



# Makroekonomska kretanja i prognoze

godina I · broj 1 · prosinac 2016.



**IZDAVAČ**

Hrvatska narodna banka  
Direkcija za izdavačku djelatnost  
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb  
Telefon centrale: 01/4564-555  
Telefon: 01/4565-006  
Telefaks: 01/4564-687

[www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

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

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

ISSN 2459-8089

# Sadržaj

1. Uvod	3	Dohoci i transakcije s EU-om	19
		Projicirana kretanja	19
2. Kretanja u globalnom okružju	4		
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	4	7. Financiranje privatnog sektora	23
Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja	4	Projicirana kretanja	26
Projicirana kretanja	5	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	28
3. Agregatna potražnja i ponuda	7	Projicirana kretanja	29
Agregatna potražnja	7		
Agregatna ponuda	9	9. Monetarna politika	29
Projicirana kretanja	10	10. Javne financije	31
4. Tržište rada	11		
Zaposlenost i nezaposlenost	11	11. Odstupanja od prethodne projekcije	33
Plaće i jedinični trošak rada	12		
Projicirana kretanja	12	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	35
5. Inflacija	13		
Projicirana kretanja	14	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	35
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	17		
Vanjska trgovina i konkurentnost	17	Kratice i znakovi	40





---

# Makroekonomska kretanja i prognoze



## 1. Uvod

Nakon stabilnog rasta u prvoj polovini 2016. godine tijekom ljetnih mjeseci došlo je do dodatnog intenziviranja gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj. Povoljna kretanja bila su poglavito podržana dobrim ostvarenjima u turističkoj djelatnosti, no ubrzao se i oporavak osobne potrošnje. Iako su se na tržištu rada nastavili pozitivni trendovi, zabrinjava postupno smanjivanje radne snage djelomično uzrokovano iseljavanjem stanovništva radne dobi, što dugoročno slabi potencijale rasta. Godišnji pad potrošačkih cijena u rujnu i listopadu značajno se usporio u odnosu na kolovoz, ponajprije pod utjecajem kretanja cijena energije. Nastavila su se i povoljna fiskalna kretanja pa je manjak opće države u usporedbi s prvih deset mjeseci protekle godine zamjetno smanjen, a javni dug ostao je gotovo nepromijenjen u odnosu na kraj 2015.

HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavio podupirati oporavak domaćega gospodarstva, koji je započeo još krajem 2014., te održavati stabilan tečaj kune prema euru. Pritom je upravo stabilan tečaj u hrvatskome monetarnom režimu preduvjet očuvanja financijske stabilnosti, ali i stabilnosti očekivanja glede kretanja cijena u budućnosti. Strukturnim repo operacijama, koje su uvedene početkom 2016. godine, HNB bankama osigurava dugoročnu kunsku likvidnost, čime se pogoduje smanjenju kamatnih stopa na duži rok, te se potiče pojačano kunsko kreditiranje banaka. Na četiri do sada održane strukturne obratne repo aukcije središnja je banka na rok od četiri godine ukupno plasirala gotovo milijardu kuna, pri čemu je kamatna stopa na posljednje dvije aukcije spuštana s 1,8% na

1,4%. Kamatna stopa na redovitim tjednim obratnim repo operacijama sredinom rujna također je snižena, na 0,3% s 0,5%, a iznos plasiranih sredstava povećao se u odnosu na prethodni dio godine. Visoka likvidnost na financijskom tržištu utjecala je na daljnji pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa poslovnih banaka u Hrvatskoj, što je, zajedno s povoljnijim očekivanjima poduzeća i stanovništva u vezi s gospodarskim kretanjima u budućnosti i poboljšanim standardima odobravanja kredita, dovelo do rasta kreditne potražnje i porasta plasmana. Pritom se porast plasmana stanovništvu bilježi prvi put nakon višegodišnjeg razdoblja razduživanja tog sektora.

Početak četvrtog tromjesečja obilježio je nastavak povoljnih kretanja (rast industrijske proizvodnje i prometa u trgovini na malo te poboljšanje većine pokazatelja pouzdanja) pa se ocjenjuje da bi realna aktivnost mogla porasti u posljednja tri mjeseca za 2,6% na godišnjoj razini. Stoga bi rast BDP-a na razini cijele 2016. mogao iznositi 2,8% i dodatno se ubrzati na 3,0% u 2017. godini. Inozemna potražnja mogla bi i dalje najviše pridonositi rastu domaće aktivnosti. Očekuje se i povećanje doprinosa kapitalnih ulaganja, djelomično zbog jačeg korištenja sredstava iz fondova EU-a, kao i nastavka ulaganja u sektoru turizma. Povoljni učinci porezne reforme na neto raspoloživi dohodak stanovništva odrazit će se na nastavak rasta osobne potrošnje i zadržavanje njezina znatnog doprinosa ukupnom rastu BDP-a. Ocjenjuje se da su rizici ostvarivanja projiciranih stopa rasta BDP-a uravnoteženi. Naime, pretpostavljena stopa rasta

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
<b>Nacionalni računi (realne stope promjene, %)</b>										
BDP	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	1,6	2,8	3,0
Osobna potrošnja	1,2	-7,5	-1,5	0,3	-3,0	-1,9	-1,6	1,2	3,1	3,3
Državna potrošnja	-0,7	2,1	-1,6	-0,3	-1,0	0,3	-0,8	-0,3	1,4	1,0
Investicije u fiksni kapital	9,2	-14,4	-15,2	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	1,6	4,1	6,8
Izvoz robe i usluga	0,8	-14,1	6,2	2,2	-0,1	3,1	7,6	10,0	6,1	5,5
Uvoz robe i usluga	4,0	-20,4	-2,5	2,5	-3,0	3,1	4,5	9,4	6,5	7,4
<b>Tržište rada</b>										
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	2,3	-2,1	-4,2	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,8	1,5
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	13,2	14,9	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	15,0	14,4
Stopa nezaposlenosti (anketna)	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,3	14,3	13,9
<b>Cijene</b>										
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,2	1,6
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	2,9	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,1	1,6
<b>Vanjski sektor</b>										
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	1,0	2,1	5,1	2,8	2,0
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	-8,7	-5,0	-1,0	-0,6	0,1	1,1	2,3	5,8	3,8	3,1
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	84,3	101,1	104,2	103,7	103,0	105,3	107,9	103,4	93,8	87,5
<b>Monetarna kretanja (stope promjene, %)</b>										
Ukupna likvidna sredstva – M4	4,1	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,8	4,1
Ukupna likvidna sredstva – M4 <sup>a</sup>	3,8	-0,8	0,7	4,6	3,9	3,6	2,4	5,0	5,2	4,0
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	10,7	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-4,0	-1,3
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru <sup>b</sup>	8,7	-0,3	2,3	3,5	-1,2	1,0	-1,5	-2,2	1,4	2,6

<sup>a</sup> Isključujući utjecaj tečajnih promjena.

<sup>b</sup> Stope promjene izračunate su na temelju podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Bilten HNB-a br. 221).

Napomena: Ocjene za 2016. i projekcije za 2017. izvedene su iz podataka dostupnih do 8. prosinca 2016.

Izvori: DZS; MF; HNB

izvoza turističkih usluga u 2017. godini mogla bi se pokazati podcijenjenom ako se nastave kretanja zabilježena tijekom posljednje dvije godine. Osim toga, učinak porezne reforme na potrošnju kućanstva mogao bi naposljetku biti izraženiji ako manji dio povećanog dohotka bude usmjeren u štednju. S druge strane, glavni negativni rizici odnose se na vanjske učinke poput jačeg utjecaja izlaska Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije na gospodarska kretanja hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera te moguću reeskalaciju izbjegličke krize.

Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2016. ocijenjena je na -1,2%, pri čemu najveći negativan doprinos inflaciji daje energija. Do kraja godine očekuje se blago povećanje cijena sirove nafte, što bi uz pozitivan učinak baznog razdoblja trebalo rezultirati postupnim povećavanjem ukupne inflacije. Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2017. mogla bi porasti na 1,6%, ponajviše pod utjecajem jačanja uvoznih inflacijskih pritisaka, odnosno očekivanog rasta cijena sirove nafte i drugih sirovina, ubrzanja inflacije u europodručju i jačanja tečaja dolara prema euru (a potom i prema kuni) te izmjena u sustavu

indirektnih poreza.

Fiskalnu politiku u 2016. obilježio je nastavak smanjivanja manjka, znatnim dijelom pod utjecajem povoljnih cikličkih kretanja. Manjak bi se tako na razini cijele 2016. mogao spustiti znatno ispod 2,7% BDP-a, koliko je zahtijevano u sklopu Procedure pri prekomjernom manjku. Projicirana dinamika duga opće države upućuje na to da bi se mogao ispuniti i kriterij duga te bi tako Hrvatska u 2017. mogla izaći iz korektivnog dijela Pakta o stabilnosti i rastu. Međutim, u 2017. godini izgledno je produbljivanje strukturnog manjka.

U uvjetima razmjerno niske očekivane stope inflacije te još uvijek sporog oporavka kreditiranja privatnog sektora monetarna politika zadržat će ekspanzivan karakter, a nastaviti će se i održavanje stabilnog tečaja kune prema euru. Višak kunske likvidnosti monetarnog sustava, koji HNB podupire putem strukturnih i redovitih repo operacija, pogodovat će zadržavanju niskih domaćih kamatnih stopa, što bi se trebalo odraziti na dinamiziranje rasta plasmana i povoljno djelovati na ukupna gospodarska kretanja.

## 2. Kretanja u globalnom okružju

Globalni gospodarski rast usporio se tijekom 2016. na najnižu razinu od financijske krize te bi prema prvim procjenama mogao iznositi 3,1%. Usporavanje se najviše odnosi na razvijene zemlje, dok se dugogodišnji trend usporavanja gospodarske aktivnosti u zemljama u razvoju i zemljama s tržištima u nastajanju u tekućoj godini zaustavio. Slabljenje investicijske potrošnje u mnogim zemljama, a ponajviše u Kini i izvoznicama sirovina, djelovalo je i na usporavanje svjetske trgovine. Financijska su tržišta tijekom 2016. godine bila obilježena povećanom kolebljivošću, posebno nakon što je izglasovan izlazak Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije krajem lipnja, a potom i nakon američkih predsjedničkih izbora u studenome. Cijene nafte i drugih sirovina počele su se tijekom godine blago oporavljati, pa se zaustavilo usporavanje inflacije na globalnoj razini.

Stabilizaciji rasta u zemljama u razvoju i zemljama s tržištima u nastajanju tijekom 2016. najviše je pridonijelo popuštanje krize u Rusiji i Brazilu, dok se restrukturiranje i posljedično

usporavanje kineskoga gospodarstva nastavilo očekivanom dinamikom. Gospodarski rast zemalja izvoznica nafte i drugih sirovina i dalje je slab, no pogoduje mu blagi oporavak cijena sirovina.

Slabljenje gospodarskog rasta razvijenih zemalja u 2016. najvidljivije je kod SAD-a, gdje je zabilježen najsporiji rast u petogodišnjem razdoblju, i to zbog naglog pada investicija i stagnacije izvoza. U mnogim drugim razvijenim zemljama akumulirane neravnoteže i strukturne manjkavosti također ograničavaju potencijale gospodarskog rasta. Tako se i u europodručju, unatoč stimulativnim mjerama ekonomske politike, dinamika rasta tijekom 2016. ipak usporila u odnosu na godinu prije. S jedne strane, povećana zaposlenost i niska inflacija osiguravaju rast raspoloživog dohotka i jačaju potrošnju stanovništva, no slaba investicijska aktivnost i spor rast izvoza i nadalje otežavaju gospodarski rast.

### Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

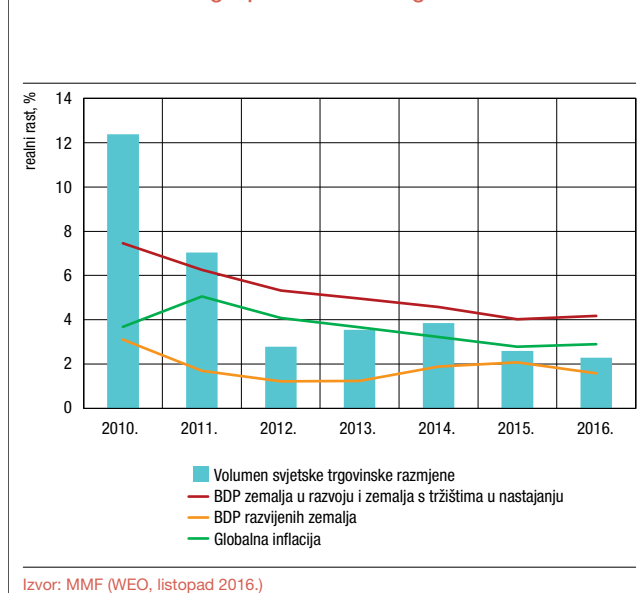
Gospodarska kretanja kod važnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera tijekom 2016. bila su razmjerno povoljna, a u tome je predvodila Njemačka. Uz stabilnu osobnu potrošnju, najveći doprinos rastu njemačkoga gospodarstva dao je izvoz, i to najviše u druge članice europodručja, nadomještajući tako razmjerno slabu potražnju s globalnog tržišta. Italija nastavlja bilježiti ispodprosječan rast, najviše zbog slabosti bankarskog sektora i manjka investicija. U Austriji su gospodarska kretanja povoljnija nego 2015. godine, a i za slovensko se gospodarstvo nastavio bilježiti stabilan rast, i to najviše zahvaljujući izvozu, dok je domaća potražnja blago oslabjela.

Kod trgovinskih partnera u regiji tijekom 2016. promjene su uglavnom bile pozitivne. Ocijenjeni rast za Bosnu i Hercegovinu iznosi 3,0%, slično kao i prethodne godine. Prema procjenama jednako toliko mogao bi dosegnuti i gospodarski rast u Srbiji, što značajno nadmašuje prethodna očekivanja.

### Cijene, tečajevi i uvjeti financiranja

Cijena je sirove nafte, nakon stabilizacije u trećem tromjesečju 2016., u posljednjem tromjesečju bila pod snažnim utjecajem očekivanja povezanih s mogućim dogovorom o ograničavanju proizvodnje zemalja članica OPEC-a. Pošto je na sastanku

Slika 2.1. Globalni gospodarski rast i trgovina





čelnika zemalja OPEC-a održanom 30. studenoga donesena odluka o smanjivanju dnevne proizvodnje, prvi put nakon 2008., cijena barela sirove nafte tipa Brent, u samo dva dana porasla je za više od 15%, na 53 USD za barel. Tijekom studenoga i listopada rasle su i cijene sirovina bez energije, i to nešto brže nego u prethodnom tromjesečju. Najviše su porasle cijene ugljena i željezne rude, ponajprije zbog rasta globalne potražnje, ali i smanjenja ponude iz rudnika u Kini zbog vladinih ograničenja u proizvodnji. Oporavile su se i cijene poljoprivrednih sirovina, dok je rast cijena kave i čaja poništio pad cijena žitarica i uljarica.

Tijekom 2016. nastavila su se divergentna kretanja monetarne politike SAD-a i europodručja. ESB je u užjuku spustio ključnu referentnu kamatnu stopu s 0,05 posto na nultu razinu i proširio program nekonzervativnih mjera monetarne politike. S druge strane, Fed je, nakon dužeg odgađanja, u prosincu podignuo referentnu kamatnu stopu za 25 baznih bodova.

Nadalje su bila vidljiva i divergentna kretanja tečaja eura prema važnijim svjetskim valutama. Tako je euro, nakon jačanja u prvoj polovini godine, u drugom polugodištu 2016. većinom deprecirao prema američkom dolaru. To je posebice bilo naglašeno poslije američkih predsjedničkih izbora početkom studenoga, kada je tečaj eura prema američkom dolaru slabio pa je na kraju mjeseca zabilježena najniža vrijednost u 2016., od samo 1,05 EUR/USD. Tome su, uz povećanje vjerojatnosti da će Fed na svojoj posljednjoj sjednici u prosincu nastaviti s povisivanjem ključne kamatne stope, pridonijela i očekivanja mogućeg zaozrača u američkoj ekonomskoj politici. Istodobno su rast nescločnosti riziku i intenziviranje političkih rizika u europodručju tijekom listopada i studenoga djelovali na jačanje švicarskog franka prema euru. Tečaj funte sterlinga prema euru počeo se tek u studenome oporavljati od snažnoga gubitka vrijednosti zabilježenog nakon referenduma o članstvu Ujedinjene Kraljevine u EU-u.

Uvjeti financiranja za europske zemlje s tržištima u nastajanju, uključujući i Hrvatsku, uglavnom su se poboljšavali tijekom 2016. Iznimka je kratkotrajno razdoblje neposredno nakon britanskog referenduma u lipnju i američkih predsjedničkih izbora u studenome. Posljednje navedeno razmjerno se snažno odrazilo na percepciju rizika, posebno prema tržištima u nastajanju. Vidjelo se to i u porastu indeksa EMBI za europska tržišta u nastajanju, uključujući i Hrvatsku, koji se povećao za oko 30 baznih bodova.

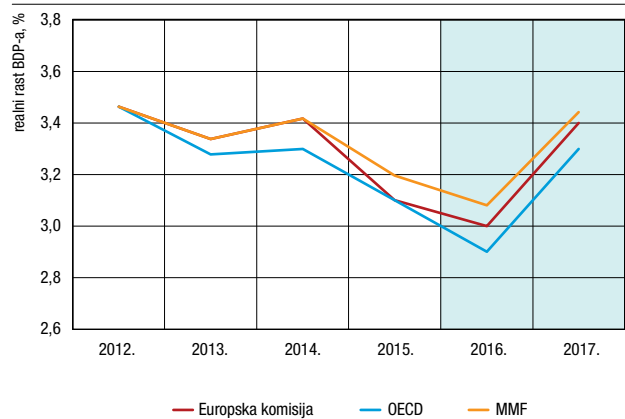
### Projicirana kretanja

Nakon što je za 2016. ocijenjeno 3,1%, globalni bi se gospodarski rast, prema projekcijama MMF-a, mogao dinamizirati i iznositi 3,4% u 2017. Pritom se očekuje da će zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju i dalje biti glavni generatori globalnog rasta, dok će se u razvijenim zemljama rast nastaviti razmjerno sporo zbog slabog povećanja proizvodnosti rada i drugih ograničenja.

