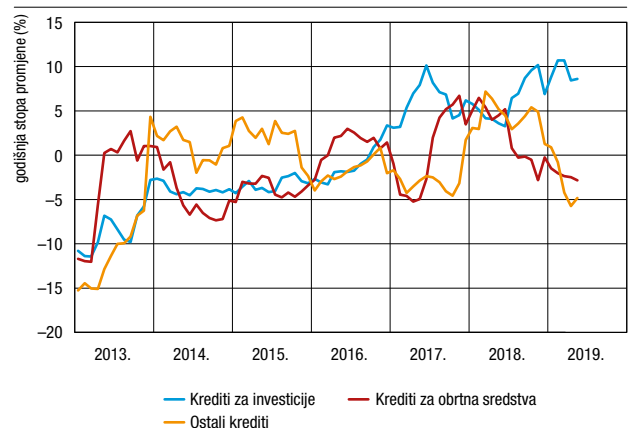
Izvor: HNB

Slika 7.11. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



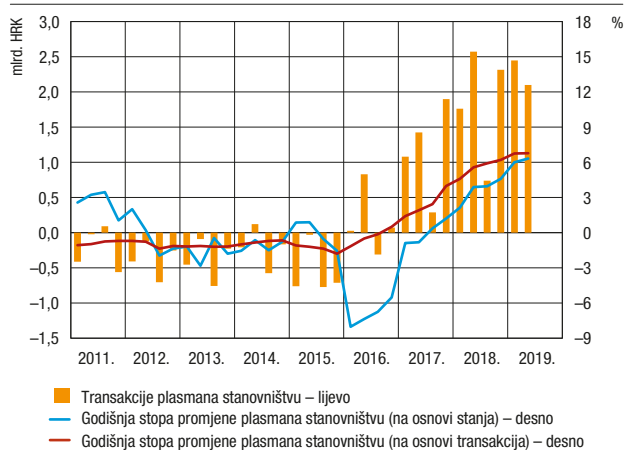
Izvor: HNB

Slika 7.12. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



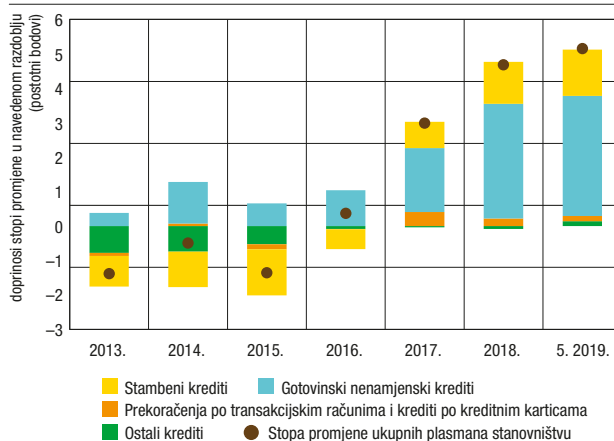
Izvor: HNB

Slika 7.13. Plasmani stanovništvu



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

stanja, rast ukupnih plasmana u 2019. i dalje će biti niži od rasta na osnovi transakcija zbog nastavka utjecaja prodaja nenaplativih

potraživanja. Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta ocjenjuju se kao uravnoteženi.

Okvir 3. Kretanje kunskih i deviznih plasmana poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018.

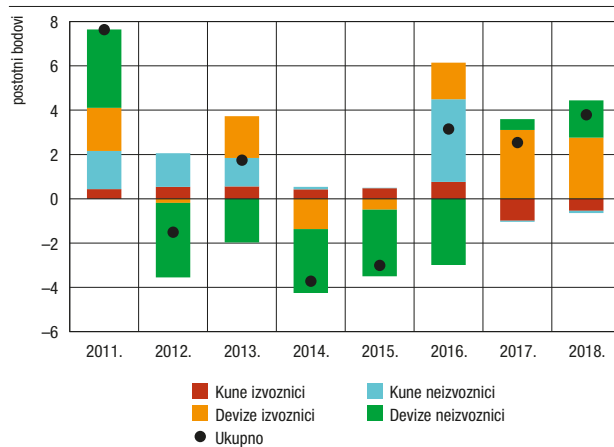
Analiza kretanja plasmana nefinancijskim poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018. pokazala je da se kod banaka zadužuju poduzeća izvoznici, dok je zaduživanje neizvoznika stagniralo. Usto, poduzeća izvoznici kod banaka se zadužuju u devizama, što je djelovalo na povećanje euroizacije domaćih plasmana kreditnih institucija poduzećima u 2017. i 2018., čemu su najviše pridonijela poduzeća prerađivačke industrije i djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

Višegodišnji trend rasta kunskih i smanjenja deviznih¹⁷ plasmana domaćih kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima prekinut je u 2017. i 2018. kada je zabilježeno zamjetno devizno zaduživanje uz blago smanjenje kunskih plasmana. Pritom su poduzeća neizvoznici u razdoblju od 2011. do 2016. ostvarila većinu rasta kunskih plasmana uz podjednako devizno razduživanje. S druge strane, izvozna poduzeća¹⁸ uglavnom su ostvarila povećanje deviznog financiranja koje se posebno intenziviralo u 2017. i 2018. godini (Slika 1.).¹⁹

Što se tiče kumulativnih kretanja u osmogodišnjem razdoblju, bitno je naglasiti kako velika razlika između promjene stanja i promjena na osnovi transakcija uglavnom proizlazi iz prodaja djelomično i u potpunosti nenaplativih kredita te reklasifikacija. Gotovo se cjelokupan pad stanja odnosi na smanjenje deviznih plasmana poduzećima neizvoznicima (Slika 2.). Drugim riječima, prodani loši krediti većinom se odnose na kredite poduzećima neizvoznicima.

Navedena kretanja odrazila su se i na euroizaciju plasmana poduzećima. Euroizacija plasmana do 2015. uglavnom je bilježila trend pada, pri čemu nije bilo zamjetne razlike između izvoznika i neizvoznika (Slika 3.). Međutim, od 2016. euroizacija izvoznika bilježi trend rasta, a krajem 2018. bila je gotovo jednaka

Slika 1. Doprinosi promjeni ukupnih plasmana poduzećima



Izvori: Fina; HNB

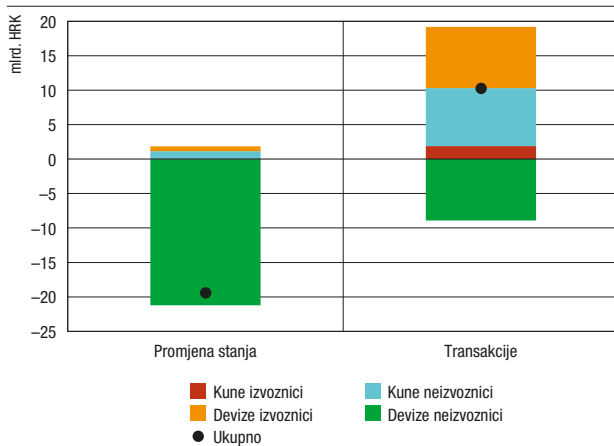
onoj krajem 2010. godine. S druge strane, euroizacija neizvoznika smanjila se za gotovo 13 postotnih bodova u odnosu na kraj 2010. godine. Ako se promatra udio deviznog duga u BDP-u, primjetan je još snažniji pad njihove devizne izloženosti – udio deviznih plasmana neizvoznika u osmogodišnjem razdoblju gotovo se prepolaudio iznosivši krajem 2018. godine 8,4% BDP-a, dok se kod izvoznika tek blago smanjio na 5,9% BDP-a.

17 Devizno financiranje uključuje plasmane u kunama s valutnom klauzulom i plasmane u stranoj valuti.

18 Izvoznicima se smatraju poduzeća čiji je omjer izvoznih i ukupnih poslovnih prihoda prema podacima Fine u pojedinoj godini iznosio barem 10%. Za izvozni status u 2018. koristili su se podaci iz 2017. budući da Finina baza trenutačno nije dostupna za tu godinu. U kategoriju izvoznika u pojedinim godinama uvrštena su i 52 poduzeća za koja se podatak Fine o izvozu smatrao nerealno niskim ili je bio jednak nuli. Velika većina tih poduzeća pripada djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

19 Ako nije drugačije napomenuto, slike prikazuju stope promjene i doprinose na osnovi transakcija. Stopa rasta ukupnih plasmana u 2018. na Slici 1. isključuje učinak aktivacije državnih jamstava za kredite brodogradilištima i zbog toga je veća od stope rasta na Slici 7.11.

Slika 2. Kumulativne promjene plasmana poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018. po valutama



Izvori: Fina; HNB

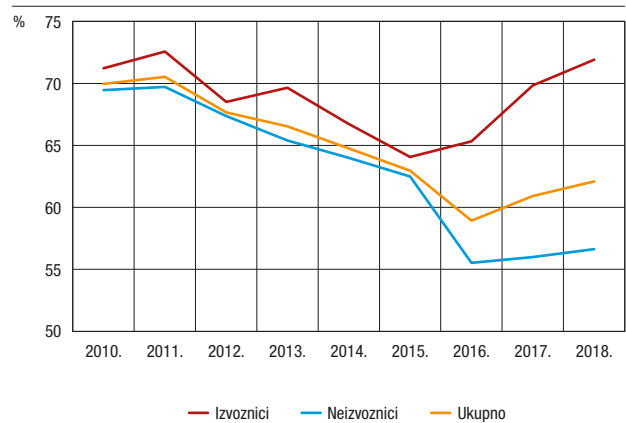
Kumulativne promjene po djelatnostima²⁰ upućuju da je najveće smanjenje stanja zabilježeno u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu, u kojima su prodaje plasmana bile i najintenzivnije (Slika 4.). Razduživanje je zabilježeno samo u građevinarstvu (na osnovi transakcija), dok je najveći rast ostvaren u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

Što se tiče godišnjih kretanja plasmana na razini pojedinih djelatnosti, krajem 2018. plasmani prerađivačkoj industriji bili su, s udjelom od gotovo 22%, najzastupljeniji u ukupnom stanju plasmana poduzećima, što je bilo slučaj i u većini prethodnih godina. Kreditna aktivnost usmjerena toj djelatnosti otkriva izrazitu izovoznu usmjerenost budući da se većina promjene financiranja, neovisno radi li se o rastu duga ili razduživanju, odnosi na izvoznike (Slika 5.). Do 2015. devizno kreditiranje izvoznika prerađivačke industrije bilo je kolebljivo, pri čemu je kumulativno ostvaren blagi pad, dok je kunsko financiranje kontinuirano bilježilo prirast. Međutim, od 2016. nastupa trend intenziviranja rasta deviznih plasmana izvoznika uz istovremeno kunsko razduživanje koje je posebno bilo izraženo u 2017. godini.

Udio plasmana trgovini u ukupnim plasmanima poduzećima bio je krajem 2018., kao i u većini prethodnih godina, gotovo jednak udjelu prerađivačke industrije, što ju čini drugom najzastupljenijom djelatnošću. No, za razliku od prerađivačke industrije, dinamika kreditne aktivnosti trgovine gotovo se isključivo odnosi na neizvoznike²¹ (Slika 6.). Pritom su kunski plasmani neizvoznika ostvarili rekordni rast u 2016., nakon čega su se u iduće dvije godine smanjivali, na što je utjecala i kriza Agrokora. Devizni plasmani neizvoznika uglavnom su se smanjivali, posebice u razdoblju od 2014. do 2016., te je nakon višegodišnjeg razduživanja rast ostvaren tek 2018. godine.

Djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane jedina je djelatnost koja je zabilježila rast plasmana u svim promatranim godinama (Slika 7.). Na takva je kretanja utjecao i vrlo brz oporavak turističke potražnje jer su noćenja stranih turista u Hrvatskoj već 2010. premašila brojku iz pretkrizne 2008. godine. Budući da se potrošnja stranaca u Hrvatskoj smatra izvozom usluga, većina se kreditne aktivnosti te djelatnosti odnosi na izvoznike. U

Slika 3. Euroizacija domaćih plasmana kreditnih institucija poduzećima

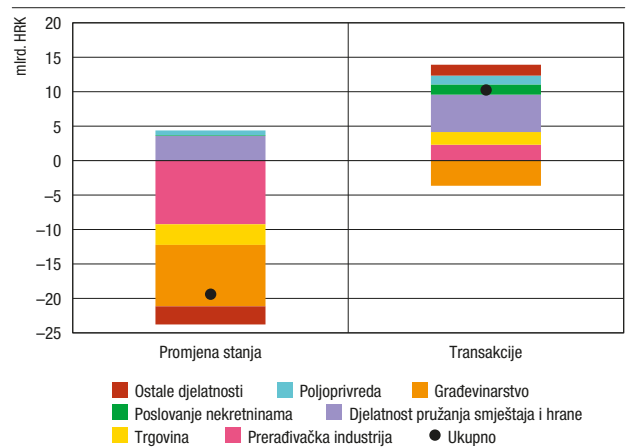


Izvori: Fina; HNB

skladu s važnosti inozemne potražnje izvoznici su u svim godinama, osim stagnacije u 2011., povećavali devizno financiranje, što je posebno bilo izraženo u posljednje dvije godine promatranog razdoblja. Tako su ukupne transakcije deviznih plasmana izvoznika u 2017. i 2018. iznosile 2,5 mlrd. kuna, što je gotovo 44% transakcijskog rasta ukupnih plasmana poduzećima u tom razdoblju. Snažno kreditiranje te djelatnosti utjecalo je, uz zamjetne prodaje plasmana banaka u drugim djelatnostima, na rast udjela u ukupnim plasmanima poduzećima. Tako se udio od kraja 2010. gotovo udvostručio na 12% krajem 2018., čime je ta djelatnost postala treća najzastupljenija u stanju plasmana kreditnih institucija.