Među velikim razvijenim tržištima najveća neizvjesnost vlada oko Ujedinjene Kraljevine, čiji bi se rast, kao posljedica Brexita, mogao prepолоviti u 2017. S druge strane, gospodarski rast SAD-a, nakon privremenog slabljenja u 2016. godini, trebao bi se postupno ponovno dinamizirati pod uvjetom daljnjeg jačanja osobne potrošnje i investicijske aktivnosti.

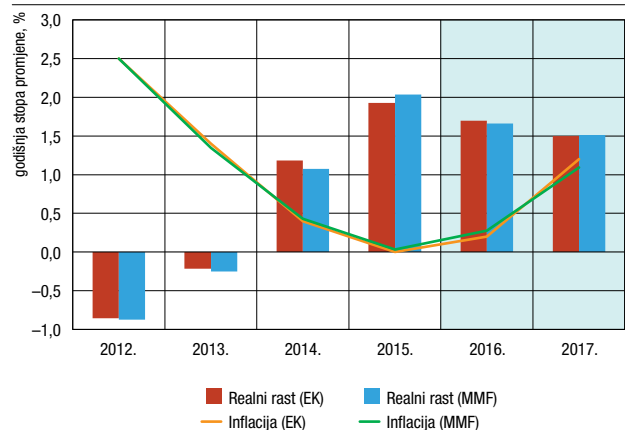
U europodručju se očekuje nastavak umjerenoga gospodarskog rasta u idućoj godini. On će se i dalje najviše temeljiti na osobnoj potrošnji potaknutoj rastom raspoloživog dohotka, premda bi očekivani porast inflacije mogao početi nagrizati kupovnu moć stanovništva. Investicijska je aktivnost u nekim zemljama europodručja već duže vrijeme opterećena slabom perspektivom dugoročnog rasta i visokom zaduženošću poduzeća, a u posljednje vrijeme ne pogoduje joj ni jačanje neizvjesnosti

Slika 2.2. Globalni gospodarski rast i projekcije relevantnih institucija



Izvori: MMF (WEO, listopad); Europska komisija (Winter Forecast, studeni); OECD (Economic Outlook, update, studeni 2016.)

Slika 2.3. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



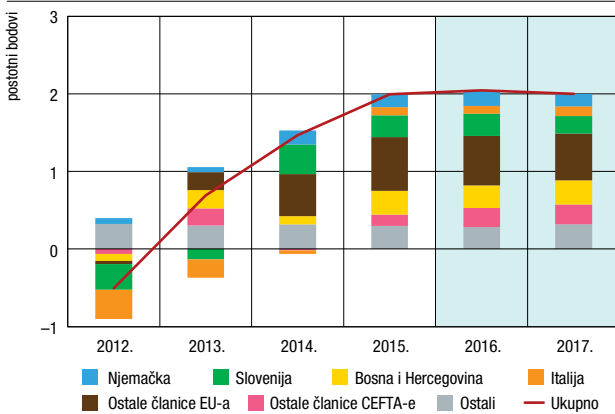
Izvori: MMF (WEO, listopad 2016.); Europska komisija (Autumn Forecast, studeni 2016.)

zbog Brexita i rast političke nestabilnosti. Tek bi u srednjem roku investicijska aktivnost mogla bitnije ojačati, nakon što veći broj projekata u okviru *Plana ulaganja za Europu* bude realiziran. Izvozni sektor također će davati ograničen doprinos rastu, s obzirom na potisnutu globalnu potražnju. Inflacija će u europodručju prilično porasti u idućem razdoblju kako bude iščezavao negativan doprinos cijena energije, a domaća potražnja postupno jačala.

Rast inozemne potražnje hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, koji se tijekom prethodnih godina ubrzavao, trebao bi se stabilizirati (Slika 2.4.). Predviđanja za Italiju manje su optimistična nego za druge partnere iz europodručja, pretežno zbog slabosti financijskog sektora i političke nestabilnosti. S druge strane, predviđanja za njemačko gospodarstvo razmjerno su povoljna, a očekuje se da će uz stabilnu osobnu potrošnju i oporavak investicija gospodarski rast nastaviti podržavati i izvozni sektor, koji se do sada pokazao prilično otpornim na globalno usporavanje trgovine. Očekivanja su uglavnom pozitivna i za zemlje iz regije, pa bi se i međusobna vanjskotrgovinska razmjena mogla osnažiti.

Unatoč razmjerno pozitivnim očekivanjima treba istaknuti

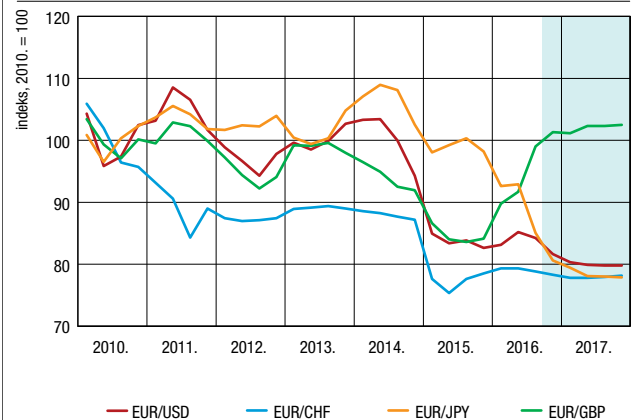
**Slika 2.4. Inozemna potražnja**  
doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



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

Izvor: MMF (WEO, listopad 2016.)

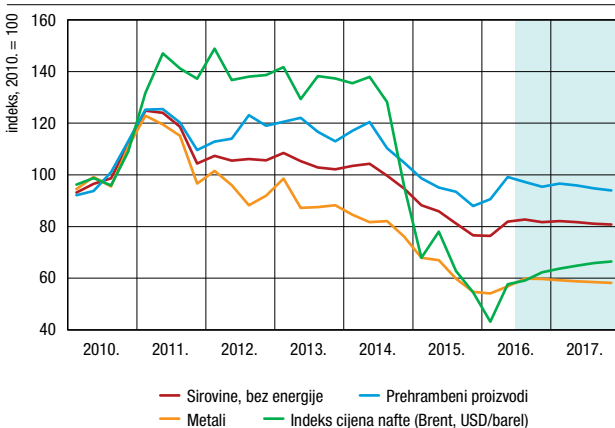
**Slika 2.7. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru**



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.

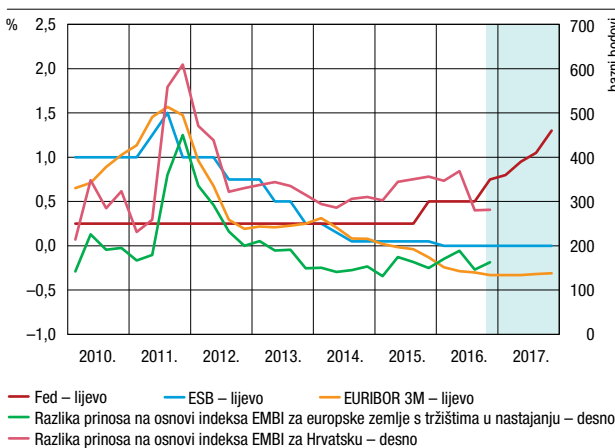
Izvori: Eurostat; *Foreign Exchange Consensus Forecasts* (prosinac 2016.)

**Slika 2.5. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu**



Izvori: MMF (kolovoz 2016.); cijene nafte: Bloomberg (*Brent crude oil futures*, 6. prosinca 2016.)

**Slika 2.6. Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih zemalja s tržištima u nastajanju kraj razdoblja**



Izvor: Bloomberg, 6. prosinca 2016.

da je globalni rast izložen sve izraženijim negativnim rizicima. Uz produljenu neizvjesnost oko Brexita i rizike koji proizlaze iz slabe globalne potražnje, dodatni izvor zabrinutosti čini i moguć zaokret u ekonomskoj politici SAD-a, posebno u vanjskotrgovinskoj i fiskalnoj politici. Povećana sklonost protekcionizmu mogla bi usporiti svjetsku trgovinu, dok bi fiskalni stimulansi i popratno pooštavanje monetarne politike, kao i rast nesklonosti riziku, mogli dovesti do značajnijeg pogoršanja globalnih uvjeta financiranja. Najviše bi se to moglo odraziti na zemlje s tržištima u nastajanju, pogotovo one s akumuliranim neravnotežama i velikim potrebama za financiranjem. S druge strane, ako se provedu, najavljenе stimulative fiskalne mjere mogle bi u kratkom roku dati dodatnog zamaha američkom gospodarstvu.

Što se tiče cjenovnih kretanja, najnovija tržišna očekivanja upućuju na daljnji blagi rast cijena sirove nafte do kraja tekuće godine, ali i u ostatku projekcijskog razdoblja. Tako bi u 2017. prosječna cijena sirove nafte tipa Brent mogla porasti na 56 USD/barel, u odnosu na 53 USD/barel, koliko je iznosila početkom prosinca 2016. Međutim, cijene sirove nafte bit će pod snažnim utjecajem neizvjesnosti glede provođenja dogovora zemalja članica OPEC-a i Rusije o smanjivanju proizvodnje i mogućeg rasta proizvodnje iz novih tehnologija u Americi. Kada je riječ o cijenama ostalih sirovina, u idućem se razdoblju očekuje blagi rast cijena poljoprivrednih sirovina i prehrambenih proizvoda, dok bi rast cijena metala mogao biti nešto izraženiji.

Fed je na sastanku u prosincu 2016. predvidio daljnje podizanje referentne kamatne stope tijekom 2017., i to možda jačom dinamikom. Restriktivnija monetarna politika Feda odražava nešto bolja očekivanja u vezi s gospodarskom dinamikom u SAD-u, koju bi dodatno mogla potaknuti najavljenā ekspanzivnija fiskalna politika. Glede ESB-a, ključne će kamatne stope ostati na sadašnjim ili nižim razinama tijekom duljeg razdoblja. Program otkupa obveznica koji istječe u ožujku 2017. proizveden je do kraja godine, ali u smanjenom obujmu (60 umjesto 80 mlrd. EUR mjesečno).

Projekcija tečaja EUR/USD i EUR/CHF zasniva se na *Foreign Exchange Consensus Forecasts* iz prosinca. Pritom se u 2017. očekuje blago jačanje američkog dolara prema euru, na 1,06 EUR/USD, nakon čega bi mogao uslijediti oporavak eura. Tečaj švicarskog franka prema euru mogao bi u 2017. iznositi 1,08 EUR/CHF, tek neznatno niže u odnosu na prethodnu godinu.

### 3. Agregatna potražnja i ponuda

Gospodarska se aktivnost u trećem tromjesečju 2016. značajno intenzivirala, te je na tromjesečnoj razini porasla za 1,7%. Ubrzanje rasta poglavito se može povezati s povoljnim kretanjima u turizmu, što se ogleda u snažnom rastu izvoza usluga. U istom je smjeru djelovalo i kretanje potrošnje kućanstava te državne potrošnje, dok su, s druge strane, robni izvoz i investicijska aktivnost oslabjeli.

Godišnja stopa promjene realnog BDP-a u trećem je tromjesečju iznosila 2,9%, čemu je poglavito pridonio zamjetan rast izvoza usluga, zbog čega je doprinos neto inozemne potražnje u navedenom razdoblju bio pozitivan. Istodobno proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje kako je ostvaren godišnji rast bruto dodane vrijednosti od 2,7%, pri čemu je povećanje zabilježeno kod svih djelatnosti.

#### Agregatna potražnja

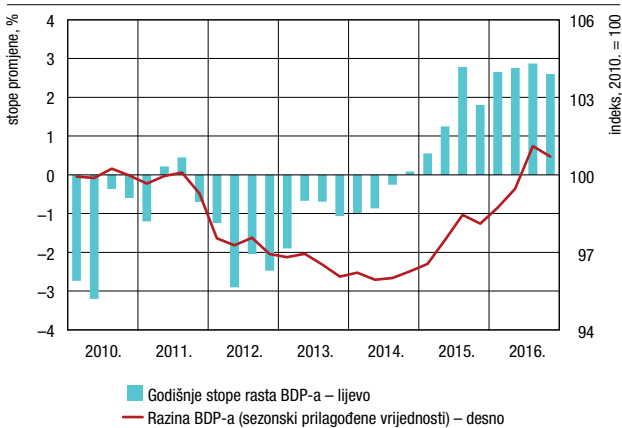
Realni izvoz robe i usluga u trećem se tromjesečju zadržao na

razini dosegnoj u prethodnom tromjesečju, stoga je već treće uzastopno tromjesečje primjetljivo slabljenje tromjesečne dinamike ukupnog izvoza. Takva kretanja odrazila su se i na godišnju stopu rasta izvoza robe i usluga, koja je u trećem tromjesečju i dalje bila visoka (6,3%), ali se gotovo prepolovila u odnosu na prosječnu stopu rasta u 2015. godini.

Stagnacija ukupnog izvoza tijekom trećeg tromjesečja odražava isključivo pad ostvaren u izvozu robe, dok se rast izvoza usluga može povezati s iznimno povoljnim ostvarenjima u turizmu, što potvrđuju dostupni podaci o kretanju prihoda od turizma iz platne bilance, kao i broj noćenja i dolazaka stranih turista. Kada je riječ o nepovoljnim kretanjima robnog izvoza, nominalni podaci o robnoj razmjeni prema glavnim industrijskim grupacijama za srpanj i kolovoz pokazuju da se na tromjesečnoj razini značajno smanjio izvoz kapitalnih proizvoda, a istodobno je pao i izvoz intermedijarnih dobara.

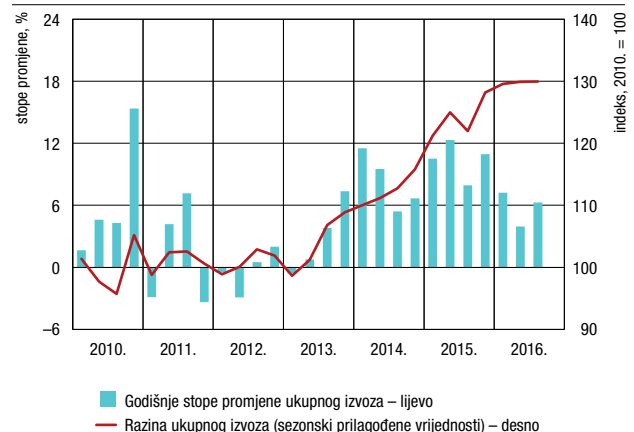
Osobna je potrošnja u trećem tromjesečju nastavila rasti već

**Slika 3.1. Bruto domaći proizvod realne vrijednosti**



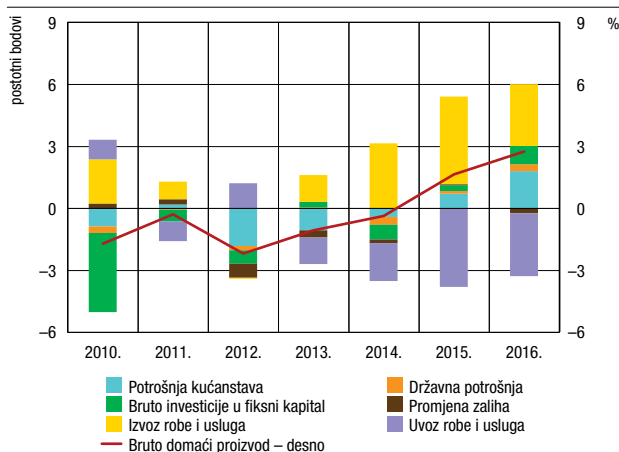
Napomena: Podatak za četvrto tromjesečje 2016. odnosi se na mjesečni pokazatelj realne aktivnosti HNB-a, procijenjen na temelju podataka objavljenih do 5. prosinca.  
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.3. Izvoz robe i usluga realne vrijednosti**



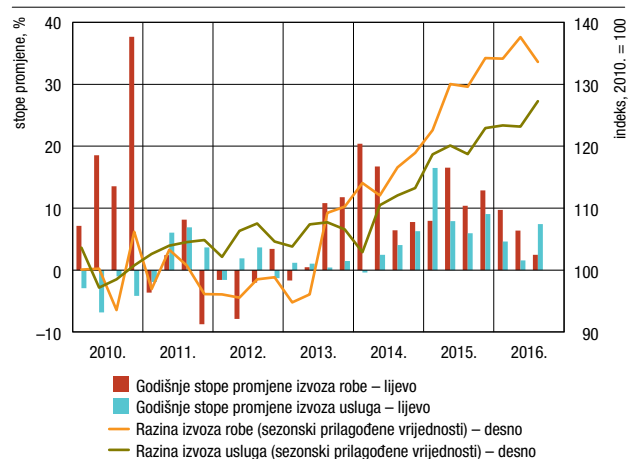
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.2. Promjena BDP-a doprinosi po komponentama**



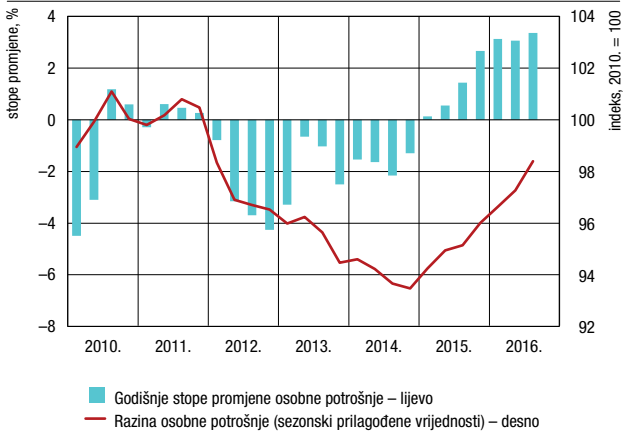
Napomena: Podaci za 2016. odnose se na prva tri tromjesečja.  
Izvor: DZS

**Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga**



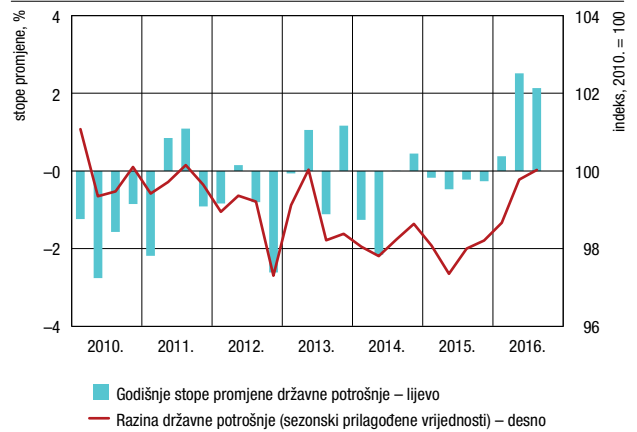
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.5. Osobna potrošnja**  
realne vrijednosti



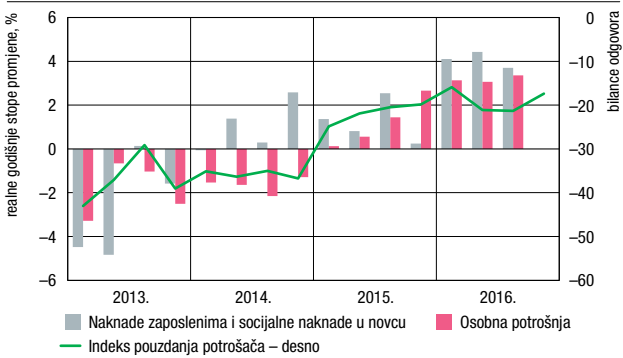
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.8. Državna potrošnja**  
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

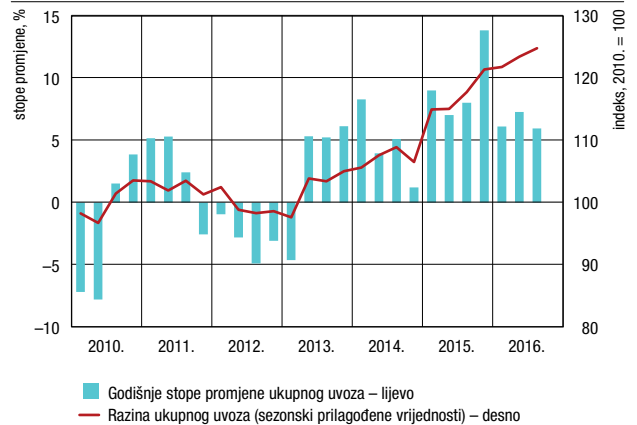
**Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje**  
realne vrijednosti i indeks



Napomena: Naknade zaposlenima i socijalne naknade u novcu za treće tromjesečje 2016. procjena su HNB-a. Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača u mjesecu izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka. Posljednji podatak za izračun pouzdanja potrošača odnosi se na studeni 2016.

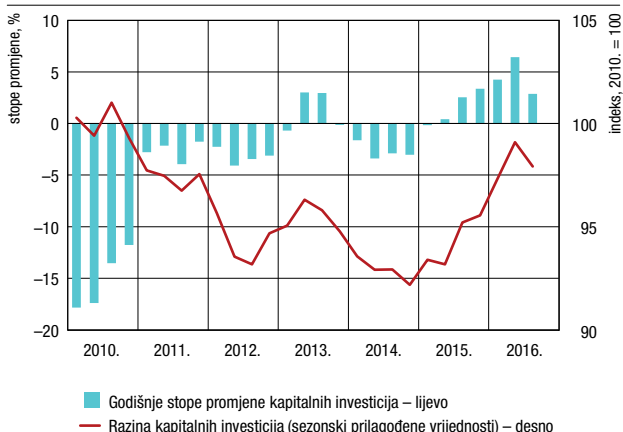
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

**Slika 3.9. Uvoz robe i usluga**  
realne vrijednosti



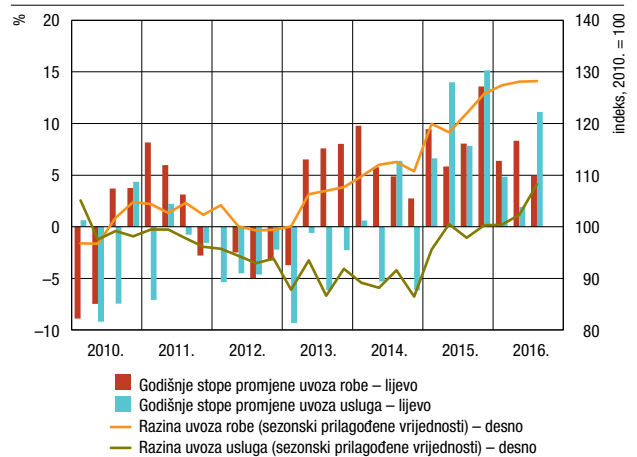
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital**  
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga**



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

sedmo uzastopno tromjesečje, te se na godišnjoj razini povećala za 3,4%, što je ujedno najviša godišnja stopa rasta još od 2008. godine. Povoljna kretanja odraz su nastavka oporavka na tržištu rada, a čini se i povećanih priljeva sredstava od pružanja turističkih usluga. Osim toga, u trećem se tromjesečju zaustavio pad optimizma potrošača, pri čemu se indeks pouzdanja potrošača i dalje nalazio na relativno visokim razinama, a u listopadu i studenome poboljšao se ponajprije zbog boljih očekivanja u vezi s ekonomskom i financijskom situacijom u sljedećih 12 mjeseci.

Bruto investicije u fiksni kapital u trećem su se tromjesečju 2016. smanjile u odnosu na prethodno tromjesečje nakon četiri tromjesečja kontinuiranog rasta. Njihova se godišnja stopa rasta tako usporila na 2,9%, sa 6,5% u drugom tromjesečju, što je djelomično posljedica i baznog učinka. Čini se kako bi se slabljenje investicijske aktivnosti na tromjesečnoj razini donekle moglo povezati s političkom nestabilnošću vezanom uz prijevremene izbore koja je rezultirala odgodom investicija, poglavito opće države, na što upućuje smanjenje građevinskih radova na ostalim građevinama. Osim toga, pad investicija može ujedno biti i rezultat dovršetka investicijskih projekata povezanih s turizmom tijekom prve polovine godine.

Tijekom trećeg tromjesečja nastavio se trend rasta državne potrošnje koji je započeo još sredinom prethodne godine, a to je djelomično posljedica rasta broja zaposlenih u javnim i državnim službama. Pritom se zbog baznog učinka godišnja stopa rasta blago usporila, na 2,1%, s 2,5% koliko je bilo ostvareno u drugom tromjesečju 2016.

S rastom ukupne domaće potražnje nastavilo se i povećavanje uvoza robe i usluga, pri čemu je na godišnjoj razini zabilježen rast od 6,0%. Promatrano na tromjesečnoj razini, ostvareni rast uvoza robe i usluga ponajprije je posljedica rasta uvoza usluga, koje su se, u usporedbi s prethodnim tromjesečjem povećale gotovo za 6%, i to uglavnom zbog uvoza usluga putovanja. Istodobno se realni uvoz robe zadržao na razini iz prethodnog tromjesečja. Pritom nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju kako je stagnacija uvoza robe posljedica snažnog smanjenja uvoza tijekom rujna, dok je u srpnju i kolovozu uvoz robe zamjetno povećan.

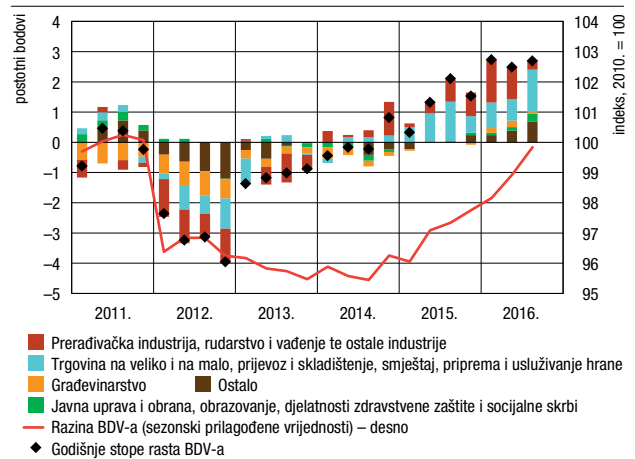
## Agregatna ponuda

Rast bruto dodane vrijednosti dodatno se intenzivirao u trećem tromjesečju 2016. te se, u usporedbi s ostvarenjem iz prethodna tri mjeseca, povećao za 0,9%. U promatranom su razdoblju porasle sve komponente BDV-a osim prerađivačke industrije i građevinarstva. Najveće je bilo povećanje u djelatnostima iz područja trgovine, prijevoza i turizma, što se može objasniti iznimno povoljnim kretanjima u turizmu, ali i nastavkom povećavanja potrošačkih mogućnosti kućanstava. Promatra li se na godišnjoj razini, bruto dodana vrijednost u trećem je tromjesečju ove godine porasla za 2,7%.

Dostupni mjesečni podaci upućuju na nastavak povoljnih kretanja u gospodarstvu u četvrtom tromjesečju 2016. Naime, realni promet od trgovine na malo povećao se u listopadu ove godine za 1,3% u odnosu na prosjek prethodnih triju mjeseci. Isto tako, industrijska se proizvodnja u listopadu, u usporedbi s ostvarenjima u drugom tromjesečju ove godine, povećala za 3,7%, ponajprije zbog povećanja proizvodnje energije. Od ostalih komponenata GIG-a također je porasla proizvodnja kapitalnih proizvoda i trajnih proizvoda za široku potrošnju. Međutim, model brze procjene BDP-a na temelju trenutno dostupnih podataka pokazuje blago smanjenje realnog BDP-a u četvrtom tromjesečju 2016. u odnosu na prethodna tri mjeseca, pri čemu je spomenuto smanjenje posljedica izrazito snažnog dinamiziranja gospodarske aktivnosti u trećem tromjesečju ove godine.

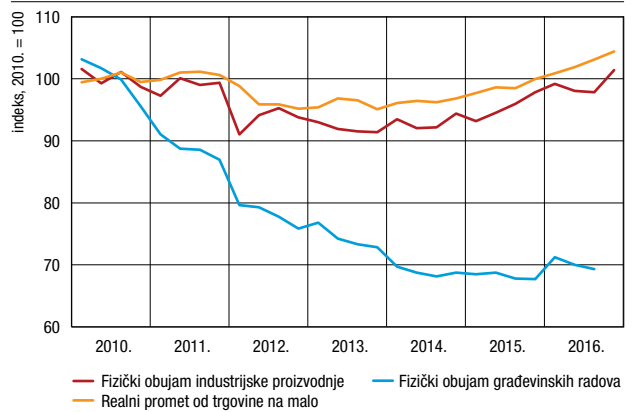
Iz dostupnih podataka o poslovnim očekivanjima (sezonski

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



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

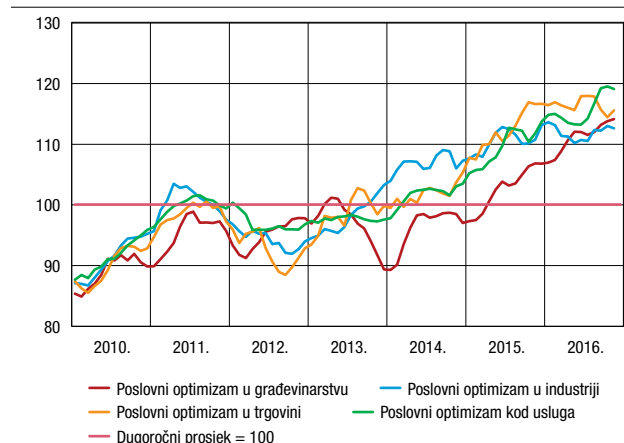
**Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti**  
sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2016. za građevinarstvo i trgovinu odnose se na listopad.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma**  
standardizirane sezonski prilagođene vrijednosti, tročlani pomični prosjeci



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

prilagođenih) proizlazi da će se nastaviti poboljšavati optimizam u građevinarstvu, industriji te u djelatnostima usluga u četvrtom tromjesečju 2016. Kada je riječ o očekivanjima u djelatnostima trgovine, poslovni se optimizam u listopadu i studenome pogoršao ponajprije zbog lošijih očekivanja glede prodaje u sljedeća tri mjeseca.

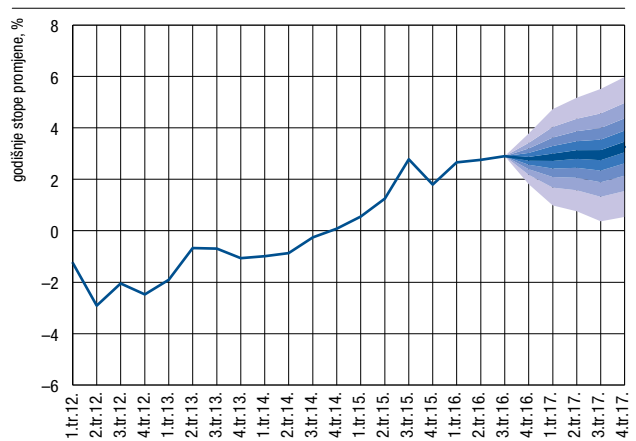
### Projicirana kretanja

Na razini cijele 2016. godine mogle bi visoke stope rasta izvoza robe i usluga, jačanje investicijske aktivnosti te zamjetno povećanje osobne potrošnje rezultirati godišnjim rastom realnog BDP-a od 2,8%. U 2017. očekuje se blago ubrzanje rasta (na 3,0%) pod utjecajem djelovanja porezne reforme na osobnu potrošnju i investicije. Pritom bi izvoz robe i usluga i dalje pojedinačno mogao dati najveći doprinos ukupnom rastu BDP-a, no očekuje se izraženije jačanje domaće potražnje.

Ocjena realnog rasta u 2016. povećana je za 0,5 postotnih bodova u odnosu na projekciju iz lipnja, kada se očekivao rast od 2,3%. Izmjena je uglavnom rezultat iznimno povoljnih ostvarenja sredinom ove godine, koja su znatno bolja nego što se prije očekivalo, pogotovo kada je riječ o rastu investicija u drugom te izvozu robe i usluga i osobnoj i državnoj potrošnji u trećem tromjesečju. Među sastavnicama domaće potražnje očekuje se da će se najveće povećanje u 2016. odnositi na bruto investicije u fiksni kapital. Naime, u drugom je tromjesečju 2016. investicijska aktivnost imala najveći godišnji rast od 2008. godine ponajprije zbog iznimno povoljnih kretanja u privatnom sektoru, no taj se rast usporio u sljedeća tri mjeseca. Tako bi bruto investicije u fiksni kapital na razini cijele 2016. mogle porasti za 4,1%. Nakon iznimno visokih ostvarenja u prva tri tromjesečja 2016., osobna bi se potrošnja do kraja godine mogla nastaviti kretati sličnom dinamikom. Naime, u rujnu je zaustavljen pad pouzdanja potrošača koji je započeo početkom ove godine, te je potrošački optimizam znatno bolji nego je bio sredinom godine. Osim toga, povoljna kretanja na tržištu rada, koja se ponajprije odnose na daljnje smanjenje stope nezaposlenosti te nastavak rasta neto plaća, očekuju se i tijekom četvrtog tromjesečja, pa bi potrošnja kućanstava na razini cijele 2016. mogla porasti za 3,1%. Ostvarenja rasta državne potrošnje u prva su tri tromjesečja 2016. bila iznad očekivanja, a takva su kretanja uglavnom posljedica povećanja naknada zaposlenima. Tako bi i ova sastavnica agregatne potražnje mogla rasti brže nego što se prije očekivalo, te se na razini godine povećati za 1,4% i tako pozitivno pridonijeti rastu BDP-a. Godišnji rast izvoza robe i usluga mogao bi se dodatno intenzivirati u posljednjem tromjesečju ove godine, pa bi povećanje ukupnog izvoza na razini 2016. moglo iznositi 6,1%. U skladu s time ukupan bi izvoz i ove godine najviše pridonio rastu realnog BDP-a. Očekivani nastavak rasta domaće potražnje i izvoza robe i usluga mogao bi rezultirati daljnjim povećanjem ukupnog uvoza, koji bi u 2016. godini mogao porasti za 6,5%. Tako bi doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u 2016. mogao biti blago negativan (-0,1 postotni bod, dok je 2015. bio pozitivan i iznosio 0,5 postotnih bodova).

Gospodarska bi se aktivnost u 2017. mogla intenzivirati pa bi rast realnog BDP-a mogao iznositi 3,0% (u projekciji iz lipnja 2,5%). Pritom se očekuje blago intenziviranje osobne potrošnje koja bi mogla dosegnuti rast od 3,3% i time opet dati snažan pozitivan doprinos ukupnome gospodarskom rastu. Ubrzanje rasta

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

potrošnje kućanstava u odnosu na 2016. godinu ponajprije je posljedica izmjena u sustavu oporezivanja dohotka, koje bi trebale imati povoljan učinak na neto raspoloživi dohodak kućanstava. Investicijska bi se aktivnost također mogla ubrzati djelomično zbog izmjena u sustavu oporezivanja dobiti, a djelomično zbog višeg rasta ostalih komponenata domaće potražnje pa bi se njezin pozitivan doprinos gospodarskom rastu mogao značajno povećati u usporedbi s 2016. godinom. S druge strane, rast državne potrošnje možda će se u 2017. usporiti s obzirom na to da se očekuje stagnacija broja zaposlenih u javnim i državnim službama na godišnjoj razini. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, rast izvoza robe i usluga i dalje bi mogao davati najizraženiji pozitivan doprinos rastu BDP-a. Konačno, očekuje se daljnje povećanje uvoza robe i usluga kao posljedica rasta domaće potražnje, ali i nastavka rasta izvoza robe i usluga s obzirom na uvoznu zavisnost izvoza. Tako bi se u 2017. godini negativan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu mogao značajno povećati (na -0,7 postotnih bodova).

Rizici oko središnje projicirane veličine po godinama uravnoteženi su. Glavni pozitivni rizici odnose se na potencijalne snažnije pozitivne učinke izmjena poreza na dohodak na osnovi veće sklonosti potrošnje kućanstava u odnosu na očekivano. U tom bi slučaju rast osobne potrošnje mogao biti veći, a pozitivan doprinos potrošnje kućanstava gospodarskom rastu izrazitiji od onog prikazanog trenutačnom projekcijom. Osim toga, tijekom projekcijskog bi razdoblja povlačenje sredstava iz fondova EU-a moglo biti veće, a to bi naposljetku moglo povoljnije utjecati na rast gospodarske aktivnosti nego što je to ugrađeno u trenutačnu projekciju. S druge strane, glavni negativni rizici odnose se na vanjske učinke poput jačeg utjecaja Brexita na gospodarska kretanja hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera nego što se sada očekuje. Konačno, moguća reeskalacija izbjegličke krize mogla bi rezultirati problemima na granicama i imati negativne učinke na izvoz robe. Osim toga, izbjeglička kriza mogla bi nepovoljno utjecati na turizam i time smanjiti izvoz usluga, koji je iznimno važan za hrvatski gospodarski rast.