Udio kreditne aktivnosti izvoznika u djelatnosti poslovanja nekretninama očekivano je zanemariv (Slika 8.). Nakon trogodišnjeg razduživanja rast plasmana toj djelatnosti nastavio se 2015., pri čemu je posebno bilo intenzivno povećanje kunskog

Slika 4. Kumulativne promjene plasmana poduzećima od 2011. do 2018. po djelatnostima

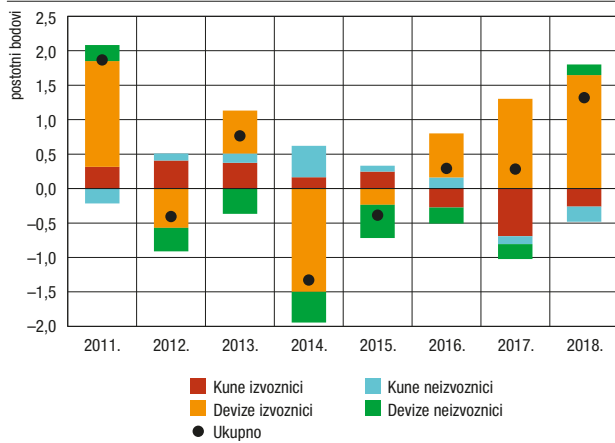


Izvori: Fina; HNB

²⁰ Djelatnosti se odnose na jednoslovne oznake područja NKD-a 2007., pri čemu su nazivi pojedinih djelatnosti skraćeni pa se primjerice "Trgovina" odnosi na djelatnost "G-Trgovina na veliko i malo; Popravak motornih vozila i motocikala".

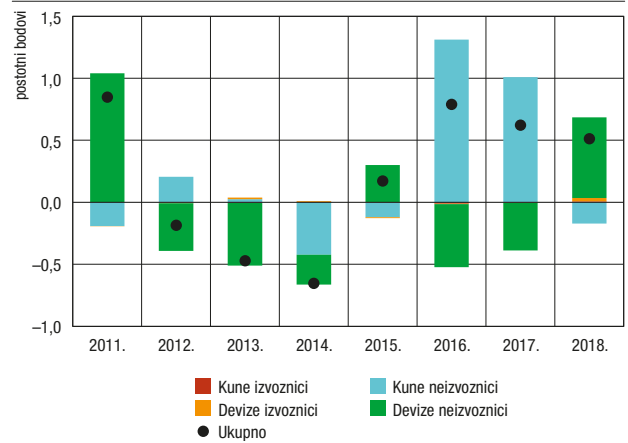
²¹ Iako su na Slici 6. obuhvaćena samo poduzeća iz djelatnosti trgovine koja su imala plasmane kod domaćih kreditnih institucija, službeni podaci vjerojatno podcjenjuju izovoznu komponentu trgovine. Naime, poduzećima iz te djelatnosti vrlo je teško raspoznati koliki se dio njihova poslovanja odnosi na nerezidente, što je u Hrvatskoj bitno zbog velike potrošnje stranih turista. S druge strane, izvoz je puno lakše opaziti za hotelska ili kamping poduzeća (izvoz usluga), a posebno u prerađivačkoj industriji (izvoz robe).

Slika 5. Doprinosi prerađivačke industrije promjeni ukupnih plasmana poduzećima



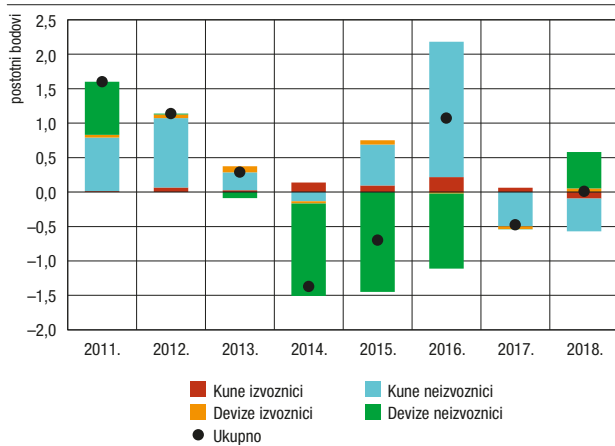
Izvori: Fina; HNB

Slika 8. Doprinosi poslovanja nekretninama promjeni ukupnih plasmana poduzećima



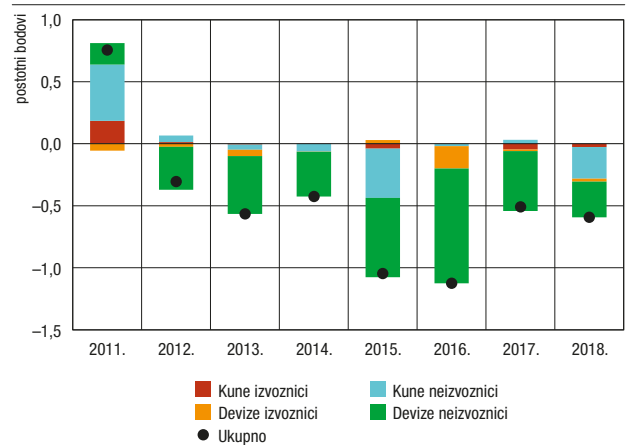
Izvori: Fina; HNB

Slika 6. Doprinosi trgovine promjeni ukupnih plasmana poduzećima



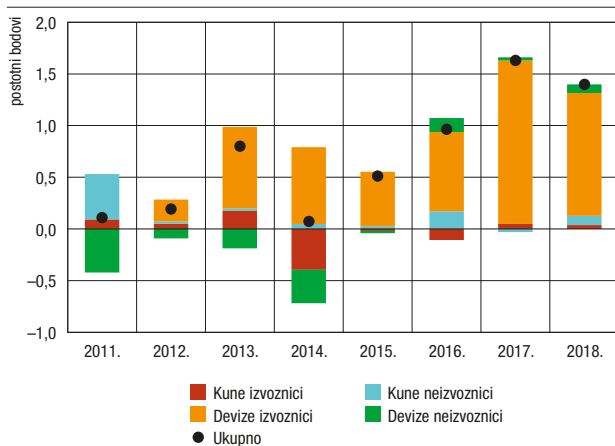
Izvori: Fina; HNB

Slika 9. Doprinosi građevinarstva promjeni ukupnih plasmana poduzećima



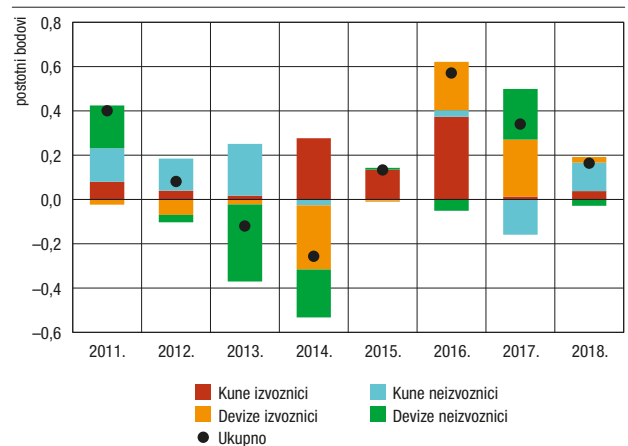
Izvori: Fina; HNB

Slika 7. Doprinosi djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane promjeni ukupnih plasmana poduzećima



Izvori: Fina; HNB

Slika 10. Doprinosi poljoprivrede promjeni ukupnih plasmana poduzećima



Izvori: Fina; HNB

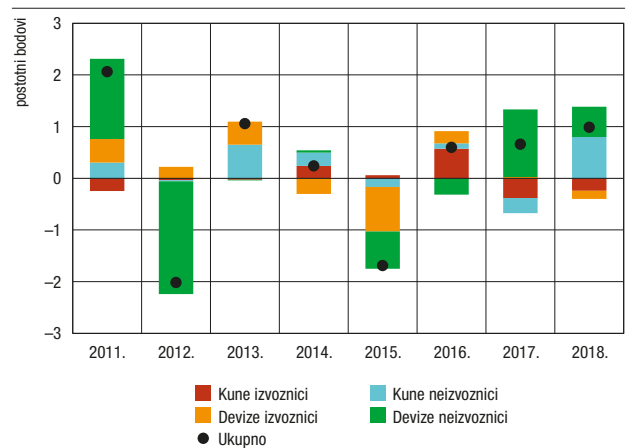
financiranja u 2016. i 2017., što je uvelike bilo posljedica zaduživanja jednoga velikoga gradskog poduzeća.

Slom investicija nastupom globalne gospodarske krize posebno je pogodilo građevinsku djelatnost u kojoj je iznos nenaplativih kredita dosegao najveće razine u odnosu na sve druge djelatnosti. Pod utjecajem prodaja nenaplativih plasmana i razduživanja, stanje plasmana građevinarstvu u odnosu na kraj 2010. više se nego prepolovilo te je krajem 2018. iznosilo 7,2 mlrd. kuna. Promatraju li se samo promjene na osnovi transakcija, razduživanje u toj djelatnosti traje od 2012. godine (Slika 9.). Kao i kod poslovanja nekretninama, kreditna se aktivnost uglavnom odnosi na neizvoznike, što odražava slabu međunarodnu razmjenjivost robe i usluga te djelatnosti. Što se tiče valutne strukture, razduživanje je uglavnom ostvareno kod deviznog financiranja, na što je utjecalo prevladavajuće devizno zaduživanje u prethodnim godinama uz ograničeno pribavljanje novih kredita.

Za razliku od prethodnih djelatnosti, u kojima se većina promjena plasmana odnosila ili na izvoznike ili na neizvoznike, u poljoprivredi je vidljiva velika zastupljenost objiju vrsta poduzeća (Slika 10.). Pritom se zamjetan udio izvoznika u transakcijama bilježi od 2014. kada su povećanje kunskih i smanjenje deviznih plasmana tih poduzeća bili gotovo jednaki, dok su u idućim godinama uglavnom povećavali obje vrste financiranja.

Ostalih trinaest djelatnosti krajem 2018. činilo je oko 23% ukupnih plasmana poduzećima. U skladu s veoma različitim djelatnostima koje čine ovu skupinu, kretanja plasmana razmjerno

Slika 11. Doprinosi ostalih djelatnosti promjeni ukupnih plasmana poduzećima



Izvori: Fina; HNB

su kolebljiva, dok se veći dio kreditne aktivnosti odnosi na neizvoznike (Slika 11.). Nakon blagog kumulativnog smanjenja do 2015. u iduće se tri godine bilježi rast plasmana ostalim djelatnostima, pri čemu su povećanjem u tom razdoblju prednjačile stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti.

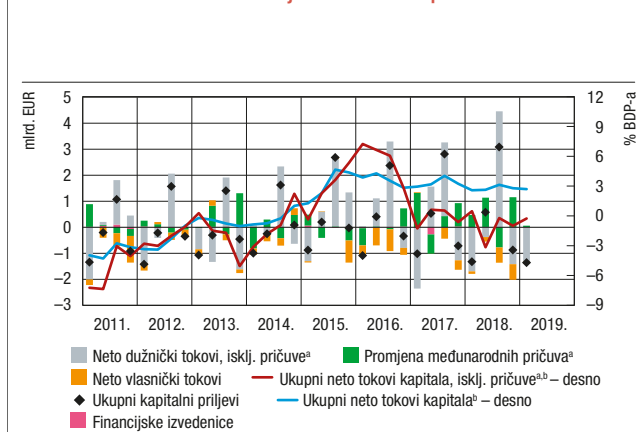
8. Tokovi kapitala s inozemstvom

Na financijskom računu platne bilance²² u prvom tromjesečju 2019. zabilježen je snažan neto priljev kapitala od 1,4 mlrd. EUR, što je gotovo u potpunosti rezultat rasta neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu. Povećanje neto dužničkih obveza najviše se odnosilo na uobičajeno sezonsko pogoršanje neto inozemne pozicije banaka te, manjim dijelom, na ostale domaće sektore. Istovremeno su se neto vlasnička

ulaganja u Hrvatsku kao i međunarodne pričuve (isključujući obveze HNB-a) tek blago povećali.

U prva tri mjeseca 2019. zabilježen je skroman neto priljev vlasničkih ulaganja (od 0,1 mlrd. EUR), kao posljedica izraženijeg rasta obveza od rasta imovine domaćih sektora. Rastu inozemne imovine ponajviše je pridonijela zadržana dobit inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata zbog rasta njihove

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



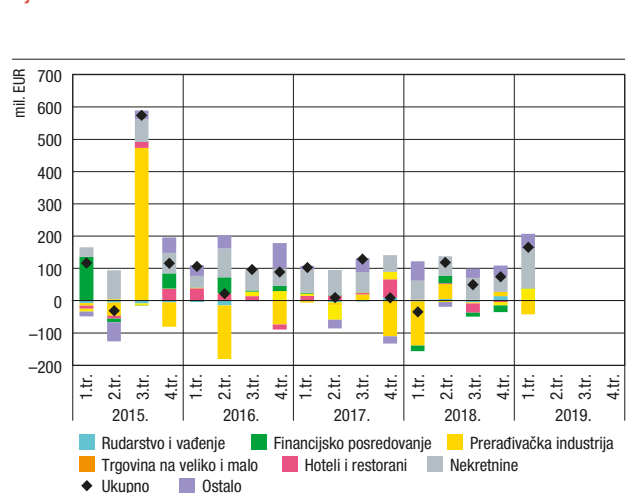
^a Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.

^b Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima

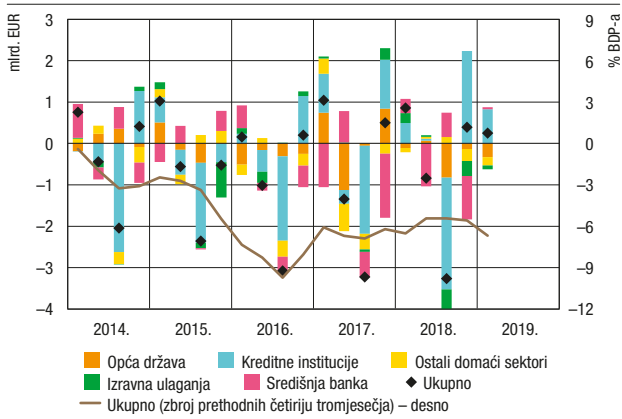


Napomena: Vlasnička ulaganja umanjena su za transakcije pretvaranja duga u kapital i kružna izravna ulaganja.

Izvor: HNB

²² U odnosu na podatke platne bilance objavljene krajem ožujka 2019., s ovom su objavom podaci platne bilance revidirani za razdoblje od početka 2015. do kraja 2018. prema revidiranim financijskim izvješćima izvještajnih subjekata, s učinkima na smanjenje vrijednosti zadržane dobiti na strani imovine i obveza na računu izravnih ulaganja, odnosno zadržane dobiti na strani prihoda i rashoda na računu primarnog dohotka. Također su revidirane vrijednosti imovine i obveza na osnovi vlasničkih ulaganja u stanju međunarodnih ulaganja.

Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



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

Izvor: HNB

profitabilnosti, uglavnom u djelatnosti istraživanja i razvoja. Istovremeno je, za razliku od istog razdoblja prošle godine kada se glavnina rasta neto obveza odnosila na zadržanu dobit domaćih poduzeća u stranom vlasništvu, najveći dio rasta neto obveza u prvom tromjesečju 2019. ostvaren novim vlasničkim ulaganjima u Hrvatsku, posebno u djelatnostima poslovanja nekretninama, pružanja usluga smještaja i građevinarstvu (više o obilježjima vlasničkih ulaganja u Hrvatsku može se pročitati u Okviru 4. Analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku).

Znatan rast neto dužničkih obveza u prvom tromjesečju 2019. (za 1,3 mlrd. EUR, isključujući promjenu međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) rezultat je istodobnog povećanja inozemnih obveza i smanjenja inozemne imovine domaćih sektora. Pritom se najviše pogoršala neto inozemna pozicija banaka, ponajprije zbog smanjenja inozemne imovine zbog prodaje deviza središnjoj banci te, u manjoj mjeri, rasta obveza prema inozemnim vjerovnicima. Svoje neto dužničke obveze povećali su i ostali domaći sektori, što je djelomice povezano s rastom obveza domaćih trgovačkih društava prema inozemnim vlasnicima zbog donošenja odluke o isplati dividenda koja nije isplaćena do kraja tromjesečja. Za razliku od toga, država je u prvom tromjesečju

2019. smanjila svoje neto dužničke obveze prema inozemnim vjerovnicima, kao posljedicu transakcija na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira, pri čemu su domaći institucionalni ulagači otkupili dio državnih obveznica od stranih vjerovnika. Istodobno je zabilježeno vrlo blago poboljšanje neto inozemne pozicije središnje banke, s obzirom na to da je rast međunarodnih pričuva zbog otkupa deviza putem deviznih intervencija bio praćen prodajom deviza središnjoj državi.

Unatoč povećanju dužničkih obveza domaćih sektora, relativni pokazatelji inozemne zaduženosti u prvom tromjesečju 2019. nisu se pogoršali zahvaljujući snažnom rastu nominalnog BDP-a. Tako je na kraju ožujka 2019. bruto inozemni dug iznosio 39,3 mlrd. EUR, što čini 75,4% BDP-a. Ista vrijednost relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti zabilježena je na kraju prošle godine. Neto inozemni dug na kraju ožujka 2019. iznosio je 12,4 mlrd. EUR odnosno 23,8% BDP-a, što je za 0,1 postotni bod manje nego na kraju 2018. godine.

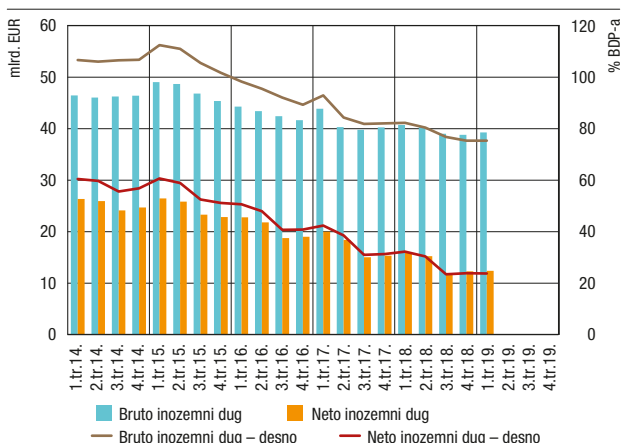
Stanje međunarodnih ulaganja blago se pogoršalo, s -55,8% BDP-a na kraju 2018. na -56,2% BDP-a na kraju prvog tromjesečja 2019. godine. Takva su kretanja posljedica pogoršanja inozemne pozicije banaka, što je djelomično ublaženo poboljšanjem stanja kod drugih sektora.

Projicirana kretanja

Na financijskom bi se računu platne bilance na razini cijele 2019. mogao nastaviti neto odljev kapitala, iako znatno slabijim intenzitetom nego u 2018. godini. Ukupan neto odljev kapitala odražava nastavak smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu te značajnog rasta međunarodnih pričuva. Istodobno se očekuje neto priljev vlasničkih ulaganja, no on bi mogao biti slabiji nego prethodne godine.

Ocjena neto priljeva vlasničkih ulaganja u cijeloj 2019. niža je od prošlogodišnjeg ostvarenja zbog projiciranoga slabijeg rasta obveza kao i izraženijeg rasta imovine. Očekivani slabiji rast obveza na osnovi vlasničkih ulaganja posljedica je pretpostavke da bi u tekućoj godini vrijednost transakcija pretvaranja duga u kapital (koje u istom iznosu povećavaju vlasnička i umanjuju dužnička ulaganja) mogla biti niža nego u prethodnoj godini. Isključite li se te transakcije, očekuje se nešto veći priljev novih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku u usporedbi s prethodnom godinom, pri čemu bi se ona, na tragu ostvarenja u posljednjih nekoliko godina, uglavnom mogla bilježiti u sektorima nerazmjernih dobara i usluga. Istovremeno je veća ocjena rasta inozemne

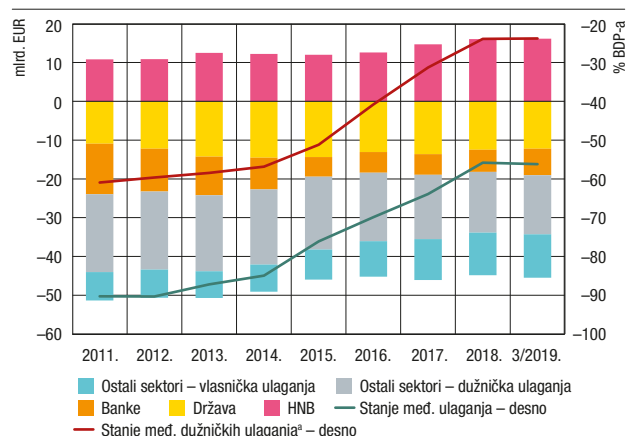
Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



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

Izvor: HNB

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



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

Izvor: HNB

imovine uglavnom povezana s boljim poslovnim rezultata inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata i povećanjem vlasničkih ulaganja u inozemstvo.

Iako je početkom godine zabilježen rast neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu, na razini cijele 2019. očekuje se nastavak trenda razduživanja i poboljšanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Pritom bi svoje dužničke obveze mogli smanjiti svi domaći sektori, što bi uz povoljan utjecaj rasta nominalnog BDP-a moglo rezultirati snižavanjem udjela bruto duga u BDP-a na oko 70%, što ne uključuje učinke primjene nagodbe u koncernu Agrokor koji će dodatno smanjiti inozemnu zaduženost. Relativni pokazatelji neto inozemne zaduženosti i stanja međunarodnih ulaganja također bi se trebali dodatno poboljšati.

U 2020. neto odljev kapitala mogao bi se dodatno smanjiti. Pritom se očekuje daljnje razduživanje domaćih sektora, iako zamjetno slabijim intenzitetom nego prethodne godine, te

poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti. Tako bi se do kraja spomenute godine bruto inozemni dug mogao smanjiti na oko 65% BDP-a. S druge strane, neto priljev vlasničkih ulaganja u Hrvatsku mogao bi biti otprilike na razini iz prethodne godine s obzirom na to da se i na strani imovine i na strani obveza očekuje podjednako veći rast. Istodobno se očekuje nastavak rasta međunarodnih prihruva.

Rizici vezani uz projekciju tokova kapitala uglavnom se odnose na moguće pogoršanje investicijske klime, dok su rizici povezani s mogućim pogoršanjem uvjeta financiranja smanjeni u odnosu na prethodnu projekciju. Pritom bi daljnje jačanje trgovinskog protekcionizma i geopolitičkih napetosti moglo dodatno smanjiti ionako skroman očekivani rast globalnih inozemnih izravnih ulaganja. Zbog ranije akumuliranih visokih obveza prema inozemstvu, unatoč njihovu postupnom smanjivanju u posljednjih nekoliko godina, rizici za vanjsku poziciju RH i dalje su izraženi.

Okvir 4. Analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku

Analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku u razdoblju od 2002. do 2017. upućuje na manjak međunarodne konkurentnosti domaćega gospodarstva u tom razdoblju. Vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća bila su razmjerno skromna i uglavnom motivirana osvajanjem domaćeg tržišta. U prerađivačkoj su industriji vlasnička ulaganja uglavnom realizirana u niskotehnološkim djelatnostima, što je ograničilo njihov doprinos rastu domaćega gospodarstva.

Promatraju li se agregatni pokazatelji inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja²³, Hrvatska se s prosječnim godišnjim priljevom od 3,4% BDP-a ostvarenim tijekom posljednjih petnaestak godina svrstava među ponajbolje nove zemlje članice EU-a (Slika 1.).

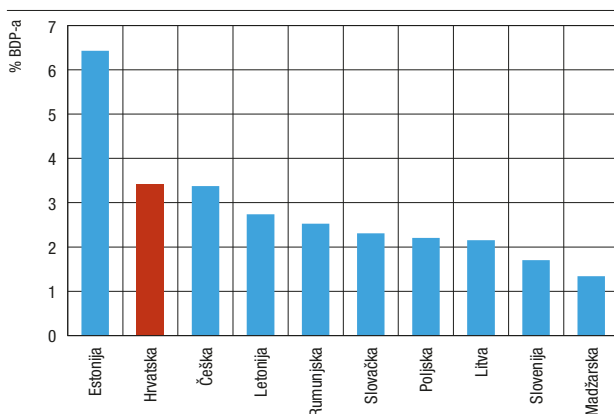
Međutim, podaci na razini hrvatskih poduzeća²⁴, koji omogućuju detaljniju razradu agregatnih pokazatelja, daju nešto drugačiju sliku o naizgled povoljnim ostvarenjima vlasničkih ulaganja u Hrvatsku. Najprije, ukupna ostvarena inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku u znatnoj se mjeri odnose na ulaganja u financijski sektor, što je rezultiralo velikom zastupljenošću

stranog vlasništva u domaćem financijskom sektoru. Kao što se može vidjeti na Slici 2., u vrijeme snažnog rasta plasmana banaka prije globalne financijske krize bilježio se primjetan priljev vlasničkih ulaganja u obliku dokapitalizacija banaka i društava za osiguranje, da bi nakon izbijanja krize i pada kreditne aktivnosti ti priljevi gotovo u potpunosti nestali.

Značajna su ulaganja nastala i pretvaranjem duga prema vlasnički povezanim poduzećima u inozemstvu u kapital (engl. *debt-equity swaps*). Takve su transakcije najzastupljenije u djelatnostima trgovine i prerađivačke industrije, a intenzivirale su se nakon izbijanja krize, što stvara privid veće razine inozemnih vlasničkih ulaganja, dok se zapravo najčešće radi o poduzećima u stranom vlasništvu koja su zapala u teškoće te je u sklopu restrukturiranja društva dug prema matičnim poduzećima u inozemstvu pretvoren u kapital. Osim toga, u Hrvatskoj je zabilježeno nekoliko kružnih izravnih ulaganja (engl. *round-tripping*), koja u istom iznosu utječu na ulaganja u Hrvatsku i inozemstvo.

Isključe li se vlasnička ulaganja u financijski sektor, transakcije

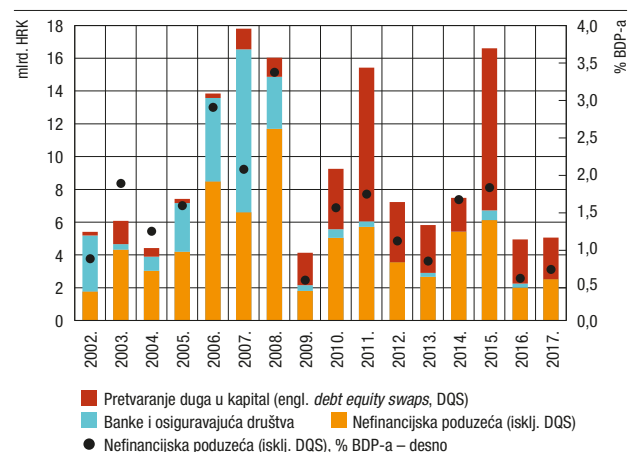
Slika 1. Prosječan godišnji priljev inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u odabrane zemlje u razdoblju od 2002. do 2017. godine



Napomena: Podaci za Mađarsku isključuju kružna izravna ulaganja.

Izvori: Eurostat; MNB

Slika 2. Kretanje inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku



Napomena: Isključena su kružna izravna ulaganja.

Izvori: Fina; HNB

23 Inozemna izravna vlasnička ulaganja ne uključuju zadržane zarade ni zaduživanje kod vlasnički povezanih poduzeća u inozemstvu.

24 Podaci o izravnim vlasničkim ulaganjima na razini poduzeća korišteni u ovom okviru mogu se zbog metodoloških i drugih prilagodbi razlikovati od službenih podataka HNB-a.

pretvaranja duga u kapital i učinci kružnih izravnih ulaganja, prosječna vrijednost užeg agregata inozemnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku tijekom razdoblja od 2002. do 2017. dvostruko je manja u odnosu na ukupni agregat i iznosi 1,5% BDP-a godišnje. Pritom se samo nekoliko godina ističe značajnijim priljevima vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća, primjerice 2006. i 2008., kada su realizirani veliki privatizacijski procesi u dvama poduzećima iz naftne odnosno industrije proizvodnje lijekova.

Ne samo da su inozemna izravna vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća relativno skromna, već u njihovoj strukturi po djelatnostima (Slika 3.) prevladavaju ulaganja u trgovinu, telekomunikacije, poslovanje nekretninama i sl., što se obično uključuje u sektor nerazmjernih dobara i usluga, tj. u sektor koji ne sudjeluje u međunarodnoj trgovini. Istodobno, unutar sektora razmjernih dobara i usluga znatnija ulaganja zabilježena su samo u naftnoj, kemijskoj i duhanskoj industriji, u kojima u ukupnoj vrijednosti stranih vlasničkih ulaganja dominira nekoliko velikih poduzeća. Osim njih, još se mogu izdvojiti ostala prerađivačka industrija te smještaj kao djelatnosti razmjernih dobara i usluga u kojima su ostvarene investicije s nešto većim izvoznim potencijalom.