## 4. Tržište rada

### Zaposlenost i nezaposlenost

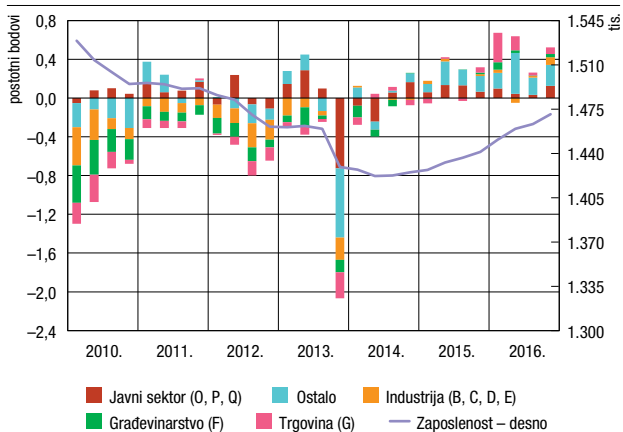
Nakon usporavanja rasta broja zaposlenih sredinom tekuće godine, početkom četvrtog tromjesečja ponovo je zabilježeno njegovo intenziviranje. Tako se tijekom listopada i studenoga zaposlenost povećala za 0,5% u odnosu na ljetne mjesece, pa se stopa rasta približila onima ostvarenima početkom godine. Pritom rast zaposlenosti tijekom cijeloga promatranog razdoblja u velikoj mjeri generiraju uslužne djelatnosti privatnog sektora, a u četvrtom su tromjesečju povećani i doprinosi industrije i javnog sektora (Slika 4.1.).

Nezaposlenost se u trećem tromjesečju 2016. godine nastavila smanjivati malo slabijim intenzitetom nego u prvoj polovini godine. Naime, broj nezaposlenih smanjio se za 4,2% u odnosu

na prethodno tromjesečje, a u prvom polugodištu smanjenje je iznosilo prosječno -5,7%. Pritom je na smanjenje broja nezaposlenih snažnije utjecalo novo zapošljavanje nego ostali razlozi (brisani iz evidencije zbog nepridržavanja zakonskih odredbi, objave i nejavljanja). Daljnje usporavanje pada broja nezaposlenih obilježilo je i početak četvrtog tromjesečja, pa se u listopadu broj nezaposlenih smanjio za 3% u odnosu na prosjek prethodnog tromjesečja (Slika 4.2.). Smanjenje broja nezaposlenih vjerojatno se djelomice može povezati s ubrzanim trendom emigracije radno sposobnog stanovništva u razvijenije zemlje EU-a, na što upućuju godišnji podaci DZS-a, ali i podaci inozemnih statističkih ureda.<sup>1</sup>

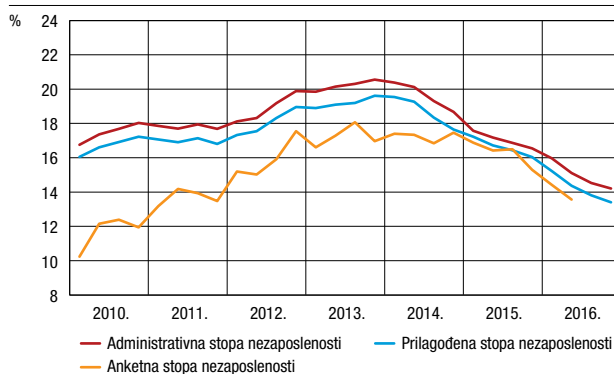
U uvjetima kontinuiranog smanjivanja broja nezaposlenih

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



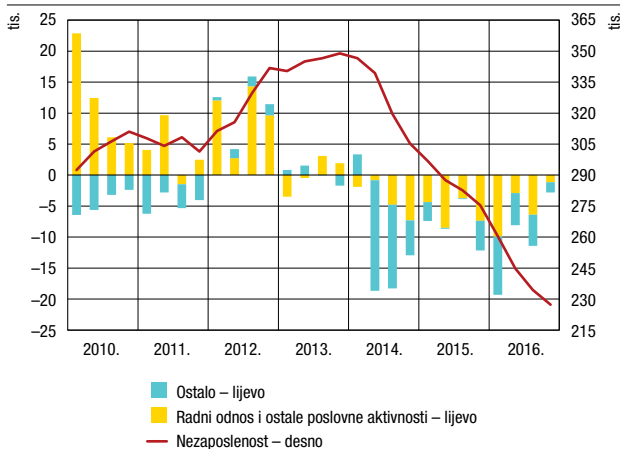
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad i studeni.  
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 4.3. Stope nezaposlenosti**  
sezonski prilagođeni podaci



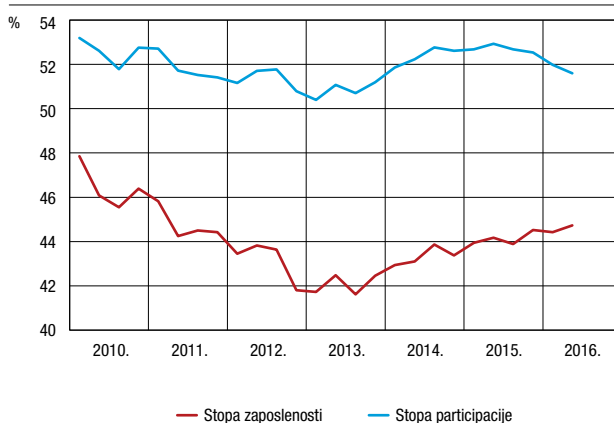
Napomena: Prilagođena stopa nezaposlenosti procjena je HNB-a i računa se kao udio broja administrativno nezaposlenih u aktivnom stanovništvu procijenjenom kao zbroj nezaposlenih osoba i osiguranika HZMO-a. Od siječnja 2015. u izračunu administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD. Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad.  
Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi**  
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

<sup>1</sup> Službeni podaci DZS-a pokazuju da se u 2015. godini odselilo gotovo 30 tisuća hrvatskih državljana (oko 0,7% ukupnog stanovništva), što je čak tri puta više nego u 2008. godini. Međutim, moguće je da službena statistika podcjenjuje broj odseljenih s obzirom na to da službeni podaci obuhvaćaju samo one osobe koje su promijenile prebivalište u razdoblju dužem od jedne godine i prijavile to Ministarstvu unutarnjih poslova. Tako se, primjerice, prema službenim podacima DZS-a u Njemačku u 2015. odselilo 12 tisuća hrvatskih državljana, dok službeni podaci statističkog ureda u Njemačkoj pokazuju da je u 2015. godini broj osoba s hrvatskim državljanstvom bio veći za oko 35 tisuća u odnosu na 2014. godinu.

**Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2016. i 2017. godinu**  
godišnje stope promjene

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Broj zaposlenih	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,8	1,5
Stopa nezaposlenosti (anketna)	15,9	17,3	17,3	16,3	14,3	13,9
Prosječna nominalna bruto plaća	1,0	0,8	0,2	1,3	1,8	1,9
Jedinični trošak rada	-1,3	-2,3	-2,4	-0,5	0,9	0,4
Proizvodnost	1,4	1,7	-3,1	0,1	1,0	1,4

Napomena: Godišnje stope promjene prosječne bruto plaće do 2015. odnose se na podatke prikupljene mjesečnim istraživanjem RAD-1, a od 2016. iz obrasca JOPPD.  
Izvori: DZS; Eurostat; HZMO; projekcija HNB-a

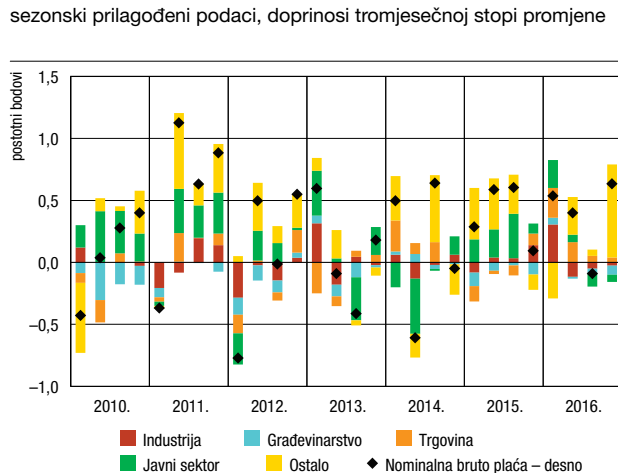
nastavila se smanjivati stopa nezaposlenosti, koja je u trećem tromjesečju iznosila 14,5% (15,1% u prethodnom tromjesečju). Isti je trend nastavljen i na početku četvrtog tromjesečja, pri čemu se, prema sezonski prilagođenim podacima, stopa nezaposlenosti spustila na 14,2% (Slika 4.4.). U izračunu administrativne stope nezaposlenosti upotrebljavaju se podaci DZS-a o zaposlenosti koji su dobiveni obradom podataka iz obrasca JOPPD, a ne ranije opisani podaci o broju osiguranika HZMO-a. Kad bi se za izračun stope nezaposlenosti uzimali podaci HZMO-a, stopa nezaposlenosti u listopadu bi iznosila 13,4%. Osim toga, posljednji dostupni podaci pokazuju da se anketna stopa nezaposlenosti spustila na 13,6% u drugom tromjesečju s 14,4% u prvom tromjesečju 2016. (Slika 4.3.).

Povoljna kretanja na tržištu rada potvrđuju i podaci iz Ankete o radnoj snazi. Naime, u drugom tromjesečju 2016. zamjetljivo se smanjila nezaposlenost te se istodobno blago povećala zaposlenost. U skladu s navedenim kretanjima i u uvjetima neznatnog smanjenja radno sposobnog stanovništva stopa participacije blago se smanjila (s 52,0% na 51,6%), dok se stopa zaposlenosti povećala (Slika 4.4.).

### Plaće i jedinični trošak rada

Financijski pokazatelji tržišta rada bili su malo nepovoljniji u trećem tromjesečju 2016. nego u dotadašnjem dijelu godine. Prosječna plaća tako se na tromjesečnoj razini blago smanjila zbog nižih plaća u javnom sektoru te u sektoru industrije i građevinarstva (Slika 4.5.). Istodobno je kupovna moć plaća

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

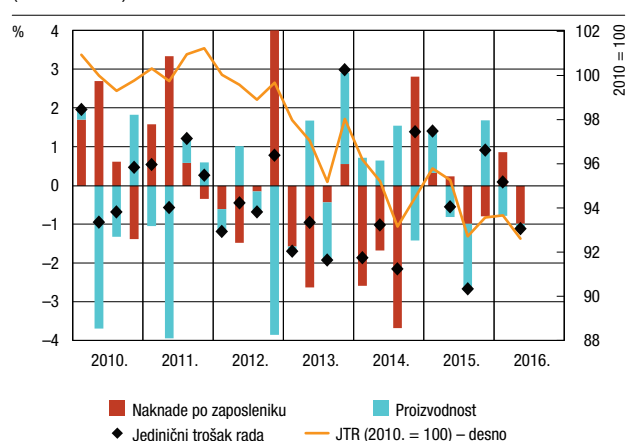


Napomena: Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene iz obrasca RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD.

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

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

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



Napomena: Rast proizvodnosti ima negativan predznak.

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

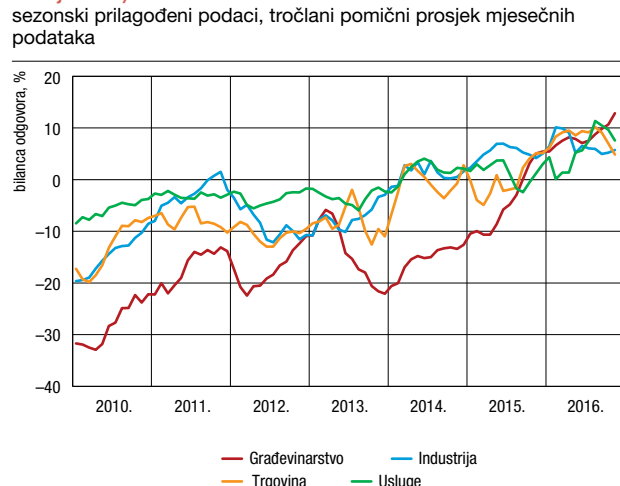
smanjena još više zbog tekućeg porasta potrošačkih cijena. Međutim, posljednji dostupni podaci za listopad 2016. ponovo upućuju na rast prosječne plaće. Navedeni rast može se objasniti ponajprije povećanjem plaća u privatnom sektoru, dok su se plaće u javnom sektoru nastavile smanjivati. Pritom je rast realnih plaća i nadalje bio manje izražen zbog dodatnog ubrzanja tekućeg rasta potrošačkih cijena.

U drugom tromjesečju 2016. godine zabilježeno je znatno smanjenje jediničnog troška rada (-1,1%) zbog smanjenja naknada po zaposleniku, dok je istodobno proizvodnost rada stagnirala. Pritom su niže naknade po zaposleniku posljedica izrazitijeg rasta broja zaposlenika u uvjetima blagog rasta ukupno isplaćenih naknada (Slika 4.6.).

### Projicirana kretanja

Prema projekciji HNB-a očekuje se da bi na razini cijele 2016. zaposlenost mogla porasti za 1,8%. Pritom posljednji dostupni podaci iz Ankete o pouzdanju poduzeća upućuju na zadržavanje povoljnih kretanja zaposlenosti krajem 2016. u svim djelatnostima privatnog sektora (Slika 4.7.). S druge strane, anketna stopa nezaposlenosti prema procjeni HNB-a mogla bi

**Slika 4.7. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)**  
sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)



se smanjiti u 2016. za malo više od postotnog boda. Što se tiče cijene rada, očekivani rast prosječne nominalne bruto plaće u 2016. godini iznosi 1,8%. Pritom se pretpostavlja da će rast plaća ponajprije biti određen kretanjima u privatnom sektoru. S druge strane, pretpostavlja se da će rast plaća u javnom sektoru biti određen isključivo godinama staža, dok će njihov potencijalno snažniji rast ovisiti o ishodu pregovora Vlade RH i sindikata. Nadalje, očekuje se rast jediničnog troška rada u 2016. s obzirom na to da bi rast plaća mogao biti viši od rasta proizvodnosti

rada. U 2017. godini očekuje se rast zaposlenosti slabijeg intenziteta nego u 2016. s obzirom na to da se ne očekuje izrazitije ubrzanje gospodarskog rasta, dok bi anketna stopa nezaposlenosti mogla iznositi manje od 14%. Također, u 2017. očekuje se nastavak rasta prosječne nominalne bruto plaće sličnim intenzitetom kao i u 2016., dok bi neto plaće mogle snažnije rasti zbog zakonskih izmjena poreza na dohodak koje stupaju na snagu u siječnju 2017.

## 5. Inflacija

Godišnji pad potrošačkih cijena zamjetljivo se usporio u drugoj polovini 2016., s  $-1,6\%$  u lipnju na  $-0,5\%$  u listopadu. Tome je najviše pridonijelo smanjenje negativnog doprinosa cijena energije, poglavito naftnih derivata. Istodobno, došlo je i do povećanja temeljne inflacije, koja je u listopadu prvi put ove godine ušla u pozitivan teritorij te je iznosila  $0,2\%$ , što je za  $1,1$  postotni bod više u odnosu na lipanj. Usporio se i godišnji pad proizvođačkih cijena industrije (bez energije), s  $-1,5\%$  u lipnju na  $-1,0\%$  u listopadu, što također upućuje na smanjenje deflatorskih pritisaka.

Pokazatelji tekućega kretanja inflacije znatno su porasli od sredine 2016. i upućuju na jačanje inflatornih pritisaka (Slika 5.2.). S druge strane, indeks rasprostranjenosti inflacije se nakon sedam mjeseci uzastopnog rasta (od prosinca 2015.) u posljednja tri mjeseca blago smanjio te je u listopadu iznosio  $58,4\%$ . To i nadalje pokazuje da cijene većine proizvoda iz košarice za izračun harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena rastu.

Energija je komponenta IPC-a koja još uvijek daje najveći negativan doprinos godišnjoj stopi inflacije, no on se od sredine godine zamjetljivo smanjio, s  $-1,2$  postotna boda u lipnju na  $-0,6$  postotnih bodova u listopadu. Tome su najviše pridonijele cijene naftnih derivata, čiji se negativan doprinos u listopadu spustio na  $-0,1$  postotni bod. S jedne strane, to je bio rezultat njihova poskupljenja u rujnu i listopadu, koji je odražavao kretanje cijena sirove nafte na svjetskom tržištu te, s druge strane, učinka baznog razdoblja, odnosno izraženog pada tih cijena u razdoblju od srpnja do listopada 2015. godine. Naime,

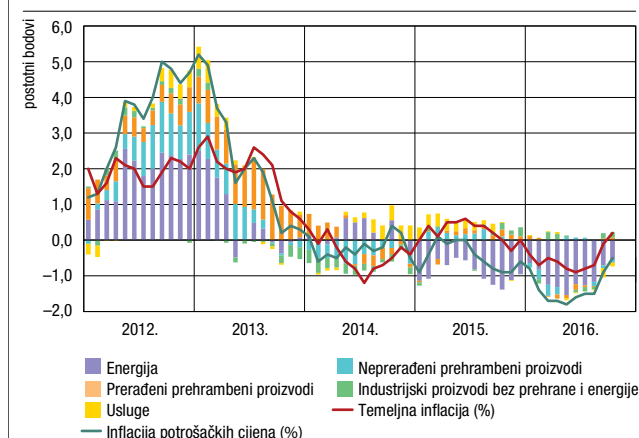
prosječna cijena barela sirove nafte tipa Brent blago se povećala na  $50$  USD u listopadu, s  $48$  USD, koliko je iznosila u lipnju, a u istom razdoblju 2015. godine smanjila se gotovo za četvrtinu.

Porastu inflacije pridonijele su i cijene prerađenih prehrambenih proizvoda, čiji se doprinos ukupnoj godišnjoj inflaciji povećao s  $-0,2$  postotna boda u lipnju na  $0,1$  postotni bod u listopadu. To je velikim dijelom bilo posljedica tekućeg poskupljenja mlijeka i mliječnih prerađevina, kao i učinka baznog razdoblja (smanjenja cijena tih proizvoda u istom razdoblju 2015. zbog ukidanja kvota na proizvodnju mlijeka u EU-u). Povećao se i doprinos cijena industrijskih proizvoda bez prehrane i energije s  $-0,1$  postotni bod u lipnju na  $0,1$  postotni bod u listopadu. Tome je u velikoj mjeri pridonijelo poskupljenje odjeće i obuće, i to ponajviše jer je sezonski rast tih cijena u rujnu ove godine bio izrazitiji nego prošle godine.

S druge strane, blagi pritisak na smanjenje ukupne godišnje inflacije od sredine 2016. dolazio je od cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda i cijena usluga. Tome je najviše pridonio pad godišnje stope promjene cijena poljoprivrednih proizvoda, poglavito povrća, koji je djelomice bio ublažen povećanjem godišnje stope promjene cijena mesa, koja je u listopadu prvi put nakon gotovo tri godine ušla u pozitivan teritorij. Kada je riječ o cijenama usluga, vidljivo je da se najviše smanjio doprinos cijena usluge odvodnje otpadnih voda (zbog učinka baznog razdoblja) i cijena bolničkih usluga ukupnoj inflaciji.

Inflacija se u Europskoj uniji ubrzala od sredine 2016. (Slika 5.3.). Tome je gotovo u potpunosti pridonijelo usporavanje

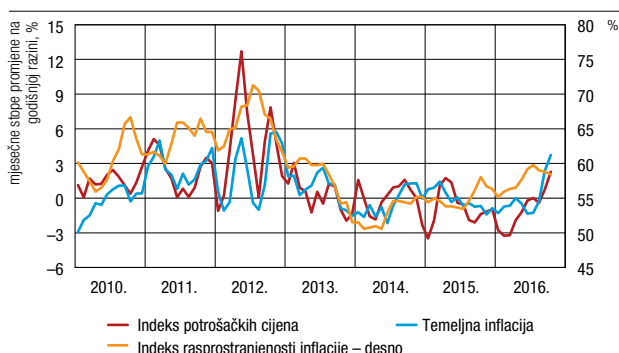
Slika 5.1. Godišnja stopa inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Napomena: Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 5.2. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



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

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

godišnje stope promjene

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

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

godišnjeg pada cijena energije, što je pretežno rezultat učinka baznog razdoblja odnosno pada cijena energije u istom razdoblju 2015. Istodobno se blago usporio rast temeljne inflacije (mjerene HIPC-om bez energije, prehrane, pića i duhana), ponajviše zbog usporavanja rasta cijena usluga.

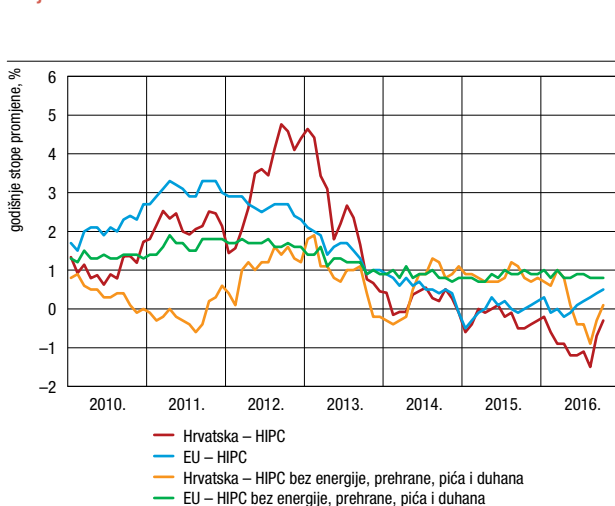
U Hrvatskoj se, za usporedbu, znatno usporio godišnji pad potrošačkih cijena mjerenih HIPC-om, s  $-1,2\%$  u lipnju na  $-0,3\%$  u listopadu. Tome je, slično kao u EU-u, najviše pridonijelo smanjenje negativnog doprinosa cijena energije, a u malo manjoj mjeri i rast cijena industrijskih i prerađenih prehrambenih proizvoda. Tako se razlika u inflaciji između Hrvatske i Europske unije u listopadu smanjila na  $-0,8$  postotnih bodova (s  $-1,3$  u lipnju.). Više o tome vidi u Okviru 1. Uzroci razlike između inflacije u Hrvatskoj i europodručju. Kada je riječ o temeljnoj inflaciji, koja ne uključuje cijene energije, prehrane, pića i duhana, ona se u Hrvatskoj znatno ubrzala u posljednja četiri mjeseca, i to za  $0,5$  postotnih bodova, pa je u listopadu iznosila  $0,1\%$ . Tome je najviše pridonio spomenuti rast cijena industrijskih proizvoda.

### Projicirana kretanja

U 2016. prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena mogla bi se smanjiti na  $-1,2\%$  (s  $-0,5\%$  u 2015.). Pritom bi doprinos cijena energije u 2016. mogao iznositi  $-0,9$  postotnih bodova, podjednako kao u 2015. U prosincu se očekuje znatno povećanje cijene barela sirove nafte tipa Brent na svjetskom tržištu, što bi uz učinak baznog razdoblja trebalo rezultirati usporavanjem godišnjeg pada cijena energije s  $-3,3\%$  u listopadu na  $-1,4\%$  u prosincu. Nadalje, prognozirano je da bi prosječna godišnja stopa promjene cijena prehrane mogla pasti na  $-0,7\%$  u 2016. (s  $0,3\%$  u 2015.), zbog prelijevanja nižih cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu na domaće cijene, ruskog embarga na uvoz te zbog viškova na tržištu EU-a. Ocjenjuje se da će prosječna godišnja stopa promjene potrošačkih cijena bez prehrane i energije u 2016. iznositi  $0,1\%$  (nakon  $0,7\%$  zabilježenih u 2015.), što u velikoj mjeri odražava pad cijena komunikacijskih usluga te cijena rekreativnih i sportskih usluga. U prosincu 2016. inflacija bi mogla ući u pozitivan teritorij potpomognuta očekivanim rastom cijena naftnih derivata, duhana (zbog povećanja trošarina), prehrane i pozitivnim učincima baznog razdoblja.

U 2017. prognozirano je znatno ubrzanje inflacije, na  $1,6\%$ , i to ponajviše pod utjecajem jačanja uvoznih inflacijskih pritisaka te učinaka porezne reforme. Osim toga, očekuje se da će postupno iščezavati indirektni učinci prijašnjeg pojeftinjenja sirovina na finalne proizvode. U 2017. godini tako se očekuje znatan rast cijene barela sirove nafte tipa Brent (u kunama) od oko  $34\%$ , rast cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu te ubrzanje inflacije u europodručju, što se očituje i u zamjetljivom povećanju godišnje stope promjene deflatora uvoza robe i usluga (Slika 5.4.). Nadalje, izravni učinci poreznih izmjena na prosječnu godišnju stopu inflacije u 2017. procijenjeni su na oko  $0,35$  postotnih bodova te obuhvaćaju povećanje PDV-a na šećer i ugostiteljske usluge s  $13\%$  na  $25\%$  i rast trošarina na cigarete i duhan te nove automobile<sup>2</sup>. Inflatorni pritisci proizašli iz domaćega gospodarskog okružja tijekom 2017. godine također bi se mogli povećati, ako se ima na umu nastavak smanjenja

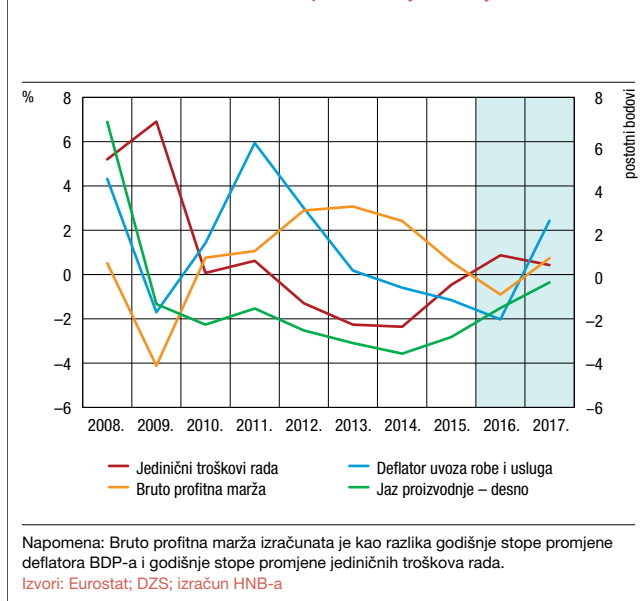
Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i Europskoj uniji



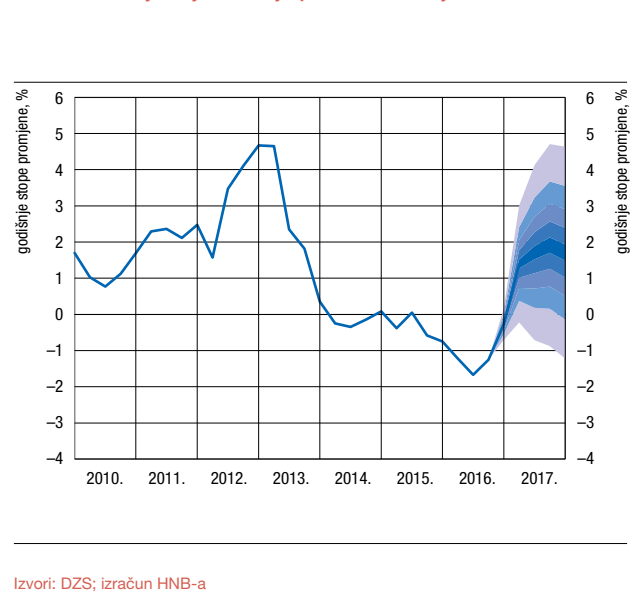
Izvori: DZS; Eurostat

2 Smanjenje PDV-a na odvoz smeća djeluje u suprotnom smjeru (na smanjenje inflacije), dok je procijenjeno da će doprinos pojeftinjenja električne energije zbog niže stope PDV-a biti poništen povećanjem naknade za obnovljive izvore energije.

Slika 5.4. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



Slika 5.5. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



jaza proizvodnje. Pritom je projiciran znatan rast osobne potrošnje od 3,3%, potaknut, među ostalim, očekivanim povećanjem raspoloživog dohotka stanovništva zbog izmjena poreza na dohodak. U skladu sa spomenutim kretanjima, ocjenjuje se da bi u 2017. moglo doći do ubrzanja prosječne godišnje stope promjene cijena svih triju komponenti projekcije inflacije (energije, prehrane i indeksa cijena bez prehrane i energije), pri čemu bi povećanje doprinosa cijena energije ukupnoj inflaciji moglo biti najizrazitije.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Rizici koji bi mogli pridonijeti tome

da stopa inflacije bude viša od prognozirane odnose se na moguću snažniju rast cijena sirove nafte, nepovoljne vremenske prilike i smanjenje viškova na tržištu EU-a, koji bi mogli rezultirati snažnijim rastom cijena poljoprivrednih proizvoda, moguću utjecaj administrativnih odluka te izrazitije slabljenje tečaja eura prema američkom dolaru. Rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju od projicirane jesu manje izraženo prelijevanje učinaka porezne reforme na rast potrošačkih cijena, niže cijene sirove nafte i ostalih sirovina na svjetskim tržištima, prigušeniji rast inflacije u europodručju te niže cijene zbog administrativnih odluka (moguće pojeftinjenje električne energije u 2017.).

## Okvir 1. Uzroci razlike između inflacije u Hrvatskoj i europodručju

*Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u Hrvatskoj je tijekom 2016. bila zamjetljivo niža u usporedbi s inflacijom u europodručju. To je najvećim dijelom bilo rezultat pada cijena usluga u Hrvatskoj, i to poglavito usluga smještaja i paket-aranžmana. Na spomenuti pad utjecale su metodološke promjene u načinu izračuna potkomponenti indeksa cijena usluga, koje su posebno došle do izražaja na početku turističke sezone.*

Inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u Hrvatskoj se od početka 2015. spustila ispod stope inflacije u europodručju, pri čemu se ta razlika posebno produbila u 2016. Tako je inflacija na godišnjoj razini smanjena s -0,3% u prosincu 2015. na -1,5% u kolovozu 2016., ostvarivši svoj povijesni minimum. U europodručju inflacija je bila relativno stabilna te je u kolovozu iznosila 0,2%, jednako kao u prosincu 2015. (Slika 1.). Time se razlika u inflaciji između Hrvatske i europodručja u kolovozu 2016. povećala na -1,7 postotnih bodova, s -0,5, koliko je iznosila u prosincu 2015. Valja naglasiti kako je inflacija u Hrvatskoj i prije znala biti niža u odnosu na inflaciju u europodručju, ali ta razlika nikada nije dosegla gotovo 2 postotna boda.

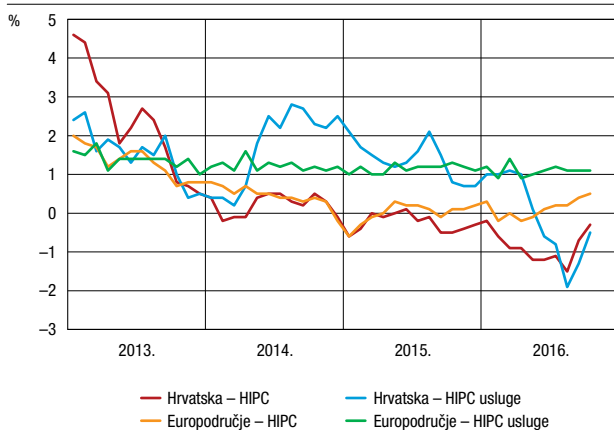
Tehnički gledano, razlika u inflaciji između dviju zemalja može se, osim razlika u samom kretanju cijena, pripisati i različitim ponderima pojedinih potkategorija indeksa potrošačkih cijena. Naime, ako je ponder neke kolebljivije potkategorije potrošačkih cijena u Hrvatskoj veći nego u europodručju, ukupni rast ili pad

cijena u Hrvatskoj bit će izrazitiji nego u europodručju. Tako je tijekom 2015. prevladavao učinak različitih pondera, i to ponajprije zbog višeg pondera cijena energije (bez goriva za osobna vozila) i nižeg pondera cijena usluga u Hrvatskoj u odnosu na europodručje. Krajem 2015. počeo je prevladavati učinak različitoga kretanja cijena, koji se nastavio tijekom cijele 2016. (Slika 2.). Istodobno je učinak višeg pondera cijena energije gotovo iščeznuo u odnosu na prethodnu godinu, dok je učinak većeg pondera cijena usluga i nadalje spuštao godišnju stopu inflacije za prosječno 0,1 postotni bod (Slika 3.).

Recentno se povećanje razlike u inflaciji stoga pretežito može pripisati divergentnim kretanjima cijena, i to ponajviše cijena usluga nakon početka turističke sezone u Hrvatskoj. Naime, od svibnja je godišnja stopa promjene cijena usluga uključenih u izračun HIPC-a u Hrvatskoj počela naglo opadati te je ostvarila svoj povijesni minimum u kolovozu. U tom je mjesecu doprinos cijena usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj iznosio -0,7 postotnih bodova, odnosno gotovo polovinu negativne godišnje stope inflacije potrošačkih cijena (Slika 4.). Istodobno je doprinos cijena usluga inflaciji potrošačkih cijena u europodručju ostao pozitivan te je iznosio 0,5 postotnih bodova.

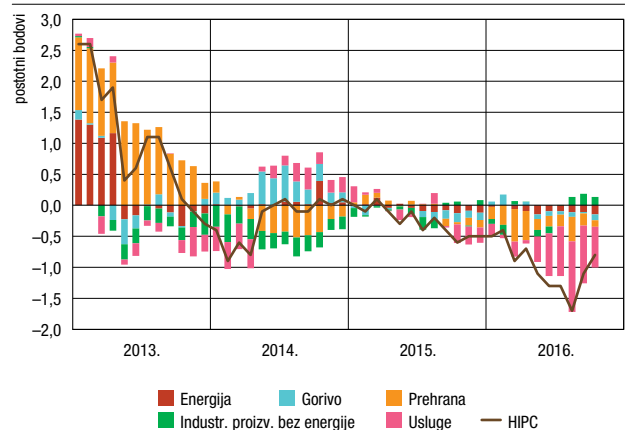
Povećanju razlike u doprinosu cijena usluga u Hrvatskoj i europodručju tijekom prvih osam mjeseci 2016. najviše je pridonio pad cijena usluga smještaja, te u malo manjoj mjeri pad cijena paket-aranžmana u Hrvatskoj (Slika 5.). To je ponajprije

Slika 1. Inflacija potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europskom području



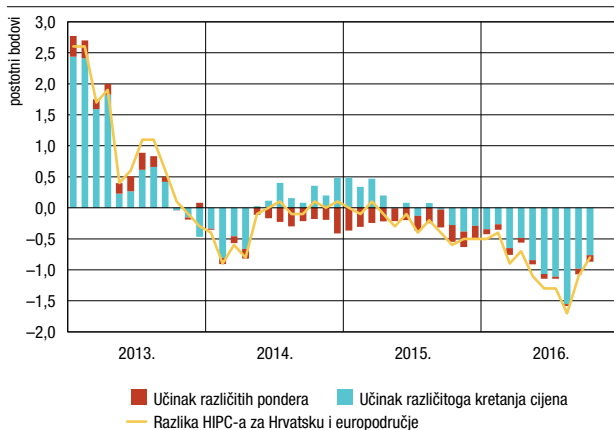
Izvor: Eurostat

Slika 4. Razlika između stopa inflacije i doprinosa komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i europskom području



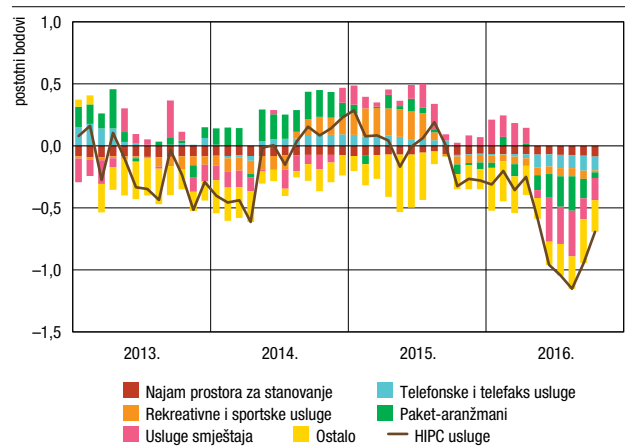
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2. Učinak različitoga kretanja cijena i pondera u Hrvatskoj i europskom području



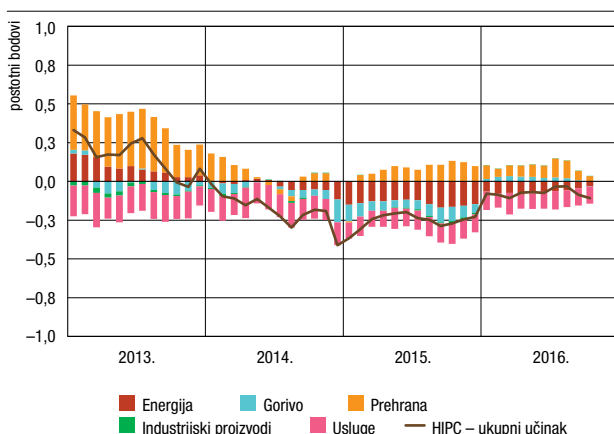
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 5. Razlika između stopa inflacije i doprinosa komponenata inflaciji cijena usluga u Hrvatskoj i europskom području



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 3. Učinak različitih pondera u Hrvatskoj i europskom području



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

bilo posljedica metodoloških promjena<sup>3</sup> u načinu izračuna harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena, koje bi trebale iščeznuti krajem 2016., a čiji su učinci počeli slabjeti već u rujnu. Ovdje valja naglasiti kako spomenuti godišnji pad cijena usluga smještaja između lipnja i kolovoza nije vidljiv u nacionalnom indeksu potrošačkih cijena koji objavljuje DZS, dok je pad cijena paket-aranžmana bio mnogo manje izražen.