Osim što se tek nešto više od četvrtine ukupnih vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća odnosi na prerađivačku industriju, ujedno je i njihova struktura u smislu tehnološke intenzivnosti nepovoljna. Naime, gotovo dvije trećine investicija ostvarenih u djelatnostima prerađivačke industrije odnose se na niskotehnološke ili srednje niskotehnološke djelatnosti²⁵.

Na Slici 4. prikazana su kretanja inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća s obzirom na odabrani način ulaska (engl. *entry mode*) stranog investitora na domaće tržište. Svakom inozemnom ulaganju prethodi odluka pokreće li se poslovanje od samog početka osnivanjem novog društva ili se preuzimaju postojeće poduzeće. Tako se razlikuju: ulaganja koja podrazumijevaju osnivanje novog poduzeća (engl. *greenfield investment*) i ulaganja koja podrazumijevaju preuzimanje postojećeg poduzeća (engl. *brownfield investment*), bilo u vlasništvu rezidenta ili privatizacijom državnog poduzeća. Ako se ulagač odluči na osnivanje novog društva, ostaje pitanje hoće li poslovanje razvijati samostalno ili u obliku zajedničkog ulaganja s drugim investitorom (engl. *joint venture*), bilo lokalnim ili stranim, pri čemu

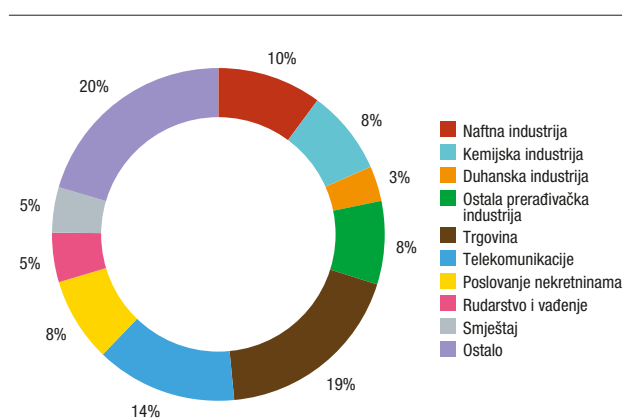
je ključna razlika u tome da zajednički pothvat, osim mogućih prednosti, za sobom nosi i određene rizike za stranog vlasnika zbog manjeg stupnja kontrole.

Udio novih osnivanja (*greenfield* ulaganja) i preuzimanja (*brownfield* ulaganja) u Hrvatskoj u cjelokupnom promatranom razdoblju bio je gotovo podjednak (Slika 4.). Pritom je u godinama prije krize bilo nešto više preuzimanja (činila su oko 53% vrijednosti svih inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja prije krize), čemu su poglavito pridonijele privatizacije nekoliko državnih poduzeća. Međutim, nakon krize udio preuzimanja smanjio se (čine oko 35% svih vlasničkih ulaganja) budući da nije bilo značajnih privatizacija državnih poduzeća stranim investitorima u tom razdoblju.

Promatraju li se detaljnije ulaganja u novoosnovana poduzeća, može se primijetiti kako prevladavaju samostalno osnovana poduzeća, dok su zajednička ulaganja, najčešće s domaćim poduzetnikom, zamjetno manje zastupljena. Pritom svaka vrsta ulaganja ima određene prednosti. Primjerice, razlog udruživanja s lokalnim poduzetnikom može biti dijeljenje tehnologije, znanja i resursa ili poznavanje lokalnih poslovnih praksi i distribucijskih kanala. Također, razlog može biti i činjenica da se radi o zemlji domaćinu s visokom razinom administrativnih i ostalih barijera za uspostavu poslovanja pa je samostalno osnivanje poduzeća za stranog ulagača prevelika prepreka. S druge strane, najveća prednost samostalnog osnivanja jest veći stupanj kontrole nad poduzećem.

Struktura ulaganja može se promatrati i prema motivima stranih ulagača. U tom smislu literatura uglavnom prepoznaje tri motiva, a to su: osvajanje lokalnog tržišta (engl. *market-seeking*), povećanje efikasnosti (engl. *efficiency-seeking*) i pribavljanje resursa (engl. *resource-seeking*)²⁶. Dok je prilično teško utvrditi kada su inozemna ulaganja motivirana pribavljanjem strateških resursa, udio izvoza u ukupnim prihodima od prodaje može biti kvalitetan pokazatelj radi li se o motivu osvajanja lokalnog tržišta ili povećanja efikasnosti poslovanja. Naime, viši udio izvoznih prihoda u poduzećima u stranom vlasništvu može upućivati na zaključak da se radi o poduzećima koja su preuzeta ili osnovana radi povećanja efikasnosti multinacionalne korporacije (niži troškovi poslovanja, blizina inozemnog tržišta, strateški resursi i sl.) u proizvodnji dobara i usluga koja uglavnom nisu namijenjena hrvatskom tržištu već izvozu na treća tržišta.

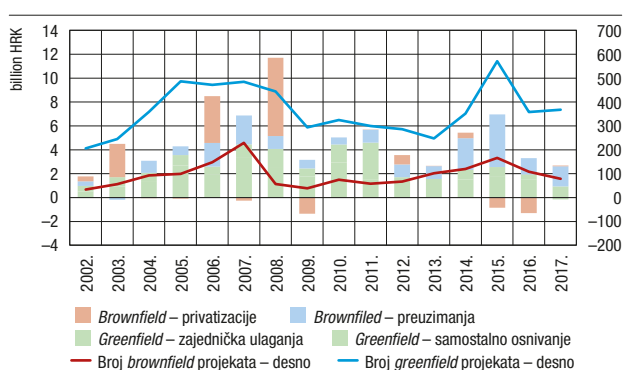
Slika 3. Struktura inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća po djelatnostima kumulativ 2002. – 2017.



Napomena: Isključena su kružna izravna ulaganja i transakcije pretvaranja duga u kapital.

Izvori: Fina; HNB

Slika 4. Kretanje ulaganja nerezidenata u novoosnovana poduzeća i preuzimanja



Napomena: Uključeni samo podaci za nefinancijska poduzeća. Isključena su kružna izravna ulaganja i transakcije pretvaranja duga u kapital. Podaci o novoosnovanim poduzećima (tzv. *greenfield* ulaganja) odnose se na broj osnivanja novih poduzeća od strane inozemnog investitora (bilo samostalno ili zajedno s domaćim investitorom), dok se podaci o broju preuzimanja (tzv. *brownfield* ulaganja) odnose na broj novih preuzimanja i privatizacija u promatranj godini.

Izvori: Fina; HNB

²⁵ Sektorska podjela djelatnosti prerađivačke industrije prema stupnju tehnološke intenzivnosti napravljena je prema klasifikaciji Eurostata (ulaganje u istraživanje i razvoj / dodana vrijednost).

http://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php/Glossary:Hightech_classification_of_manufacturing_industries

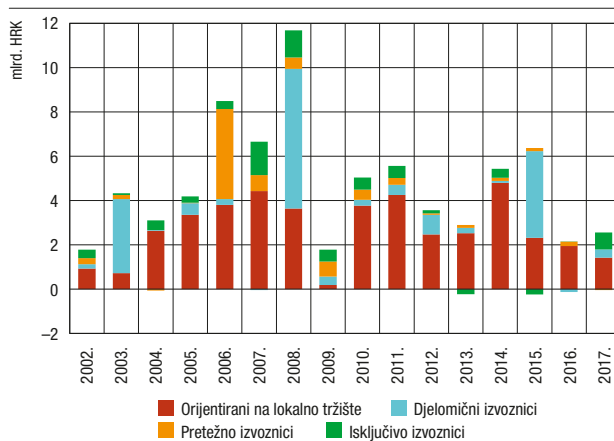
²⁶ Dunning, J. (1993.): *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison-Wesley, Harlow

Tako prema udjelu izvoza u ukupnim prihodima možemo razlikovati tržišno orijentirana poduzeća, koja uglavnom ne izvoze ili su povremeni izvoznici pa im udio prodaje na stranim tržištima ne prelazi 20% ukupnih prihoda od prodaje, zatim djelomično izvezno orijentirana poduzeća kod kojih se spomenuti udio kreće između 20% i 50%, pretežni izvoznici kojima izvozni prihodi čine između 50% i 75% prihoda te gotovo isključivi izvoznici kojima izvozni prihod čini više od 75% prihoda. Uvažavajući opisanu podjelu, na Slici 5. prikazano je kretanje vrijednosti izravnih inozemnih vlasničkih ulaganja s obzirom na obilježje intenzivnosti izvoza u poduzeću koje je pokazatelj pretežite orijentacije poslovanja poduzeća na lokalno odnosno inozemno tržište i time motivacije stranih ulagača za njihov dolazak u Hrvatsku.

Gotovo u svim promatranim godinama dominiraju inozemna izravna vlasnička ulaganja u poduzeća orijentirana na poslovanje na lokalnom tržištu. Jedina su iznimka 2003., 2006., 2008. i 2015., ali se u svim spomenutim godinama radi o transakcijama povezanim s ranije spominjanim privatizacijama dvaju poduzeća iz naftne industrije i proizvodnje lijekova te velikog preuzimanja u domaćoj duhanskoj industriji, koji su ujedno veliki izvoznici. Stoga se može zaključiti kako je priljev vlasničkih ulaganja tijekom promatranog razdoblja tek manjim dijelom povezan s motivom povećanja efikasnosti poslovanja grupacije, što ujedno upućuje na manjak konkurentnosti domaće ekonomije za privlačenje ulagača orijentiranih na izvoz. Spomenuti oblik ulaganja svakako bi pridonio većoj uključenosti u globalne lance vrijednosti te snažnijoj trgovinskoj integraciji Hrvatske, kao i općenito jačanju izvoznog sektora.

Razlozi zbog kojih je priljev vlasničkih ulaganja u Hrvatsku u razdoblju od 2002. do 2017. bio skroman brojni su, no vrijedi istaknuti njih nekoliko. U odnosu na usporedive zemlje članice EU-a, Hrvatska je primljena u punopravno članstvo u Uniji znatno kasnije, odnosno 2013. godine, dok je većina novih članica primljena uvalu proširenja 2004., što im je dugi niz godina pružalo prednost u privlačenju izvezno orijentiranih investicija zbog znatno lakšeg pristupa zajedničkom tržištu. Osim toga, poznato

Slika 5. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća prema izveznoj intenzivnosti



Napomena: Isključena su kružna izravna ulaganja i transakcije pretvaranja duga u kapital.

Izvori: Fina; HNB

je da je dio izvezno orijentiranih investicija motiviran povećanjem troškovne efikasnosti grupacije smanjenjem troška rada, pri čemu Hrvatska ne pripada skupini zemalja koja je svoju politiku privlačenja stranih ulaganja temeljila na cijeni rada. Konačno, i najvažnije, mogu se izdvojiti i neki interni činitelji koji otežavaju poslovanje u zemlji poput nepredvidive porezne politike, pravne nesigurnosti i drugih strukturnih ograničenja, što potvrđuje slaba pozicija Hrvatske na ljestvicama konkurentnosti Svjetske banke (*Doing Business*) i Svjetskoga ekonomskog foruma (*Global Competitiveness Report*). Slab priljev izvezno orijentiranih ulaganja nisu mogla nadomjestiti ulaganja usmjerena na lokalno tržište jer je ono razmjerno malo i niske kupovne moći, što naposljetku objašnjava zašto je ukupan priljev vlasničkih ulaganja u nefinancijski sektor u promatranom razdoblju bio tako skroman.

9. Monetarna politika

HNB je tijekom prve polovine 2019. nastavio podržavati visoku likvidnost monetarnog sustava i održavati tečaj kune prema euru relativno stabilnim. U skladu s tim intervenirao je na deviznom tržištu početkom veljače otkupivši od poslovnih banaka ukupno 450,3 mlrd. EUR kako bi spriječio prekomjerno jačanje domaće valute. No, kako je HNB prodao 449,6 mlrd. EUR Ministarstvu financija, od početka 2019. do kraja svibnja deviznim transakcijama HNB je ukupno neto otkupio samo 0,7 mlrd. EUR (Slika 9.1.), pri čemu je njegov učinak na kreiranje primarnog novca bio gotovo neutralan.

Što se tiče kunskih operacija, HNB je nastavio održavati redovite tjedne operacije uz fiksnu repo stopu od 0,3%. Međutim, zbog slabog interesa banaka u uvjetima izrazito velikog viška kunske likvidnosti, HNB od početka ove godine nije plasirao sredstva putem ovog instrumenta monetarne politike. Osim toga, tijekom prve polovine 2019. strukturnim operacijama nisu kreirana dodatna sredstva te je njihovo stanje krajem svibnja bilo jednako onom na kraju prethodne godine (2,0 mlrd. kuna).

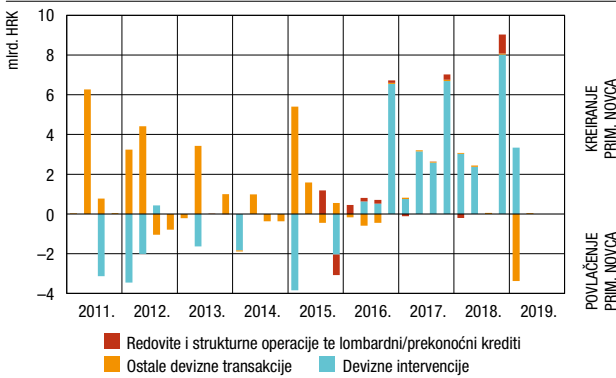
Višak kunske likvidnosti u sustavu zadržao se na iznimno visokoj razini te je na kraju svibnja 2019. dosegao 30,3 mlrd. kuna (Slika 9.2.). Posljedica visoke likvidnosti jest vrlo oskudan promet na domaćem prekonoćnom međubankovnom tržištu. Tako je u travnju 2019., nakon osam mjeseci bez aktivnosti, ostvaren promet pri čemu se prosječna kamatna stopa prvi put

spustila u negativno područje te je iznosila -0,24%. U svibnju je također zabilježen promet s međubankovnom kamatnom stopom od 0,30%. Prosječna kamatna stopa izračunava se iz malog broja transakcija pa ne oslikava dobro stanje tržišta. Tako je u travnju ona odraz triju transakcija, dok su u svibnju provedene samo dvije transakcije.