Sa slabljenjem učinaka metodoloških promjena na izračun indeksa potrošačkih cijena usluga, nakon kolovoza 2016. došlo je do zamjetljivog usporavanja godišnjeg pada cijena usluga u Hrvatskoj, pa se njihov doprinos godišnjoj stopi ukupne inflacije potrošačkih cijena smanjio na -0,2 postotna boda u listopadu. To je najviše pridonijelo smanjenju razlike u inflaciji između Hrvatske i europskog područja, koja se u listopadu spustila na 0,8

3 Početkom 2016. u Hrvatskoj je promijenjena metodologija izračuna potkomponenti indeksa cijena usluga u odnosu na 2015., što se ponajviše odrazilo na smanjenje godišnje stope promjene cijena usluga smještaja i paket-aranžmana. S obzirom na izraženu sezonalnost obiju spomenutih potkategorija cijena usluga, navedeno je posebice počelo dolaziti do izražaja početkom turističke sezone, zbog čega se doprinos cijena usluga razlici inflacije između Hrvatske i europskog područja osjetno počeo povećavati od svibnja 2016.

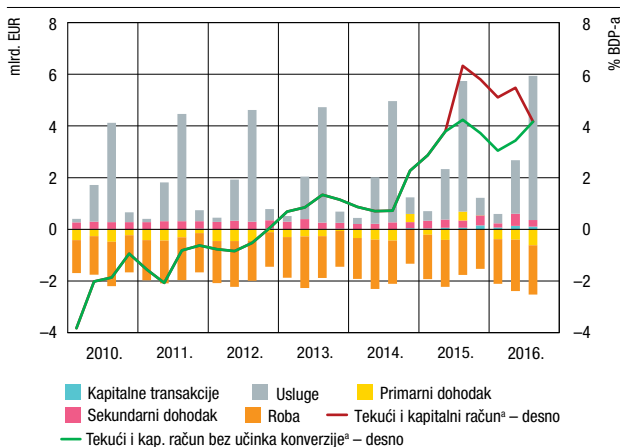
postotnih bodova. Naime, godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj u listopadu 2016. povećala se na -0,3%, a u europodručju na 0,5%. Uzmu li se u obzir recentna kretanja te

očekivano iščezavanje metodoloških učinaka, razlika u stopama inflacije između Hrvatske i europodručja mogla bi se u sljedećem razdoblju dodatno smanjiti.

## 6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

U 2016. godini zaustavio se trend poboljšavanja u ekonomskim transakcijama s inozemstvom. Nakon pogoršanja salda u prvom polugodištu višak na tekućem i kapitalnom računu i u trećem se tromjesečju 2016. znatno smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zbog iščezavanja tadašnjeg učinka konverzije kredita u švicarskim francima na poslovne rezultate banaka (ocijenjenog na oko 2% BDP-a). Osim toga, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom nastavio se produbljivati, dok je takva kretanja ublažio još snažniji rast viška u razmjeni usluga tijekom iznimno dobre turističke sezone. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak na tekućem i kapitalnom računu u trećem je tromjesečju 2016. iznosio 4,3% BDP-a, što je podjednako razini iz istog razdoblja prethodne godine, isključujući se učinak konverzije.

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



<sup>a</sup> Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja  
Izvor: HNB

### Vanjska trgovina i konkurentnost

Manjak u robnoj razmjeni povećao se u prvih devet mjeseci 2016. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, što odražava jačanje osobne potrošnje i investicijske aktivnosti, koji su utjecali na to da rast robnog uvoza bude snažniji od robnog izvoza. Pritom je najistaknutije povećanje manjka zabilježeno u razmjeni cestovnih vozila i pojedinih kapitalnih proizvoda. U trećem tromjesečju 2016. manjak u robnoj razmjeni također je bio nešto veći nego u istom razdoblju prethodne godine, pri čemu je pogoršanje salda u razmjeni cestovnih vozila, medicinskih i farmaceutskih proizvoda, pojedinih kapitalnih proizvoda te umjetnih gnojiva bilo praćeno poboljšanjem salda u razmjeni nafte i naftnih derivata, električne energije, električnih strojeva, aparata i uređaja te šećera, proizvoda od šećera i meda.

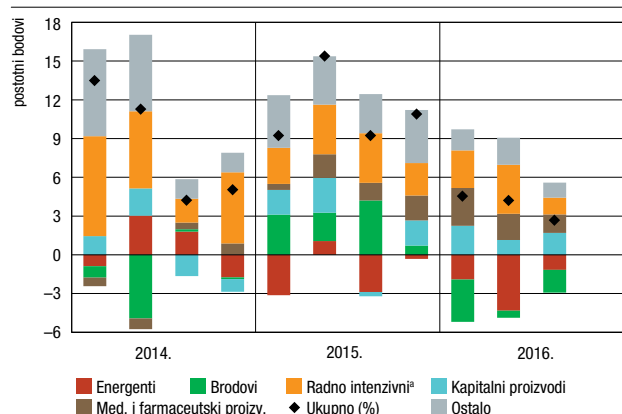
Robni izvoz usporava se u posljednja tri tromjesečja, a u trećem je tromjesečju 2016. porastao tek za 2,6% na godišnjoj razini. Smanjio se izvoz brodova, kao i izvoz nafte i naftnih

derivata (ponajviše u Albaniju i Grčku). Isključujući li se te dvije kategorije, rast izvoza suženog agregata bio je snažniji, 6,2%, a ističu se rast izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda u SAD, Italiju i Nizozemsku, kapitalne opreme (najviše električnih strojeva, aparata i uređaja te aparata za telekomunikacije i snimanje zvuka), proizvoda metalske industrije u Italiju, Sloveniju i Austriju te šećera i meda u Makedoniju. Sveukupno je u prvih devet mjeseci 2016. godišnja stopa rasta robnog izvoza (3,8%) zamjetno niža u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (11,3%).

Ukupan se robni uvoz u trećem tromjesečju 2016. povećao za 2,0% na godišnjoj razini, pri čemu je usporevanje rasta u odnosu na prvu polovinu godine bilo izrazitije nego kod izvoza. Njegovu je povećanju ponajviše pridonijeo snažniji uvoz suženog agregata (bez brodova i nafte), s rastom od 5,2%, prije svega zato što se povećao uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda iz Koreje, pojedinih kapitalnih proizvoda (posebice specijalnih strojeva za pojedine industrijske grane iz Njemačke te industrijskih strojeva za opću uporabu iz Njemačke i Slovenije), cestovnih vozila iz Njemačke i Slovenije te obojenih metala iz Italije i Rusije. Nasuprot tome, zabilježeno je smanjenje uvoza nafte i naftnih derivata iz Rusije, Nigerije, Slovačke i Madžarske te brodova. Tako je ukupan robni uvoz tijekom prvih devet mjeseci 2016. također rastao slabije (4,3%) u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine (6,6%).

U međunarodnoj razmjeni usluga nastavila su se izrazito povoljna kretanja, a desetpostotnom povećanju viška u trećem tromjesečju 2016. pretežno su pridonijele usluge putovanja, iako je uz povećanje prihoda istodobno zabilježen i snažan rast rashoda zbog povećane turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu. Bolji financijski rezultati turističke sezone u Hrvatskoj, mjereni povećanjem prihoda od potrošnje nerezidenata za 9,0% na godišnjoj razini, povezani su s rastom fizičkih pokazatelja, pri

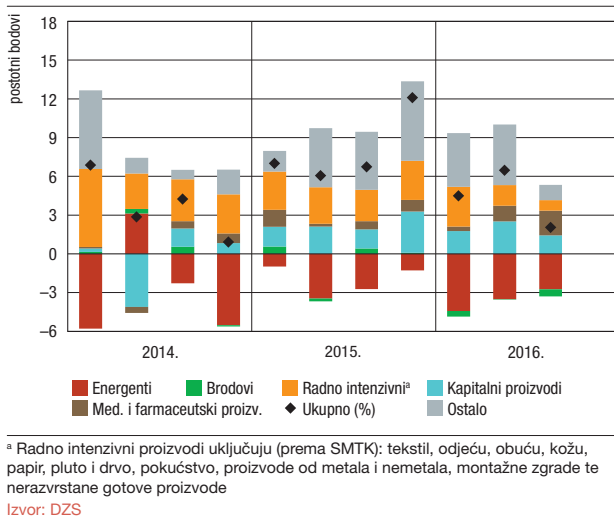
Slika 6.2. Robni izvoz (fob) godišnje stope promjene i doprinosi



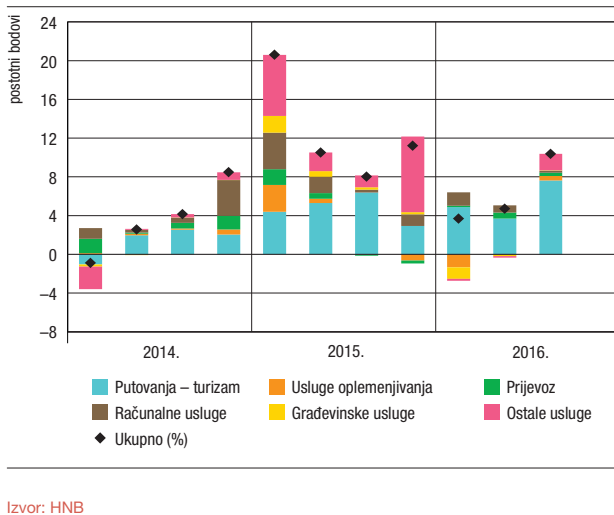
<sup>a</sup> Radno intenzivni proizvodi uključuju (prema SMTK-u): tekstil, odjeću, obuću, kožu, papir, pluto i drvo, pokućstvo, proizvode od metala i nemetala, montažne zgrade te nerazvrstane gotove proizvode.

Izvor: DZS

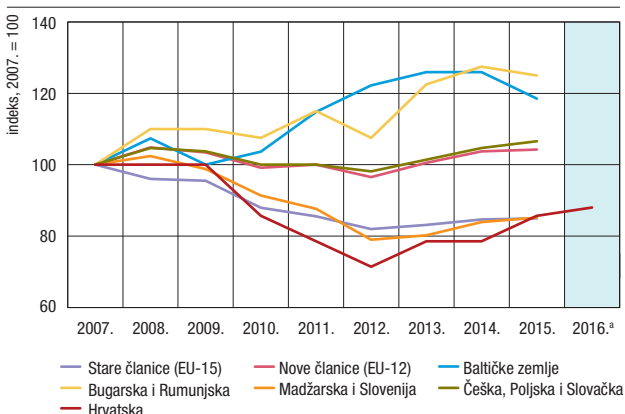
**Slika 6.3. Robni uvoz (cif)**  
godišnje stope promjene i doprinosi



**Slika 6.4. Izvoz usluga**  
godišnje stope promjene i doprinosi



**Slika 6.5. Tržišni udio u svjetskom izvozu robe i usluga**

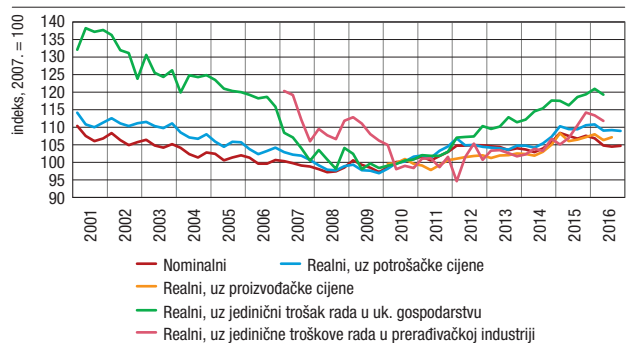


čemu je broj dolazaka i noćenja stranih gostiju u komercijalnim smještajnim objektima porastao za 10,8% odnosno 10,3%. Tome su osobito pridonijeli turisti iz Njemačke, Austrije, Slovenije, Poljske i Ujedinjene Kraljevine. Istodobno se povećao i višak u razmjeni ostalih usluga, posebice onih povezanih s turizmom, poput osobnih, kulturnih i rekreacijskih te telekomunikacijskih, ali i ostalih usluga, ponajviše istraživanja i razvoja.

Konkurentnost hrvatskog izvoza robe i usluga na svjetskom se tržištu nastavila poboljšavati. Tržišni udio RH u svjetskom izvozu robe i usluga raste već četvrtu godinu zaredom, čime su djelomično ublaženi znatni gubici akumulirani u razdoblju od 2009. do 2012. godine. U 2016. bi se zbog usporavanja rasta izvoza mogao ostvariti tek blagi oporavak tržišnog udjela (znatno slabiji nego porast od 9% ostvaren u 2015.). Napredak se spominje i u najnovijem Izvješću o mehanizmu upozoravanja Europske komisije iz studenoga 2016. godine, koje naglašava da zbog povoljnih kretanja Hrvatska u 2015. više nije prelazila referentnu granicu za mjerenje neravnoteže tržišnog udjela (od -6% u petogodišnjem razdoblju). Također, ocjene HNB-a upućuju na to da bi promjena tržišnog udjela tijekom petogodišnjeg razdoblja do 2016. mogla izaći iz negativnog teritorija te potvrditi da izvoz više nije područje u kojem su prisutne makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj. No valja naglasiti da je tržišni udio hrvatskog izvoza i nadalje manji nego u godinama prije početka krize pa postoji prostor za njegovo daljnje jačanje, pogotovo uzme li se u obzir da je izvozni sektor još uvijek relativno slabije razvijen nego u usporedivim zemljama.

Isto tako, cjenovna konkurentnost hrvatskog izvoza, mjerena kretanjem realnih efektivnih tečajeva, povoljnija je nego prije nekoliko godina, iako se njezino poboljšanje, koje gotovo kontinuirano traje od 2010., zaustavilo u 2016. godini. Realni efektivni tečajevi kune uz cijene i troškove rada blago su aprecirali u prvoj polovini 2016., dok su u nastavku godine pokazatelji koji su dostupni do listopada ostali uglavnom nepromijenjeni. Sektorska analiza u prerađivačkoj industriji također upućuje na povoljniju dinamiku cjenovne konkurentnosti nego prije nekoliko godina, a pokazuje i da promjene na razini sektora mogu biti raznolike i bitno odstupati od onih na razini ukupnoga gospodarstva, kao i da ne moraju biti povezane s izvoznim rezultatima (više o tome vidi u Okviru 2. Cjenovna konkurentnost prerađivačkog sektora – pristup po razinama tehnološke opremljenosti).

**Slika 6.6. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune**

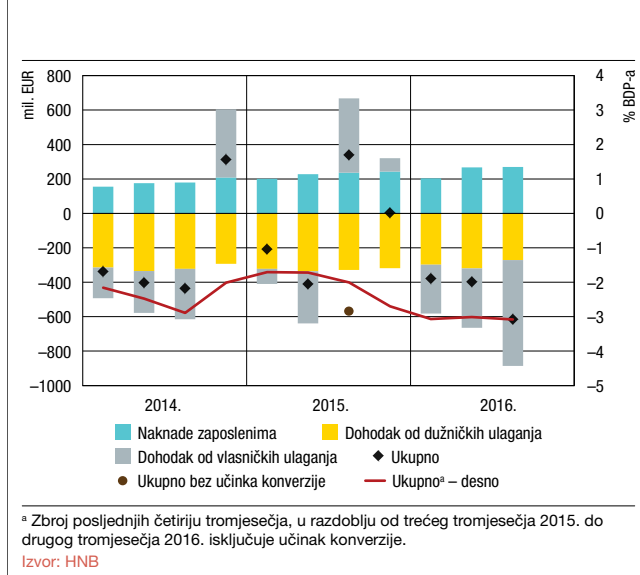


## Dohoci i transakcije s EU-om

U trećem tromjesečju 2016. na računu primarnog dohotka ponovo je zabilježen manjak, što je znatno pogoršanje u odnosu na isto tromjesečje prethodne godine, kada je bio zabilježen neuobičajen višak povezan s učinkom konverzije kredita u švicarskim francima. Na smanjenje salda ponajviše je utjecao snažan rast rashoda od izravnih ulaganja kojem je pridonijela visoka dobit banaka u inozemnom vlasništvu, a znatno su se popravili i poslovni rezultati u većini ostalih djelatnosti, posebice onima povezanim s turizmom (hoteli i restorani, trgovina, prijevoz, telekomunikacije). Pogoršanju salda pridonijeli su i manji prihodi od vlasničkih ulaganja u inozemstvu. U suprotnom je smjeru, iako blago, djelovao rast prihoda od naknada zaposlenima na osnovi rada u inozemstvu te smanjenje kamatnih troškova inozemnog financiranja (isključujući FISIM), posebice banaka. U prvih devet mjeseci 2016. manjak na računu primarnog dohotka značajno se povećao na godišnjoj razini, također kao posljedica porasta dobiti banaka u inozemnom vlasništvu, potaknutog baznim učinkom manjih troškova ispravaka vrijednosti i rezerviranja, jednokratnim prihodom od prodaje dionica društva Visa Europe Ltd., rastom dobiti iz redovnog poslovanja i prodajom potraživanja.

Neto prihodi na računu sekundarnog dohotka u trećem su se tromjesečju blago povećali na godišnjoj razini. Pritom su se povećale uplate u proračun EU-a, ali i sredstva raspoređena krajnjim korisnicima koja su prije primljena iz fondova EU-a. Ta su sredstva ipak manjim dijelom bila tekuća, a većim dijelom kapitalne prirode, zbog čega je porastao i višak na računu kapitalnih transakcija. Istodobno se prosječan godišnji iznos viška iskorištenih sredstava iz fondova EU-a nad uplatama u proračun EU-a nastavio povećavati, te je u rujnu 2016. dosegno 1,1% BDP-a.