Tečaj kune prema euru na kraju svibnja 2019. iznosio je 7,42 EUR/HRK, isto koliko je iznosio na kraju prosinca 2018. (Slika 9.3.). Prosječni tečaj kune prema euru tijekom prvih pet mjeseci 2019. također je iznosio 7,42 EUR/HRK, te je bio jednak prosječnom tečaju u prvoj polovini prethodne godine. S druge strane, tijekom prvih pet mjeseci ove godine kuna je blago oslabjela prema američkom dolaru i švicarskom franku zbog slabljenja eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

Bruto međunarodne pričuve RH na kraju svibnja 2019. iznosile su 18,6 mlrd. EUR (Slika 9.4.) i bile su za 1,2 mlrd. EUR (6,7%) veće nego na kraju 2018. godine. Povećanju bruto pričuve pridonijela je viša razina ugovorenih repo poslova u odnosu na kraj prethodne godine, a manjim dijelom i jačanje američkog dolara prema euru budući da se dio međunarodnih pričuva drži u američkim dolarima. Neto raspoložive pričuve u istom su se razdoblju povećale za 0,2 mlrd. EUR te su na kraju svibnja dosegnule 16,1 mlrd. EUR.

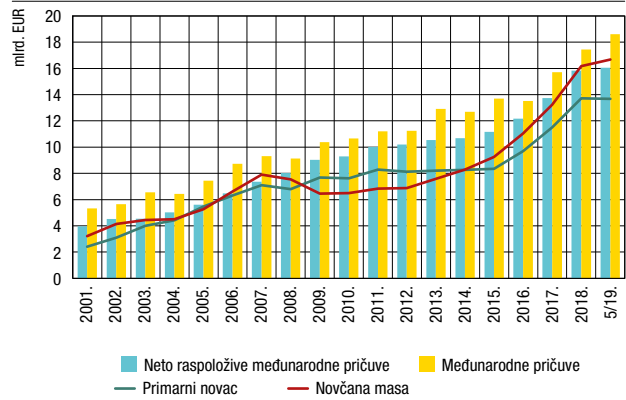
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



Napomena: Od 28. rujna 2017. ukida se mogućnost korištenja lombardnoga kredita, a uvodi mogućnost korištenja prekonočnoga kredita. U ostale devizne transakcije ubrajaju se kupoprodaje deviza s MF-om, EK-om i ugovori o razmjeni (engl. swap) s poslovnim bankama. Pozitivne vrijednosti odražavaju kupnju deviza. Podaci za drugo tromjesečje 2019. zaključno sa svibnjem.

Izvor: HNB

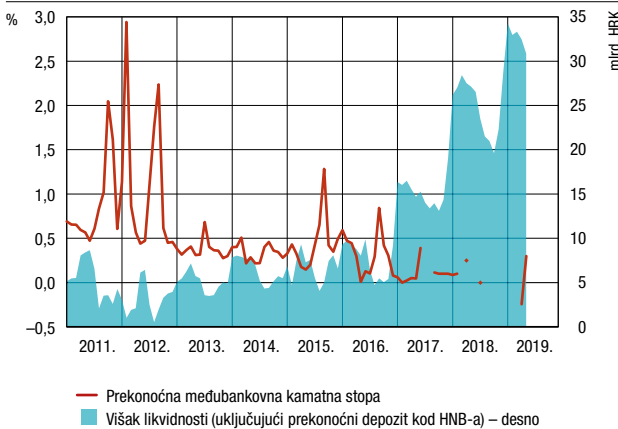
Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



Napomena: Neto raspoložive pričuve definirane su kao međunarodne pričuve umanjene za deviznu inozemnu pasivu HNB-a, obveznu pričuvu u devizama, devizne depozite države te izvanbilančne obveze (ugovori o razmjeni).

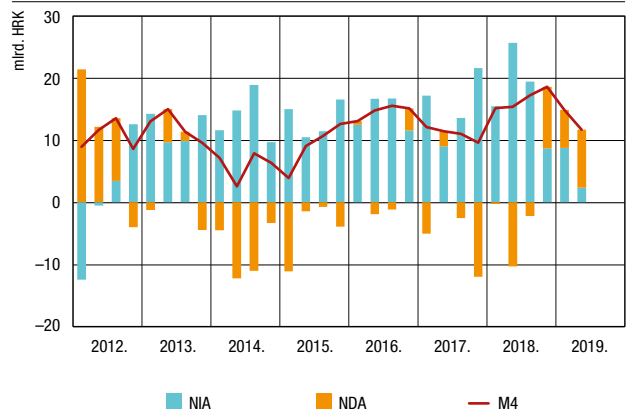
Izvor: HNB

Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekonočna međubankovna kamatna stopa



Izvor: HNB

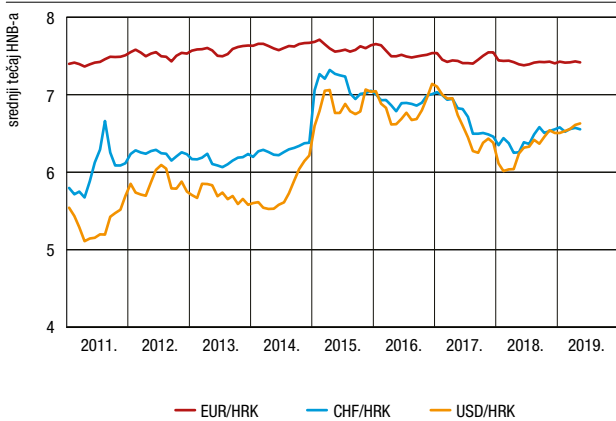
Slika 9.5. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4 apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci se odnose na drugo tromjesečje 2019. zaključno sa svibnjem.

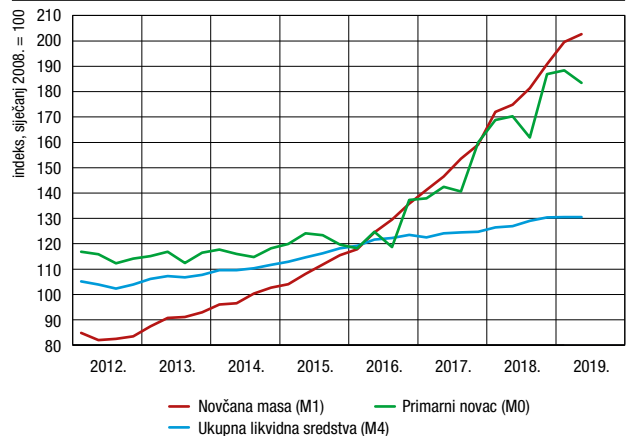
Izvor: HNB

Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

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



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na kraj svibnja.

Izvor: HNB

Godišnji se rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) usporio tijekom prvih pet mjeseci 2019. godine (Slika 9.5.). Tome je posebice pridonijelo usporavanje rasta neto inozemne aktive kreditnih institucija.

Promatraju li se realni monetarni agregati, njihov se više-godišnji trend rasta nastavio tijekom prvih pet mjeseci 2019., premda sprijom dinamikom (Slika 9.6.). Usto, godišnji se

porast realne vrijednosti primarnog novca (M0), nakon osjetnog povećanja krajem 2018., usporio na 9,1% na kraju svibnja.

U uvjetima niske inflacije, HNB će ekspanzivnom monetarnom politikom nastaviti održavati stabilan nominalni tečaj kune prema euru. Time će i dalje podupirati visoku likvidnost monetarnog sustava pritom stvarajući uvjete za nastavak dinamiziranja kreditne aktivnosti.

10. Javne financije

Saldo proračuna opće države

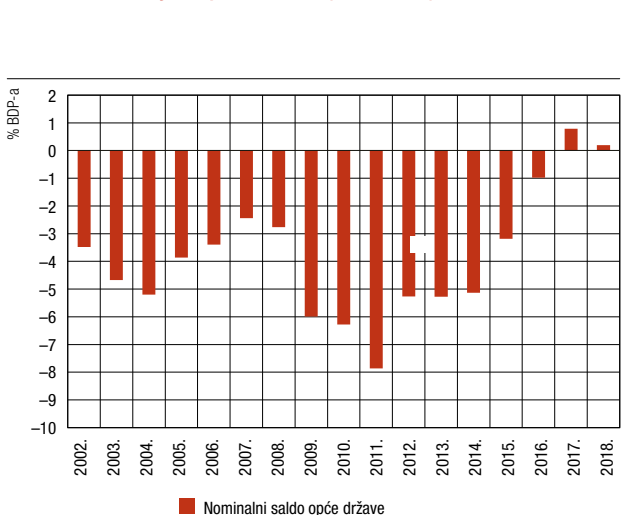
Nakon što je u 2017. bio ostvaren prvi višak proračuna opće države prema ESA metodologiji otkada postoje raspoloživi podaci, pozitivan je saldo ostvaren i u 2018. godini, i to unatoč rastu rashodne strane proračuna. U protekloj godini višak opće države iznosio je 0,8 mlrd. kuna, odnosno 0,2% BDP-a.

Raščlamba promjene nominalnog salda opće države pokazuje da su na smanjenje nominalnog viška u 2018. nepovoljno djelovali strukturni činitelji (uvelike zbog rasta kapitalnih transfera

do kojeg je došlo zbog aktiviranja državnih jamstava izdanih pojedinim brodogradilištima). S druge strane, promjeni salda pozitivno je pridonijelo daljnje smanjenje rashoda za kamate te, u manjoj mjeri, nastavak povoljnih cikličkih kretanja gospodarske aktivnosti.

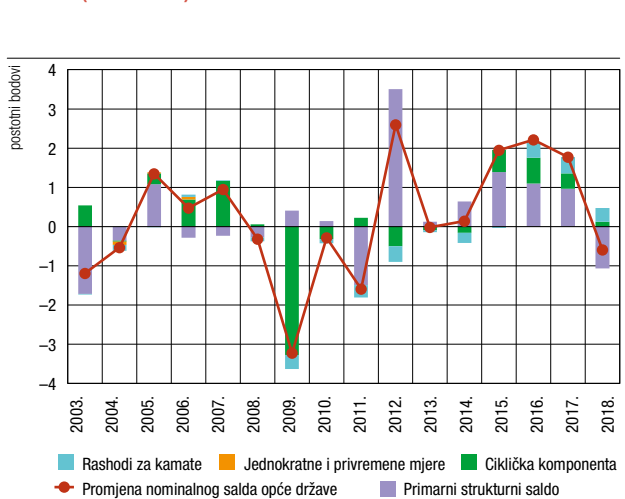
Kada je riječ o dostupnim ostvarenjima za 2019. godinu, gotovinski podaci MF-a za prvo tromjesečje upućuju na podjednaki manjak proračuna na početku godine kao u istom razdoblju 2018., zbog podjednakoga snažnoga godišnjeg rasta i prihoda

Slika 10.1. Manjak opće države (ESA 2010)



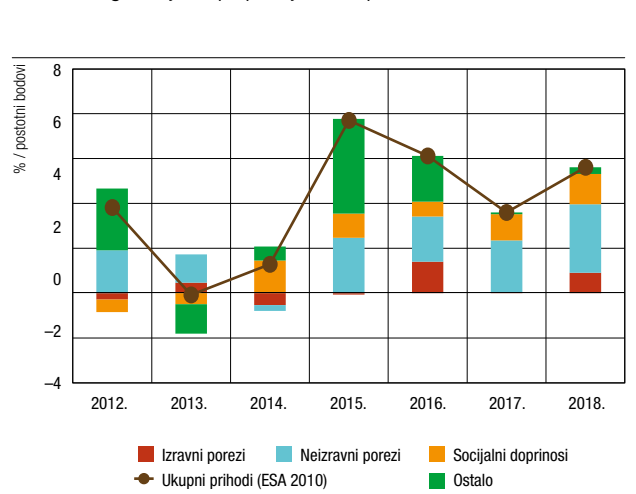
Izvor: HNB

Slika 10.2. Dekompozicija promjene nominalnog salda opće države (ESA 2010)



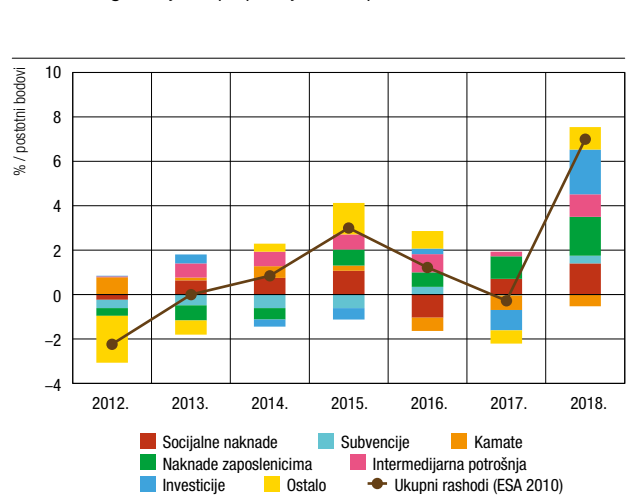
Izvor: HNB

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



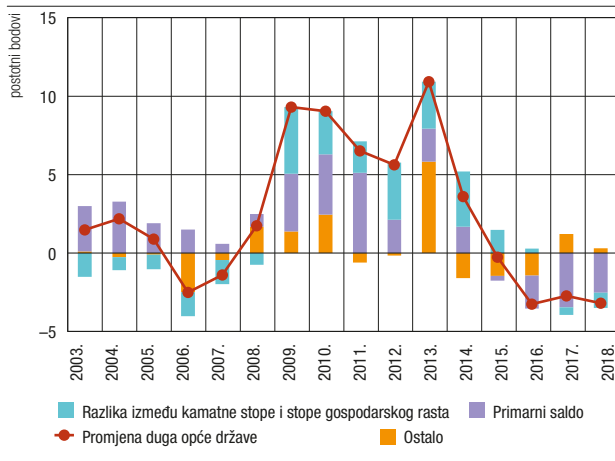
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

Slika 10.4. Rashodi konsolidirane opće države ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



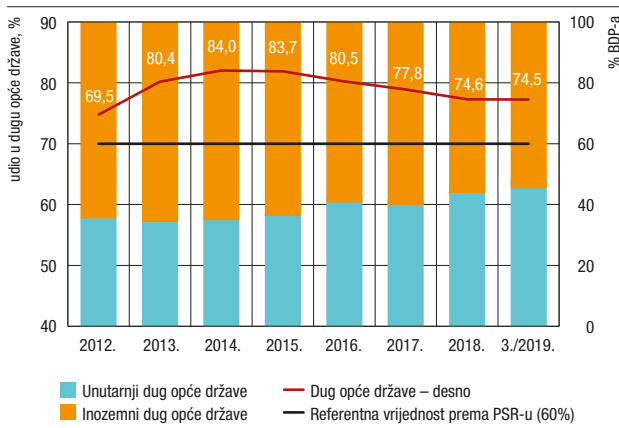
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

Slika 10.5. Dekompozicija promjene duga opće države



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

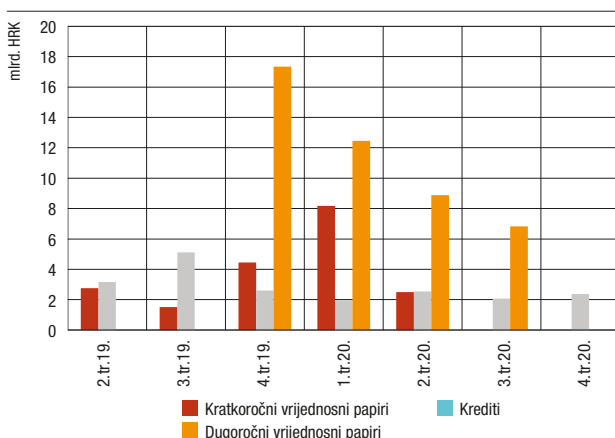
Slika 10.6. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 15. lipnja 2019., a kredita na dan 31. ožujka 2019.