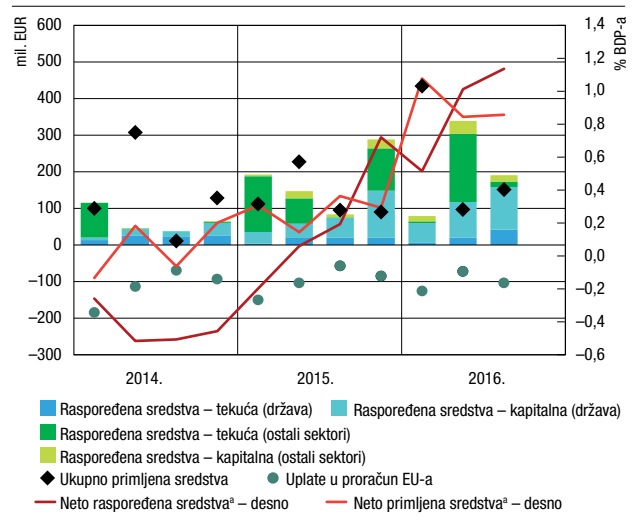
Slika 6.7. Saldo na računu primarnog dohotka i njegova struktura



## Projicirana kretanja

Do kraja godine saldo na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se dodatno blago pogoršati, ponajprije zbog produbljenja manjka robne razmjene potaknutog jačanjem domaće potražnje. U cijeloj 2016. godini višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi iznositi 3,8% BDP-a, što je smanjenje u odnosu na prethodnu godinu (5,8% BDP-a) samo za ocijenjeni iznos učinka konverzije kredita u švicarskim francima na poslovne rezultate banaka (oko 2% BDP-a). Ako se isključi učinak konverzije, u 2016. višak bi mogao ostati približno isti, dok se u 2017. godini

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a



<sup>a</sup> Prosjek posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja

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

Izvori: HNB; MF

s daljnjim gospodarskim oporavkom i rastom domaće potražnje očekuje smanjenje.

Manjak robne razmjene mogao bi se u 2016. na godišnjoj razini te u 2017. povećati, posebice kod suženog agregata koji isključuje brodove i naftu. Izraženijem rastu u 2017. dodatno će pridonijeti očekivane više cijene nafte praćene jačanjem američkog dolara, koje zajedno s rastom domaće potražnje za uvozom nafte i naftnih derivata negativno utječu na vanjskotrgovinski saldo. U skladu s cjenovnim kretanjima izvoz i uvoz nafte na godišnjoj bi razini mogao porasti čak za trećinu, što bi uz očekivane veće isporuke brodova i nepromijenjenu dinamiku razmjene ostale robe, nakon usporavanja u 2016., ponovno moglo povećati nominalni rast robnog izvoza i uvoza.

Pritom se ocjenjuje da će rast izvoza i dalje biti rasprostranjen u većem broju područja, a od činitelja koji ga podupiru valja istaknuti gospodarski oporavak u zemljama glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, daljnje korištenje olakšanih procedura za pristup tržištu EU-a te poboljšanje ostalih necjenovnih i cjenovnih činitelja konkurentnosti. Ukupan robni uvoz mogao bi rasti sličnom dinamikom kao i izvoz, što se uz uvoznu ovisnost domaće gospodarstva, uključujući segment turističke potrošnje, zasniva i na pretpostavci jačeg iskorištavanja sredstava iz fondova EU-a te nastavka poboljšavanja uvjeta na tržištu rada, pri čemu će jačanje domaće potražnje biti potpomognuto i poreznim izmjenama.

Glavni je činitelj rasta neto izvoza usluga u 2016. i 2017. turizam. Pritom je već drugu godinu zaredom vidljiv zamjetan rast prihoda od turizma (oko 8%), kojem su osim geopolitičkih i cjenovnih činitelja koji čine Hrvatsku privlačnom i sigurnom destinacijom dostupnom cestovnim putem, pogodovale i investicije u smještajne kapacitete te prateće djelatnosti (infrastrukturu, kulturne i zabavne objekte), koje su djelomično financirane iz sredstava EU-a. Iako će i u 2017. nastavak investicija u turističkom sektoru te gospodarski oporavak najvažnijih emitivnih tržišta podržavati rast prihoda od turizma, očekuje se njegov sporiji rast u usporedbi s ostvarenjima u prethodne dvije godine.

Saldo na računu primarnog dohotka mogao bi se u 2016.

značajno pogoršati na godišnjoj razini, ne samo zbog iščezavanja učinka konverzije kredita u švicarskim francima, već i zbog zamjetnog rasta profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Ta će kretanja ublažavati rast prihoda od naknada zaposlenima na osnovi rada u inozemstvu te smanjenje kamatnih troškova inozemnog financiranja, ponajviše zbog opadanja inozemnog duga. Slična bi se kretanja mogla nastaviti i u 2017., osim u bankarskom sektoru, u kojem bi se profitabilnost mogla smanjiti nakon izvanredno visokih financijskih rezultata u 2016., i utjecati na pad manjka na računu primarnog dohotka.

Na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija u 2016. i sljedećoj godini očekuje se poboljšanje salda. Takva kretanja poglavito odražavaju pretpostavku da će porasti iskorištenost sredstava iz fondova EU-a, a pozitivan neto učinak transakcija s proračunom EU-a mogao bi premašivati 1,0% BDP-a. Ipak to je još uvijek slabije nego u usporedivim zemljama, posebice Bugarskoj ili baltičkim zemljama.

Glede rizika za ostvarenje projiciranog salda tekućeg i

kapitalnog računa, od negativnih valja istaknuti relativno spori oporavak u zemljama glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, zbog procesa razdruživanja Ujedinjene Kraljevine od Europske unije ili drugih političkih događanja u Europi i svijetu, koji među ostalim mogu utjecati i na ponovno intenziviranje izbjegličke krize. Dodatni su rizici i slabija dinamika povlačenja sredstava iz strukturnih i kohezijskih fondova EU-a te izraženiji rast kamatnih stopa i kolebljivosti na svjetskome financijskom tržištu. S druge strane, pozitivan rizik projekcije stvara snažniji rast turističkih prihoda, u uvjetima daljnjeg podizanja kvalitete usluga pruženih u turizmu, koji bi mogao dovesti do nastavka dinamičnijeg rasta fizičkih i financijskih pokazatelja kakav je bio prisutan u posljednje dvije godine. Također, iako je u projekciju uključena pretpostavka da povećanje stope PDV-a u ugostiteljstvu ne bi trebalo utjecati na ukupne prihode od usluga putovanja pruženih nerezidentima, postoji mogućnost da se zbog viših cijena čak i poveća nominalni iznos turističke potrošnje.

## Okvir 2. Cjenovna konkurentnost prerađivačkog sektora – pristup po razinama tehnološke opremljenosti

*Analiza realnih efektivnih tečajeva pokazuje da se dinamika cjenovne konkurentnosti može znatno razlikovati među sektorima. U posljednjih petnaest godina cjenovna konkurentnost u Hrvatskoj tako se zamjetno poboljšala u sektoru koji karakterizira srednje niskotehnološka intenzivnost proizvodnje, a tek blago poboljšala u niskotehnološkom sektoru. S druge strane, u srednje visokotehnološkom sektoru cjenovna se konkurentnost umjerenog pogoršala.*

Radi boljeg uvida u kretanje cjenovne konkurentnosti primijenjen je sektorski pristup u analizi indeksa realnih efektivnih tečajeva (IRET-a) s pomoću grupacija djelatnosti prema tehnološkom intenzitetu proizvodnje (vidi Dodatak).

Realni efektivni tečaj kune uz proizvođačke cijene ukupno je u djelatnostima prerađivačkog sektora uključenima u ovu analizu<sup>4</sup> neznatno deprecirao u razdoblju od 2000. do 2015., što upućuje na blago poboljšanje cjenovne konkurentnosti (Slika 1.). Pritom je poboljšanje cjenovne konkurentnosti nakon 2010.

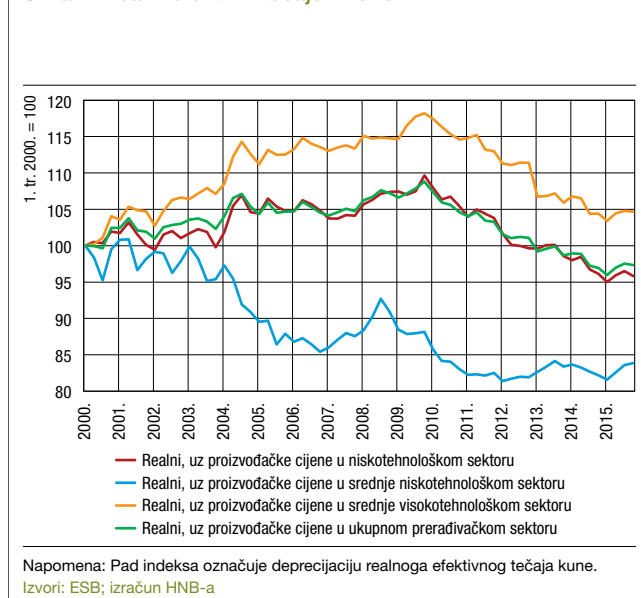
poništio gubitke ostvarene u prethodnom razdoblju.

Dinamika cjenovne konkurentnosti na razini sektora bila je raznolika (Slika 2.), posebice u razdoblju prije 2010. U sektoru srednje niskotehnološke intenzivnosti proizvodnje cjenovna se konkurentnost u Hrvatskoj poboljšavala čak i u pojedinim godinama prije 2010., dok se u niskotehnološkom i srednje visokotehnološkom sektoru pogoršavala. Budući da je poboljšanje cjenovne konkurentnosti nakon 2010. bilo prisutno u sva tri sektora, relativno najpovoljnije kretanje u cjelokupnom razdoblju od 2000. do 2015. ostvareno je u sektoru srednje niskotehnološke razine, u kojem je realni efektivni tečaj kune deprecirao za oko 18%, i to zahvaljujući relativno povoljnijem kretanju domaćih cijena u odnosu na glavne trgovinske partnere. Opisana kretanja pratio je rast udjela izvoza tog sektora na svjetskom tržištu, premda se izraženiji rast primjećuje tek s ulaskom Hrvatske u EU (Slika 3.). Detaljnija analiza pokazuje da je unutar sektora najviše deprecirao realni efektivni tečaj u proizvodnji metala i gotovih metalnih proizvoda, i to zbog povoljnijega kretanja domaćih cijena u odnosu na glavne trgovinske partnere (Slika 4.).

U niskotehnološkom sektoru realni efektivni tečaj kune u razdoblju od 2000. do 2015. deprecirao je za nešto više od 4%, i to poglavito zbog relativno povoljnijega kretanja domaćih cijena u proizvodnji odjeće i prehrambenih proizvoda. Nasuprot tome, u srednje visokotehnološkom sektoru, realni efektivni tečaj kune aprecirao je za oko 5%, ponajviše u proizvodnji električne opreme te kemikalija i kemijskih proizvoda. Cjenovna se konkurentnost u tom sektoru ipak poboljšala nakon 2009., ali to nije bilo dovoljno da se ponište gubici iz prethodnog razdoblja. Unatoč pogoršanju cjenovne konkurentnosti tržišni se udio tog sektora povećao na svjetskom tržištu, što upućuje na važnost necjenovnih činitelja konkurentnosti.

Kad je riječ o međunarodnoj usporedbi, Hrvatska se nalazi u

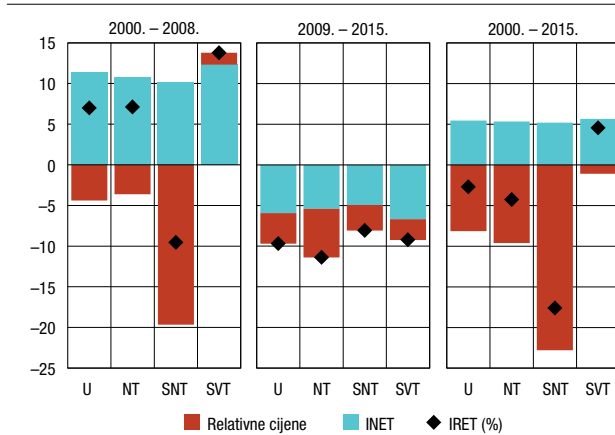
Slika 1. Realni efektivni tečajevi kune



4 Realni efektivni tečajevi nisu izračunati za djelatnosti koje se bave proizvodnjom duhanskih proizvoda, kokska i rafiniranih naftnih derivata, ostalih prijevoznih sredstava te tiskanjem i umnožavanjem snimljenih zapisa, zbog nedostatka potrebnih podataka, ali i zbog toga što obično nisu predmet analize konkurentnosti. Naime, neke se djelatnosti obično isključuju iz analize jer upotrebljavaju sirovine koje se smatraju homogenom robom, čije su cijene određene na svjetskom tržištu bez utjecaja promjene u konkurentnosti pojedinih zemalja. Nadalje, uključivanje djelatnosti u kojima su cijene uvelike regulirane ili subvencionirane, može narušiti analizu konkurentnosti.



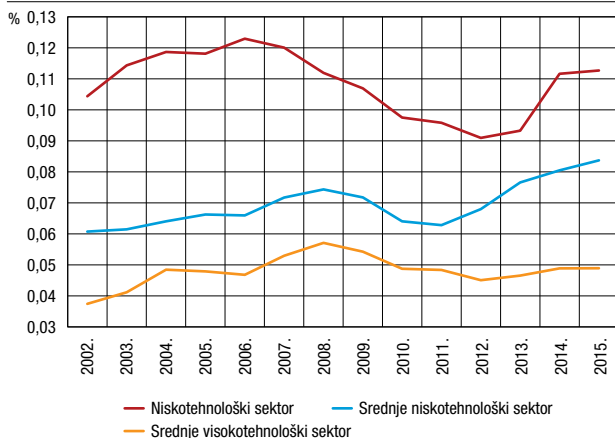
**Slika 2. Dekompozicija realnih efektivnih tečajeva kune uz proizvođačke cijene**  
postotni bodovi



Napomena: Negativna vrijednost označuje poboljšanje cjenovne konkurentnosti (deprecijaciju).

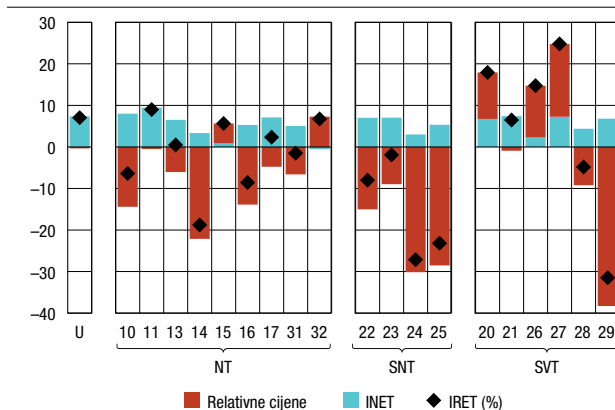
Izvori: ESB; izračun HNB-a

**Slika 3. Tržišni udio izvoza prerađivačkih sektora**



Napomena: Sektori ne uključuju djelatnosti koje nisu predmet analize (vidi bilješku 4).  
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

**Slika 4. Realni efektivni tečajevi kune na razini odjeljka NKD-a, 2000. – 2015.**  
postotni bodovi



Napomena: Dvoznamenkaste oznake na vodoravnoj osi označuju djelatnosti na drugoj razini NKD-a (vidi Tablicu 1.). Negativna vrijednost označuje poboljšanje cjenovne konkurentnosti (deprecijaciju).

Izvori: ESB; izračun HNB-a

skupini zemalja koje su u razdoblju od 2002. do 2015. ostvarile poboljšanje cjenovne konkurentnosti u prerađivačkom sektoru.<sup>5</sup> Pritom je, među novim članicama EU-a, Poljska najviše poboljšala cjenovnu konkurentnost, dok je relativno najveće pogoršanje ostvareno u Rumunjskoj i Bugarskoj (Slika 5.). Na razini sektora Poljska je ostvarila relativno najveće poboljšanje cjenovne konkurentnosti u sektoru niskotehnološke i srednje visokotehnološke razine, dok je u srednje niskotehnološkom sektoru relativno najizraženije poboljšanje cjenovne konkurentnosti ostvareno u Hrvatskoj. Pokazatelji za odabrane zemlje upućuju na zaključak da cjenovna konkurentnost nije bila ključna odrednica dinamike izvoza. Naime, zemlje koje su imale relativno najveće pogoršanje cjenovne konkurentnosti ostvarile su snažan rast udjela izvoza na svjetskom tržištu.