Izvori: MF; HNB

Slika 10.7. Dospijeca duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 15. lipnja 2019., a kredita na dan 31. ožujka 2019.

Izvori: MF; HNB

i rashoda.

Prema podacima MF-a u prvom su tromjesečju 2019. prihodi opće države (metodologija GFS 2001) porasli na godišnjoj razini za 8,0%. Rastu prihoda pritom su ponajviše pridonijeli prihodi od pomoći od međunarodnih organizacija (nešto izraženije kapitalni u odnosu na tekuće), što je vjerojatno povezano s primljenim sredstvima iz proračuna EU-a, te porezni prihodi. Kod poreznih se prihoda ističu prihodi od poreza na dohodak i PDV-a te prihodi od trošarina.

Godišnji je rast rashoda konsolidirane opće države (metodologija GFS 2001) u prvom tromjesečju 2019. iznosio 7,9%. Ovakvim ostvarenjima proračunskih rashoda ponajviše su pridonijeli rashodi za tekuće pomoći međunarodnim organizacijama, rashodi za socijalne naknade, rashodi za korištenje dobara i usluga te rashodi za naknade zaposlenima. Prema dostupnim podacima rast rashoda za tekuće pomoći međunarodnim organizacijama odražava raniju i bržu uplatu sredstava u proračun EU-a od uobičajene dinamike, koju je Europska komisija zatražila ove godine (ukupna godišnja obveza uplata nije se promijenila). Rast rashoda za socijalne naknade određen je redovitim usklađenjem mirovina i blagim rastom broja umirovljenika, a djelomično i rastom izdataka za dječji doplatnik. Kod izdataka za korištenje dobara i usluga u proračunu za 2019. najavljeno je nominalno povećanje te kategorije zbog više razloga, od kojih se mogu izdvojiti metodološke promjene vezane uz plansku kategoriju rashoda za programsko financiranje u Ministarstvu znanosti i obrazovanja te smanjenje prihoda od ostvarenih naknada za legalizaciju, što određuje promjenu izvora financiranja materijalnih rashoda u Ministarstvu graditeljstva i prostornog uređenja. Konačno, rast naknada zaposlenima opće države može se objasniti rastom broja zaposlenih u javnim i državnim službama te izmjenama kolektivnih ugovora za zaposlenike u sustavu obrazovanja, kulture, socijalne skrbi, unutarnjih i vanjskih poslova koje su usvojene tijekom 2018. godine.

Javni dug

S obzirom na višak proračuna opće države i ostvareni gospodarski rast, u 2018. zabilježeno je daljnje godišnje smanjenje udjela duga opće države u BDP-u pa je on na kraju spomenute godine iznosio 74,6% BDP-a.

Dug opće države na kraju ožujka 2019. iznosio je 287,3 mlrd. kuna, što je za oko 2,5 mlrd. kuna više u odnosu na kraj 2018. godine. Povećanje duga pritom ponajprije odražava utjecaj ostvarenih izdanja obveznica na domaćem tržištu kapitala u veljači, a samo u manjoj mjeri slabljenje tečaja kune u odnosu na euro i dolar u istom razdoblju.

Država se tijekom prvog polugodišta koristila i dalje povoljnim uvjetima na domaćem i inozemnom financijskom tržištu, što će polučiti daljnji pad kamatnih rashoda opće države u budućim razdobljima. Nakon što je krajem siječnja održana aukcija trezorskih zapisa u iznosu od 1 mlrd. EUR na rok od 15 mjeseci, koja je državi osigurala dio potrebnih sredstava za potrebe refinanciranja trezorskog zapisa u dospjecu, a koja je ostvarena bez troška financiranja (prinos 0,0%), na samom početku veljače na domaćem je tržištu kapitala pod povoljnim uvjetima realizirano i izdanje obveznica dospjeca 2022. u nominalnom iznosu od 500 mil. EUR te izdanje druge tranše obveznica dospjeca 2029. godine u nominalnom iznosu od 5,0 mlrd. kuna. Osim toga, na međunarodnom je tržištu sredinom lipnja izdana euroobveznica u iznosu od 1,5 mlrd. EUR, koja je s godišnjom kuponskom kamatnom stopom od 1,125% i ostvarenim prinosom od 1,324% do sada najpovoljnije inozemno zaduženje Republike Hrvatske, a čemu je pridonijela i bolja percepcija rizičnosti koja se odrazila na podizanje kreditnog rejtinga u investicijsku kategoriju od strane još jedne agencije

u tjednu prije izdanja obveznice. Prikupljena će sredstva biti iskorištena za refinanciranje dolarske obveznice koja dopijeva u studenome ove godine uz godišnju kuponsku kamatnu stopu od 6,75% (jedina koja nije pokrivena zaštitom od promjene tečaja USD/EUR).

Tijekom drugog polugodišta 2019. općoj državi dopijeva na naplatu oko 8% BDP-a obveza, što se uglavnom odnosi na obveze na osnovi jedne domaće i jedne inozemne obveznice, pri čemu su sredstva za otplatu inozemne obveznice već osigurana

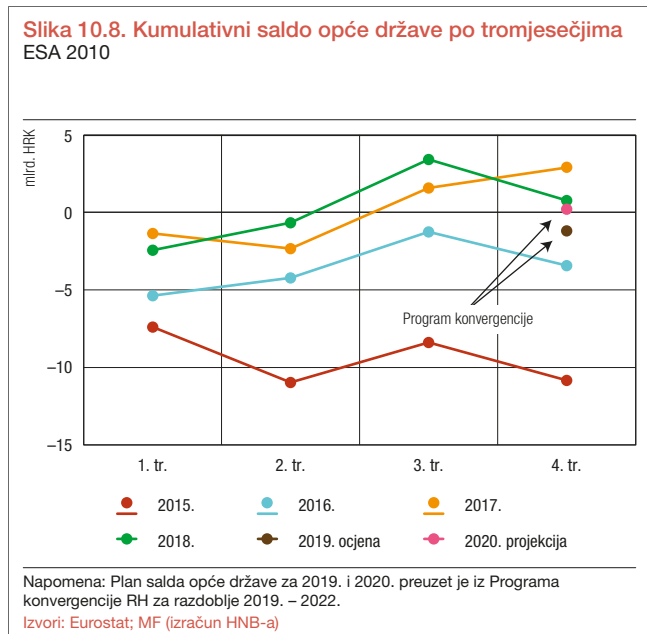
spomenutim lipanjskim izdanjem na međunarodnom tržištu kapitala.

Program konvergencije Republike Hrvatske

Prema ovogodišnjem Programu konvergencije, nakon viška proračuna u 2018., Vlada RH u 2019. očekuje manjak proračuna u iznosu od 0,3% BDP-a, nakon čega bi on u 2020. mogao opet prijeći u višak od 0,2% BDP-a. Pritom je predviđeni manjak u 2019. rezultat snažnijeg povećanja rashoda opće države u odnosu na prihode (% BDP-a). Dinamika rashoda pritom je pod utjecajem rasta rashoda za investicije te, u manjoj mjeri, intermedijarnu potrošnju i subvencije. S druge strane, očekuje se i nešto blaži rast prihoda u odnosu na rashode, unatoč provedenim poreznim rasterećenjima. Istodobno, dug opće države mogao bi se nastaviti kretati silaznom putanjom.

Europska komisija u svojim je proljetnim prognozama ocijenila kako bi saldo opće države u 2019. mogao biti povoljniji nego što je prikazano u Programu konvergencije, poglavito zato što se očekuje manji rast rashoda za investicije i subvencije te smanjenje rashoda za kamate.

Europska komisija u lipnju je ocijenila da Hrvatska zadovoljava oba kriterija preventivnog dijela Pakta o stabilnosti i rastu (referentno mjerilo za smanjenje duga i srednjoročni proračunski cilj). Potrebno je naglasiti da je kod ocjene ispunjenja srednjoročnoga proračunskog cilja za 2020. uzet u obzir cilj od -1,0% BDP-a koji si je Hrvatska postavila u Programu konvergencije RH za razdoblje 2019. – 2022., u sklopu priprema za pristupanje tečajnom mehanizmu ERM II. Navedeni je cilj stroži od tzv. minimalnoga srednjoročnoga proračunskog cilja koji je određen primjenom zajedničke metodologije i za Hrvatsku iznosi -1,25%.



11. Odstupanja od prethodne projekcije

Projekcija realnih kretanja u međunarodnom okruženju za 2019. nepovoljnija je nego što se očekivalo u projekciji iz prosinca 2018. Zbog nepovoljnijih gospodarskih kretanja i pogoršanog

raspoloženja potrošača na samom početku godine, očekivani rast europodručja u 2019. revidiran je naniže za čak 0,6 postotnih bodova, pri čemu gotovo za cijeli postotni bod u slučaju

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2019.		
	Prethodna projekcija (12./2018.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	3,7	3,3	-0,3
Europodručje	1,9	1,3	-0,6
SAD	2,5	2,3	-0,2
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,7	4,4	-0,3
Zemlje Srednje i Istočne Europe	2,0	0,8	-1,2
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	2,3	1,8	-0,4
Cijene			
HICP u europodručju ^a	1,7	1,3	-0,4
Cijene nafte (USD/barel) ^b	67,6	64,8	-2,8
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,20	-0,31	-0,1
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,05	0,00	-0,1
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	3,10	2,50	-0,6

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

Njemačke i Italije, koje su među najznačajnijim hrvatskim trgovinskim partnerima. U nešto manjoj mjeri smanjena su i očekivanja za SAD, djelomice i zbog produžene obustave rada državne uprave na početku godine. Također, smanjena su i očekivanja za zemlje s tržištima u nastajanju, među kojima najviše za Tursku. Glede monetarne politike, očekivana politika Feda za 2019. značajno se promijenila u odnosu na prošlu projekciju kada se još očekivao nastavak pooštavanja, a koje je sada zaustavljeno. Predviđeno prvo podizanje kamatne stope ESB-a odgođeno je za dodatna dva tromjesečja u odnosu na prošlu projekciju, odnosno tek za sredinu 2020. godine.

Očekivana stopa rasta ukupne gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj za 2019. viša je nego što je pokazivala projekcija iz prosinca pa bi se realni BDP mogao povećati za 3,1% (prethodno 2,7%). Pritom je najznačajnija korekcija zabilježena kod kapitalnih ulaganja koja bi mogla rasti stopom od 8,0% u odnosu na ranije očekivanih 6,0%, odražavajući bolja očekivanja glede investicijske aktivnosti i u privatnom i u javnom sektoru. Pritom je revizija očekivanja posljedica znatno boljih ostvarenja početkom ove godine u odnosu na prethodna očekivanja, pri čemu je ukupan rast bruto investicija u fiksni kapital u 2018. ostvario godišnji rast od 11,5%. U nastavku 2019. očekuje se nastavak povoljnih kretanja, pri čemu bi nositelj ukupne investicijske aktivnosti mogao biti nastavak ulaganja opće države zbog daljnjeg povlačenja sredstava iz fondova EU-a te nastavka razvoja infrastrukture, ali očekuje se i rast privatnog sektora. Nadalje, osobna potrošnja također bi se mogla povećati snažnije nego što je

očekivano u prosincu 2018., s prethodno projiciranih 3,5% na 4,2%. Navedena je korekcija uglavnom rezultat boljih ostvarenja početkom ove godine i nešto povoljnijih projiciranih kretanja na tržištu rada. S druge strane, očekivanja u vezi s inozemnom potražnjom nešto su nepovoljnija pa bi se realni izvoz robe i usluga mogao povećati za 2,7%, u odnosu na 3,4% koliko je pokazivala projekcija iz prosinca. Korekcija naniže odražava lošija ostvarenja na razini cijele 2018. i usporavanje rasta izvoza usluga početkom ove godine. Prema očekivanom značajnijem rastu domaće potražnje u odnosu na prethodnu projekciju rast uvoza robe i usluga također bi mogao biti viši (5,8% u odnosu na 5,3%). Tako se očekuje da će, s obzirom na bolja očekivanja glede domaće te nešto lošija očekivanja što se tiče inozemne potražnje, u 2019. negativan doprinos neto inozemne potražnje biti znatno veći nego što je projicirano u prosincu protekle godine (-1,5 u odnosu na -0,9 postotnih bodova).

Ocijenjena prosječna godišnja stopa rasta potrošačkih cijena u 2019. iznosi 0,7% te je za 0,1 postotni bod niža u odnosu na projekciju iz prosinca 2018. Pritom je u tekućoj projekciji prognozirana prosječna godišnja stopa promjene cijena hrane u 2019. smanjena (s 0,5% na -0,2%), ponajviše zbog nižih ostvarenja u razdoblju od studenoga 2018. do svibnja 2019. Niža ostvarenja početkom ove godine mogu se pripisati nešto izraženijem prijenosu smanjenja stope PDV-a s 25% na 13% od onog koji se očekivao u prethodnoj projekciji. Uz to, projicirani prosječni godišnji rast indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2019. blago je smanjen u tekućoj projekciji (s 1,2% na

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2018.			2019.		
	Prethodna projekcija (12/2018.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (7/2018.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	2,7	2,6	-0,1	2,7	3,1	0,3
Osobna potrošnja	3,2	3,5	0,3	3,5	4,2	0,8
Državna potrošnja	3,3	2,9	-0,4	2,6	2,7	0,1
Investicije u kapital	3,7	4,1	0,4	6,0	8,0	2,1
Izvoz robe i usluga	3,6	2,8	-0,8	3,4	2,7	-0,7
Uvoz robe i usluga	5,1	5,5	0,4	5,3	5,8	0,5
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	2,4	2,3	0,0	1,8	1,9	0,1
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	9,9	9,7	-0,2	8,8	8,6	-0,2
Stopa nezaposlenosti (anketna)	8,4	8,4	0,0	7,2	7,2	-0,1
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	1,5	1,5	0,0	0,9	0,7	-0,1
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	2,9	2,5	-0,4	2,0	1,3	-0,7
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	4,1	3,8	-0,3	3,4	3,1	-0,3
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	75,0	75,4	0,4	70,0	69,5	-0,5
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	5,2	5,5	0,2	5,4	2,9	-2,4
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	5,4	6,1	0,6	5,5	3,4	-2,0
Plasmani kreditnih institucija	2,7	2,0	-0,7	3,9	3,9	0,0
Plasmani kreditnih institucija ^b	4,7	4,4	-0,3	4,8	4,3	-0,4

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

Izvor: HNB

0,9%), također zbog nižih ostvarenja u usporedbi s kretanjima projiciranim u prosincu 2018.

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2019. mogao bi biti za 0,3 postotna boda niži nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji. Korekcija ocjene za 2019. većinom se odnosi na nepovoljnija očekivanja glede dinamike robne razmjene. Pritom bi izvoz mogao biti slabiji zbog izraženijeg usporavanja inozemne potražnje, odnosno gospodarske aktivnosti glavnih vanjskotrgovinskih partnera, posebno Italije i Njemačke. S druge strane ocjena robnog uvoza povećala zbog snažnog intenziviranja investicijske aktivnosti početkom godine. Suprotno tome, očekuje se nešto veći neto izvoz usluga nego u prethodnoj projekciji, i to usluga putovanja i ostalih usluga, kao posljedica snažnijih ostvarenja u prethodnoj godini. Osim toga, manjak na računu primarnog dohotka mogao bi biti manji u odnosu na procjenu iz prethodne projekcije, s obzirom na nastavak povoljnih uvjeta financiranja, posebno sektora države, te očekivano nižih troškova kamata na inozemni dug domaćih sektora. Nadalje, povećana je procjena viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog očekivanoga daljnjeg intenziviranja korištenja sredstava iz fondova EU-a. Nešto niža procjena relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti na kraju 2019. u

odnosu na prethodnu projekciju uglavnom odražava višu procjenu nominalnog BDP-a.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija (isključujući državu) u 2019. godini blago je smanjena u odnosu na prethodna očekivanja. Plasmani bi tako u 2019. godini mogli porasti za 4,3%, u usporedbi s 4,8% koliko se očekivalo u prethodnoj projekciji (na osnovi transakcija). Korekcija naniže posljedica je zamjetno slabijega kreditiranja nefinancijskih poduzeća od očekivanog, dok je kreditiranje stanovništva bilo nešto snažnije od očekivanog ponajviše pod utjecajem nešto bržeg rasta stambenih kredita uz istovremeno tek blago usporavanje gotovinskih nenamjenskih kredita. Što se tiče nominalne promjene plasmana, u ovoj se projekciji u 2019. očekuje jednak rast kao u prošloj projekciji.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2019. niži je nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji (3,4% prema 5,5% iz prošle projekcije, na osnovi transakcija). Nastavak smanjivanja kamatnih stopa na depozite pridonio je kumuliranju sredstava na transakcijskim računima u većoj mjeri nego što se očekivalo u prošloj projekciji, no istovremeno je došlo do zamjetnog pada kvazinovca, posebice kunskih i deviznih depozita, što se odrazilo na nižu očekivanu stopu rasta ukupnih likvidnih sredstava.

12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica.12.1. Makroekonomske projekcije ostalih institucija
promjena u postocima

	BDP		Potrošnja kućanstava		Bruto investicije u fiksni kapital		Izvoz robe i usluga		Uvoz robe i usluga		Industrijska proizvodnja		Potrošačke cijene	
	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.
Hrvatska narodna banka (srpanj 2019.)	3,1	2,7	4,2	3,7	8,0	6,5	2,7	2,8	5,8	5,3	-	-	1,6	1,8
Svjetska banka (lipanj 2019.)	2,5	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Eastern Europe Consensus Forecasts (svibanj 2019.)	2,5	2,5	3,1	2,7	5,4	4,6	-	-	-	-	2,0	2,2	1,1	1,7
Europska banka za obnovu i razvoj (svibanj 2019.)	2,5	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (svibanj 2019.)	2,6	2,5	3,3	3,2	6,0	5,4	3,2	3,3	5,3	5,0	-	-	1,5	1,6
Addiko Bank Economic Research ^a (svibanj 2019.)	2,5	2,8	3,0	2,8	6,3	6,0	5,6	3,9	4,1	7,6	2,4	2,7	1,2	1,2
Međunarodni monetarni fond (travanj 2019.)	2,6	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	1,6
Ministarstvo financija (travanj 2019.)	2,5	2,4	3,7	3,3	6,4	5,3	2,7	3,2	5,3	5,2	-	-	1,4	1,8
Raiffeisen Research ^a (travanj 2019.)	2,5	2,0	-	-	-	-	6,0	4,7	7,0	4,5	0,5	2,0	1,5	1,8

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

Napomena: Projekcija Ministarstva financija preuzeta je iz dokumenta Program konvergencije Republike Hrvatske za razdoblje 2019. – 2022.

Izvor: Publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

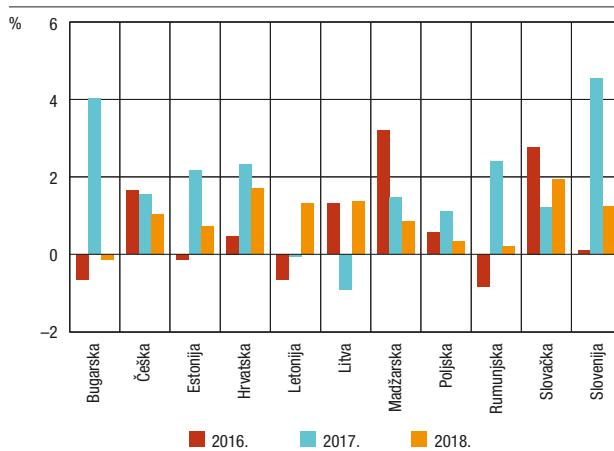
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

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

^a Jednostavni prosjek

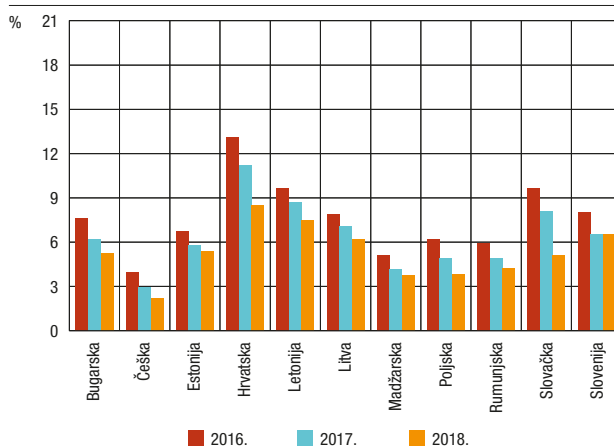
Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



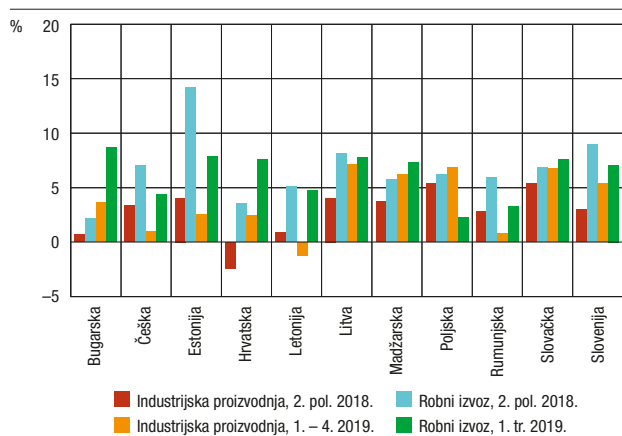
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



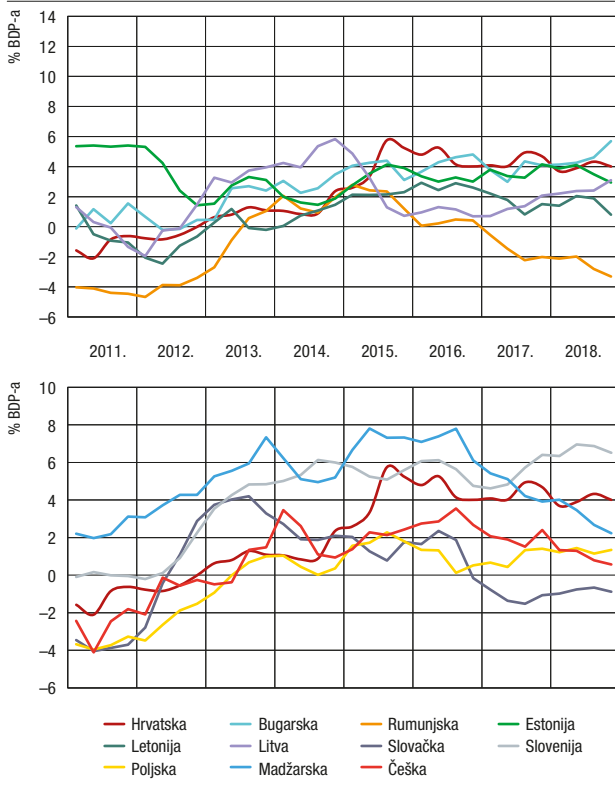
Izvor: Eurostat

Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz
godišnje stope promjene



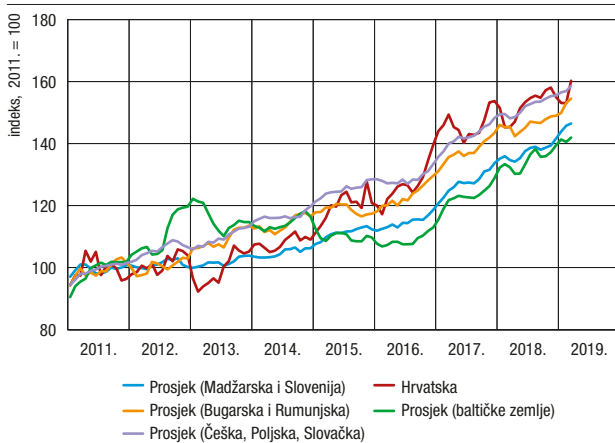
Izvori: Eurostat; DZS

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



Izvori: Eurostat; HNB

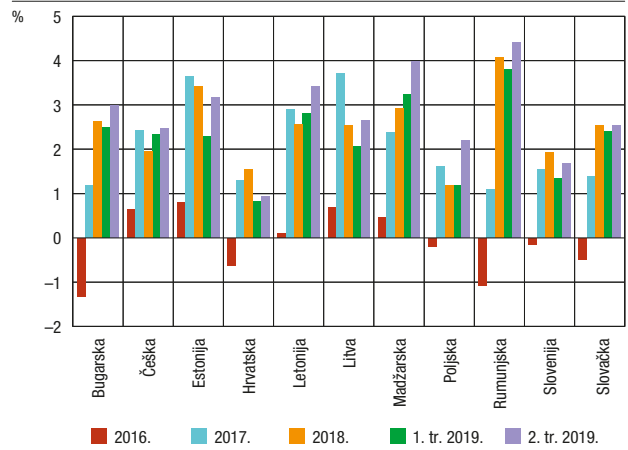
Slika 13.5. Robni izvoz
tromjesečni pomični prosjek, sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci za 2019. odnose se na prvo tromjesečje.

Izvori: Eurostat; HNB

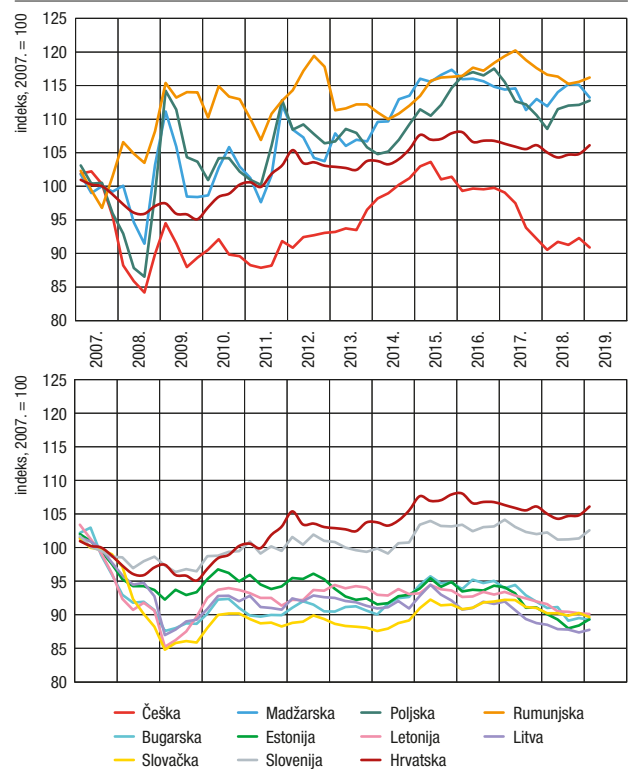
Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2019. odnose se na travanj.

Izvor: Eurostat

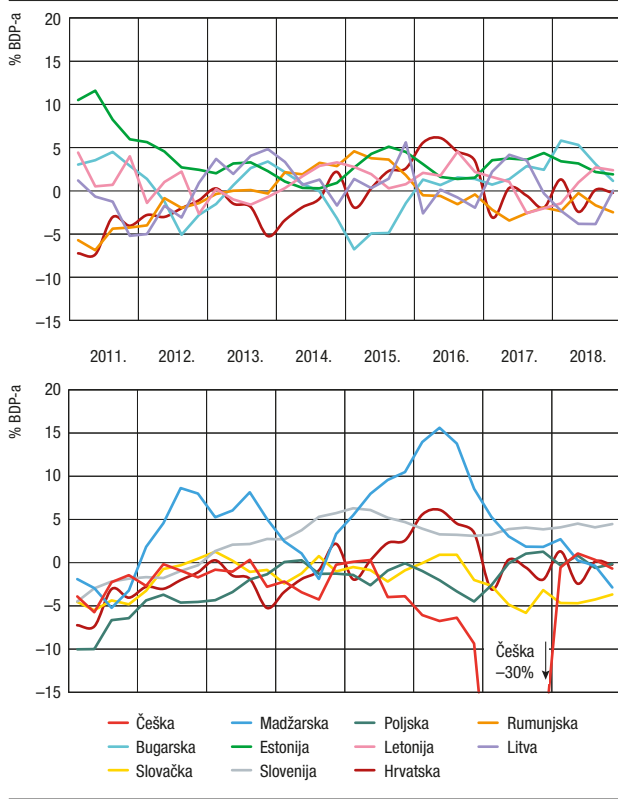
Slika 13.7. Realni efektivni tečaj (deflacioniran potrošačkim cijenama) u odabranim zemljama



Napomena: Podaci za 2019. odnose se na prvo tromjesečje. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.

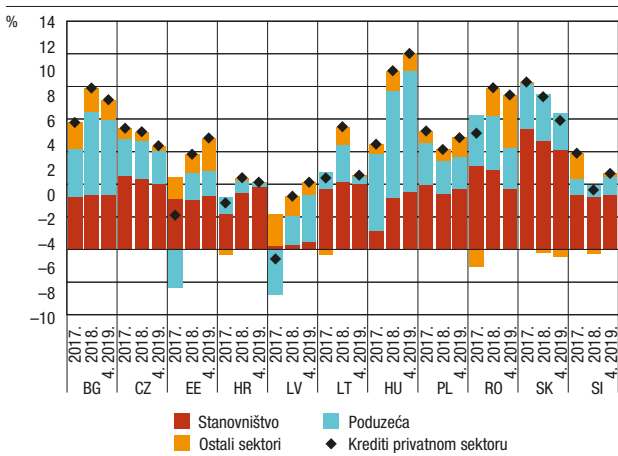
Izvori: BIS; HNB

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



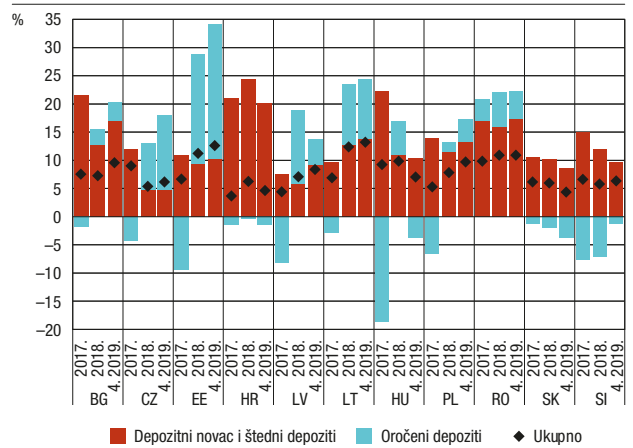
Izvori: Eurostat; HNB

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



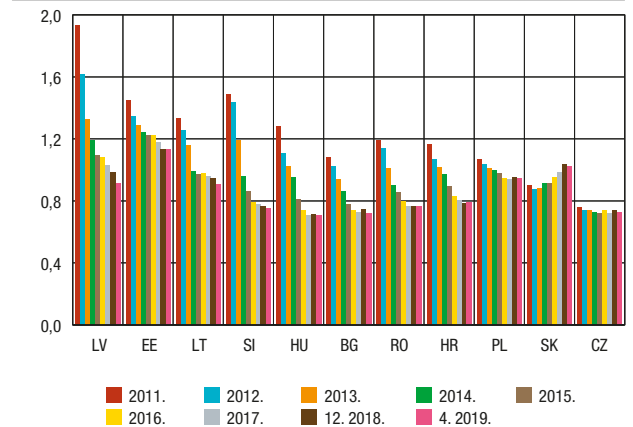
Izvori: ESB; HNB

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



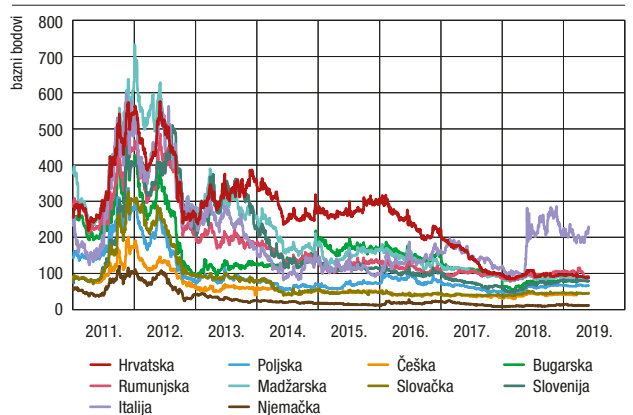
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



Izvori: ESB; HNB

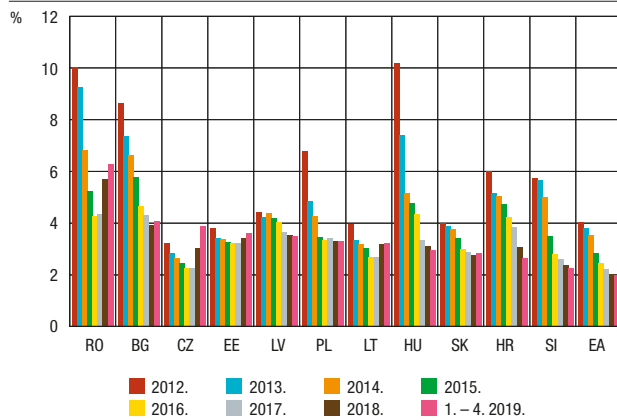
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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

Izvor: S&P Capital IQ

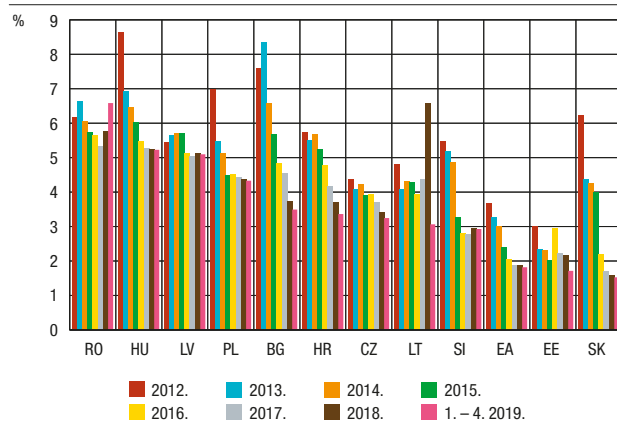
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

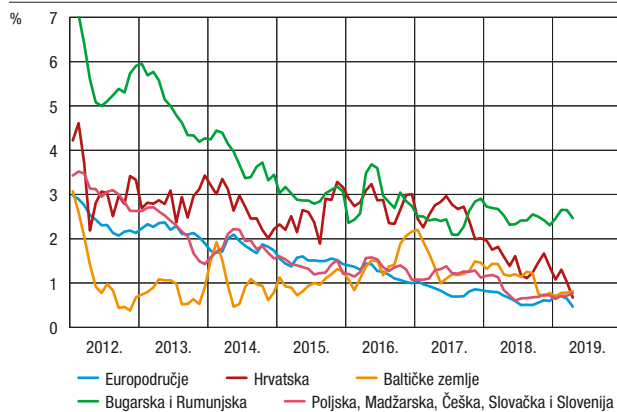
Izvor: ESB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

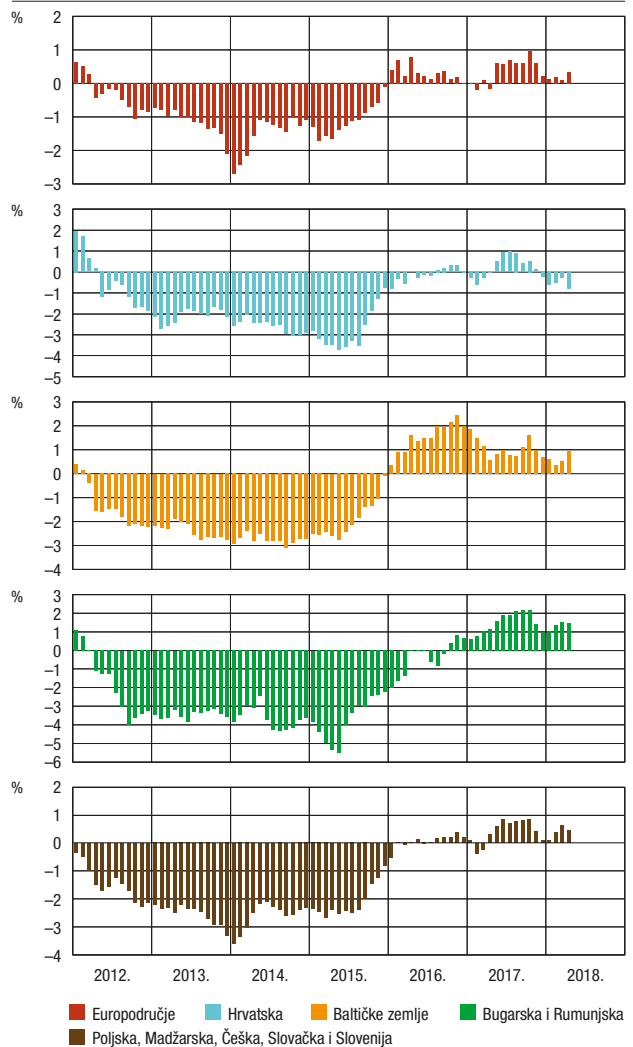
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

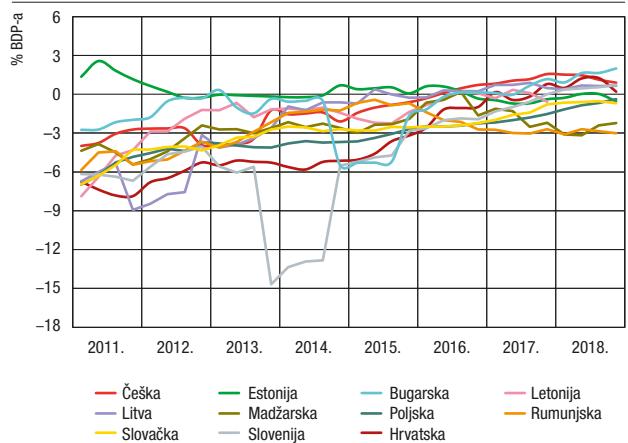
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

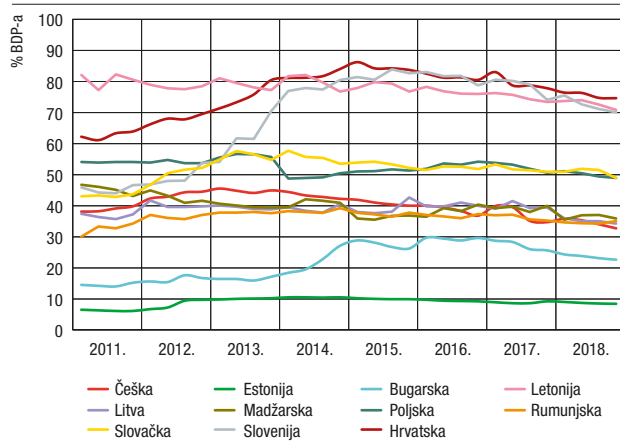
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države
stanje na kraju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Kratice i znakovi

Kratice

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

OP	– obvezna pričuva
PDV	– porez na dodanu vrijednost
potr.	– potrošnja
PPI	– indeks cijena pri proizvođačima (engl. <i>Produce Price Index</i>)
PSR	– Pakt o stabilnosti i rastu
RH	– Republika Hrvatska
SDR	– posebna prava vučenja
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo d.d.
SMTK	– Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
tis.	– tisuća
T-HT	– T – Hrvatski Telekom d.d.
TNZ	– Tržište novca Zagreb
tr.	– tromjesečje
TZ	– trezorski zapisi
val.	– valutni

Troslovne oznake za valute

ATS	– austrijski šiling
CHF	– švicarski franak
CNY	– juan renminbi
DEM	– njemačka marka
EUR	– euro
FRF	– francuski franak
GBP	– funta sterlinga
HRK	– kuna
ITL	– talijanska lira
JPY	– jen
USD	– američki dolar
XDR	– posebna prava vučenja

Dvoslovne oznake za zemlje

AT	– Austrija
BE	– Belgija
BG	– Bugarska
CY	– Cipar
CZ	– Češka
DE	– Njemačka
DK	– Danska
EE	– Estonija
ES	– Španjolska
FI	– Finska
FR	– Francuska
GB	– Velika Britanija
GR	– Grčka
HR	– Hrvatska
HU	– Mađarska
IE	– Irska
IT	– Italija
LT	– Litva
LV	– Letonija
MT	– Malta
NL	– Nizozemska
PL	– Poljska
PT	– Portugal
RO	– Rumunjska
SI	– Slovenija
SK	– Slovačka
UK	– Ujedinjena Kraljevina

Znakovi

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

ISSN 2459-8089