#### Dodatak: Metodološka objašnjenja

Sektorski pristup u analizi realnih efektivnih tečajeva podrazumijeva primjenu grupacija djelatnosti prema tehnološkoj opremljenosti, pri čemu se djelatnosti ukupnog prerađivačkog sektora (U) razvrstavaju u četiri potkategorije (Tablica 1.): visokotehnološki (VT), srednje visokotehnološki (SVT), srednje niskotehnološki (SNT) i niskotehnološki sektor (NT).<sup>6</sup>

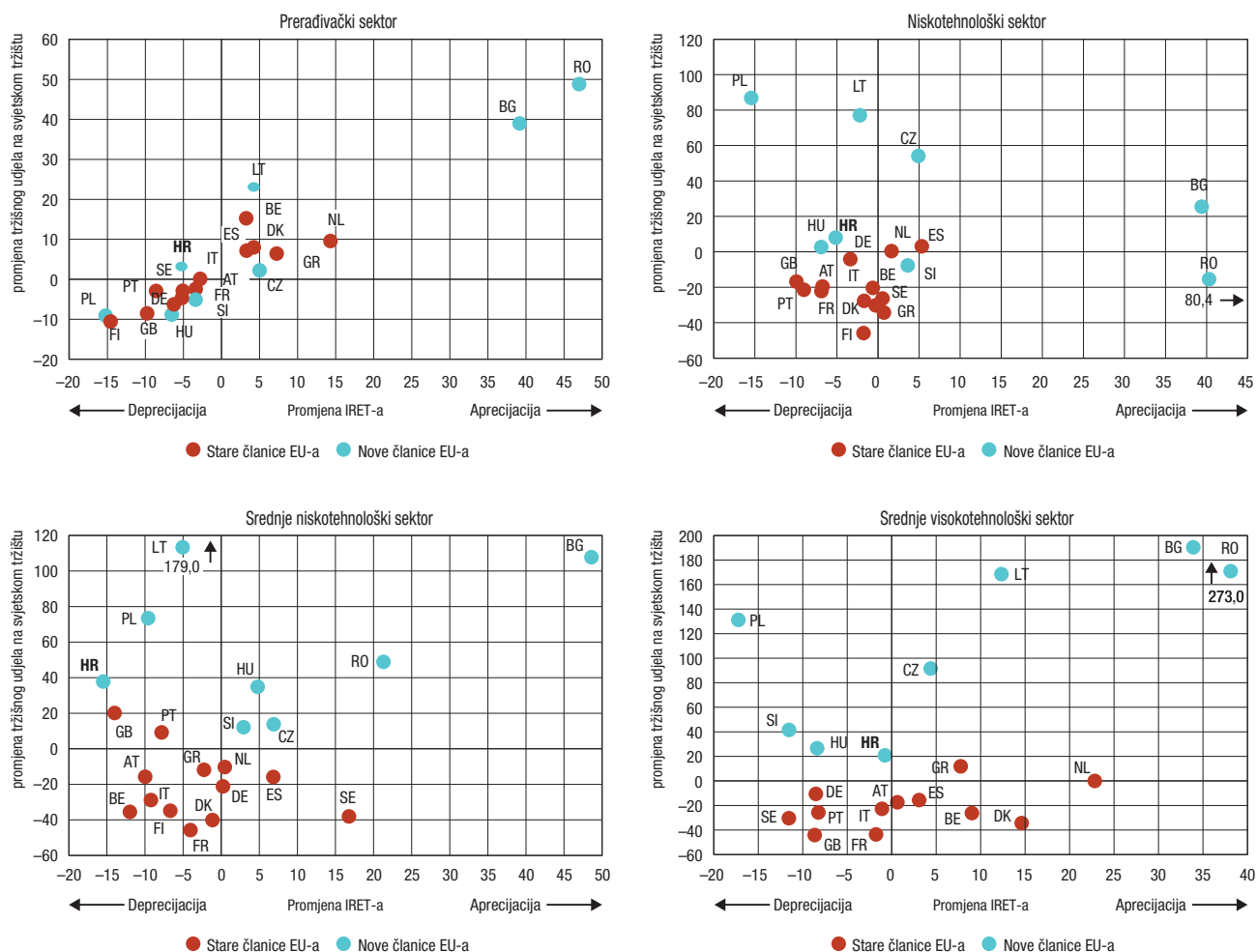
U skladu s time IRET-i su prvo izračunati na drugoj razini NKD-a u prerađivačkom sektoru, pri čemu su za deflacioniranje nominalnih efektivnih tečajeva (INET) uzete proizvođačke cijene. Zatim su indeksi agregirani u tri kategorije (niskotehnološki, srednje niskotehnološki i srednje visokotehnološki sektor) prema tehnološkoj razini s pomoću pondera koji predstavljaju važnost pojedine djelatnosti u ukupnoj trgovini prerađivačkog sektora. Budući da visokotehnološki sektor uključuje samo dvije djelatnosti te u ukupnoj trgovini prerađivačkog sektora Hrvatske ima udio od oko 10%, visokotehnološki i srednje visokotehnološki sektor u ovom okviru sjedinjeni su u jedinstvenu kategoriju (srednje visokotehnološki sektor). Metodologija izračuna IRET-a uvelike slijedi onu Hrvatske narodne banke odnosno drugih međunarodnih institucija.<sup>7</sup>

5 Razdoblje analize skraćeno je jer su podaci za tržišne udjele dostupni od 2002. godine.

6 Prema pojmovniku Eurostata sektorski pristup je posebna klasifikacija djelatnosti prerađivačke industrije prema stupnju njihove tehnološke intenzivnosti (ulaganje u istraživanje i razvoj / dodana vrijednost) s pomoću Nacionalne klasifikacije djelatnosti (NKD) na drugoj ili trećoj razini oznake (vidi [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:High-tech\\_classification\\_of\\_manufacturing\\_industries](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:High-tech_classification_of_manufacturing_industries)).

7 Realni efektivni tečajevi predstavljani u ovome okviru izračunati su s pomoću jednostavnih ukupnih trgovinskih pondera (uključujući izvoz i uvoz) te su zbog jednostavnosti izračuna, koji zbog prirode analize uključuje veliki broj podataka, ograničeni samo na izravnu bilateralnu trgovinu. Efektivni tečajevi obično se računaju upotrebom dvostruko ponderiranih izvoznih pondera koji uzimaju u obzir konkurenciju na trećim tržištima (vidi Okvir 2. Biltena HNB-a br. 165, 2011.).

Slika 5. Tržišni udjeli i cjenovna konkurentnost, 2002. – 2015.  
kumulativna postotna promjena



Izvori: ESB; Eurostat; izračun HNB-a

Tablica 1. Popis djelatnosti prerađivačkog sektora na razini odjeljka NKD-a

Šifra	Niskotehnološki sektor (NT)	Šifra	Srednje niskotehnološki sektor (SNT)	Šifra	Srednje visokotehnološki sektor (SVT)
10	Prehrambeni proizvodi (8,1%)	19	Proizvodnja koksa i rafiniranih naftnih proizvoda (7,1%)	20	Kemikalije i kemijski proizvodi (8,4%)
11	Pića (0,9%)	22	Proizvodi od gume i plastike (3,5%)	27	Električna oprema (6,6%)
12	Proizvodnja duhanskih proizvoda (0,5%) <sup>a</sup>	23	Ostali nemetalni mineralni proizvodi (3,1%)	28	Strojevi i uređaji, d. n. (9,2%)
13	Tekstil (2,2%)	24	Metali (5,9%)	29	Motorna vozila, prikolice i poluprikolice (6,5%)
14	Odjeća (4,4%)	25	Gotovi metalni proizvodi, osim strojeva i opreme (4,7%)	30	Ostala prijevozna sredstva (6,2%) <sup>a</sup>
15	Koža i srodni proizvodi (2,6%)				
16	Prerada drva i proizvoda od drva i pluta (2,6%)				
17	Papir i proizvodi od papira (2,6%)				
18	Tiskanje i umnožavanje snimljenih zapisa (0,02%) <sup>a</sup>				
31	Namještaj (2,3%)				
32	Ostala prerađivačka industrija (1,9%)				

Šifra	Visokotehnološki sektor
21	Osnovni farmaceutski proizvodi i farmaceutski pripravci (4,0%)
26	Računala te elektronički i optički proizvodi (6,7%)

<sup>a</sup> Vidi bilješku 4.

Napomena: Brojevi u zagradama označuju važnost pojedine djelatnosti u ukupnoj trgovini hrvatskoga prerađivačkog sektora u razdoblju od 1995. do 2015. godine.

Izvor: DZS

## 7. Financiranje privatnog sektora

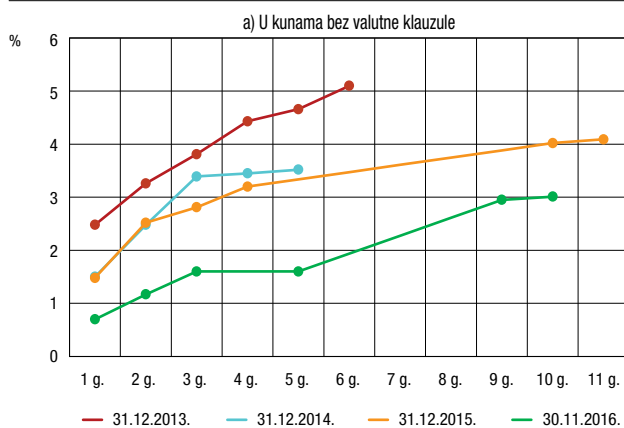
Tijekom druge polovine 2016. nastavljen je trend poboljšavanja uvjeta financiranja za domaće sektore (stanovništvo i poduzeća), čemu i nadalje pogoduje visoka likvidnost domaćega i međunarodnoga financijskog tržišta. Troškovi zaduživanja države, koji su jedna od odrednica troškova zaduživanja ostalih domaćih sektora, dodatno su se smanjili u 2016. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise prepolovljena je tijekom 2016. te je u studenom pala na najnižu razinu dosad, 0,70% (slike 7.1.a i 7.2.). Kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise smanjila se u studenome na 0,05%, a krajem prethodne godine iznosila je 0,40% (Slika 7.1.b). Prema krivulji prinosa za hrvatske državne obveznice, dugoročne kamatne stope na obveznice države smanjile su se još snažnije. Prinos do dospijeca na petogodišnju kunsku obveznicu bez valutne klauzule bio je krajem studenoga 2016. godine 1,7 postotnih bodova manji nego na kraju 2015. godine, a prinos na šestogodišnju obveznicu s valutnom klauzulom u eurima bio je za 1,1 postotni bod niži. I

cijena financiranja države u inozemstvu, procijenjena na osnovi zbroja indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu, imala je tijekom rujna najnižu razinu dosad (Slika 7.3.).

Neposredno nakon održanih predsjedničkih izbora u SAD-u porasla je nesigurnost na svjetskim financijskim tržištima, što se odrazilo i na rast prinosa na hrvatske obveznice. U razdoblju od 9. do 11. studenoga prinosi na obveznice u eurima tako su porasli od 10 do 45 baznih bodova, a prinosi na obveznice u dolarima od 34 do 54 bazna boda. U nastavku studenoga došlo je do stabilizacije na tržištu, pa su prinosi na pojedine hrvatske obveznice ostvarili blagi pad.

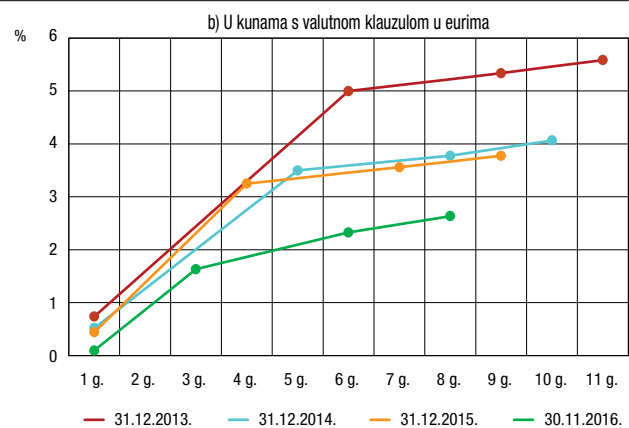
Tijekom 2016. nastavljen je višegodišnji trend smanjivanja kratkoročnih i dugoročnih troškova financiranja poduzeća (slike od 7.2. do 7.4.). Kamatne stope na kredite iznad 7,5 mil. kuna, kojima se u pravilu financiraju velika poduzeća, znatno su niže i kolebljivije od onih na kredite manjih iznosa, s obzirom na

Slika 7.1. Prinosi do dospijeca na obveznice RH



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

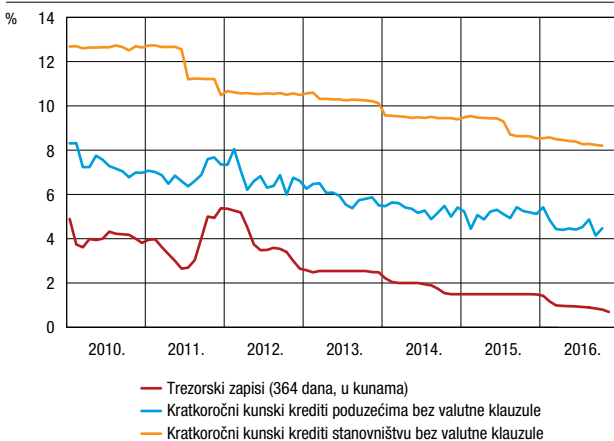
Izvor: HNB



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

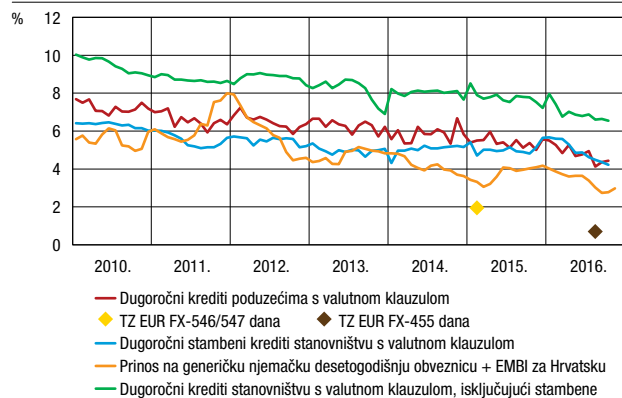
Izvor: HNB

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule



Izvori: MF; HNB

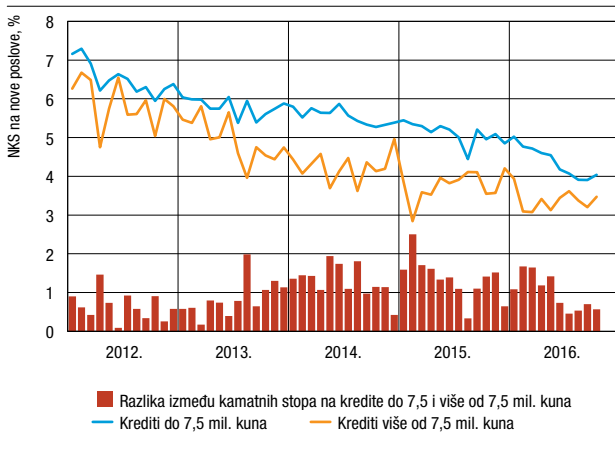
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



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

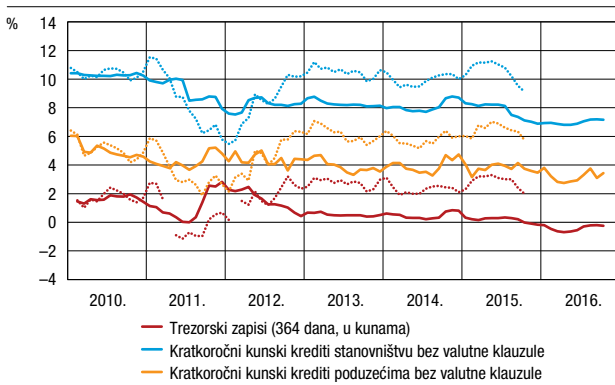
Izvori: MF; Bloomberg; HNB

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



Izvor: HNB

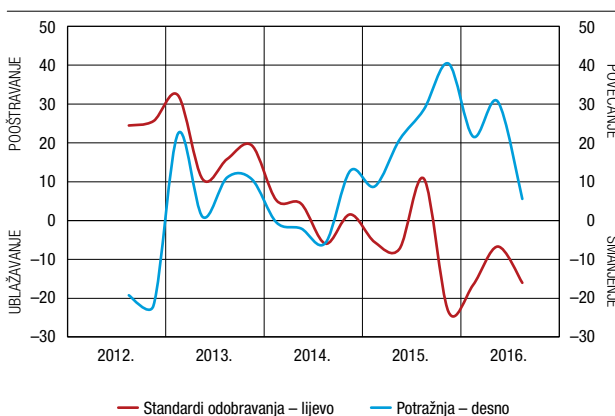
**Slika 7.5. Ostvarene i očekivane realne kamatne stope**



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

Izvori: HNB; DZS; izračun HNB-a

**Slika 7.6. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzeća**



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

Izvor: HNB

to da velika poduzeća mogu lakše pristupiti alternativnim izvorima financiranja poput inozemnog zaduživanja. Kamatne stope na kredite ispod 7,5 milijuna kuna također mogu odražavati problem nedovoljnih kolaterala kod malih i srednjih poduzeća. Tijekom trećeg tromjesečja 2016. smanjila se razlika između kamatnih stopa na kredite do 7,5 milijuna kuna i kredite iznad tog iznosa u odnosu na prvu polovinu godine.

Kamatne stope na kratkoročne kredite stanovništvu u kuna i na dugoročne kredite s valutnom klauzulom u razdoblju od srpnja do listopada bile su također povoljnije u odnosu na prvih šest mjeseci 2016. (slike 7.2. i 7.3.). Najveći pad zabilježen je kod kamatne stope na stambene kredite s valutnom klauzulom, što je djelomice posljedica završetka postupka konverzije kredita indeksiranih uz švicarski franak u kredite vezane uz euro, zbog kojega je od prosinca 2015. do travnja 2016. godine došlo do privremenog skoka kamatnih stopa na nove poslove stambenih kredita s valutnom klauzulom u eurima (koji su obuhvaćali i konvertirane kredite). Na pad domaćih kamatnih stopa, osim visoke likvidnosti, nastavili su utjecati niži troškovi izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava, pri čemu EURIBOR i NRS<sup>8</sup> imaju kontinuirani trend pada i nalaze se na najnižim zabilježenim razinama. Pad realnih kamatnih stopa sporiji je od pada nominalnih kamatnih stopa kontinuirano od 2012. godine (Slika 7.5.).

Standardi odobravanja kredita za poduzeća nastavili su se ublažavati tijekom trećeg tromjesečja, a potražnja je nastavila rasti, iako manjim intenzitetom u odnosu na prvu polovinu godine (Slika 7.6.). Prema odgovorima banaka iz Ankete o kreditnoj aktivnosti, ublažavanju standarda za kredite poduzećima pridonose povoljni uvjeti na bankovnom tržištu (likvidnost banaka, mogućnost financiranja banaka na tržištu i konkurencija među bankama), ali i pozitivna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima. Poboljšanje gospodarskih uvjeta pozitivno se odražava i na potražnju za kreditima, pri čemu najveći pozitivan doprinos kreditnoj potražnji poduzeća dolazi od potrebe za financiranjem investicija u fiksni kapital.

Za sektor stanovništva u 2016. prosječno se bilježe najpovoljnija kretanja standarda odobravanja i potražnje za kreditima od početka provođenja Ankete (Slika 7.7.). Tijekom trećeg tromjesečja, slično kao i u prvoj polovini godine, standardi odobravanja ublažavali su se poglavito pod utjecajem konkurencije među bankama i smanjenja troškova izvora sredstava, ali i zbog pozitivnih očekivanja o gospodarskim kretanjima. Povećana potrošnja kućanstava, bolja perspektiva tržišta nekretnina i rast puzanja potrošača ujedno su i glavni činitelji rasta potražnje stanovništva za kreditima.

Ukupni dug nefinancijskih poduzeća<sup>9</sup>, nakon rasta u prvoj polovini godine, smanjio se u trećem tromjesečju 2016. Promatrano na godišnjoj razini, na kraju rujna ostvaren je ipak blagi rast (0,3%, zasnovano na transakcijama), čemu je pridonio prirast kreditiranja privatnih poduzeća kod domaćih kreditnih institucija (Slika 7.8.).

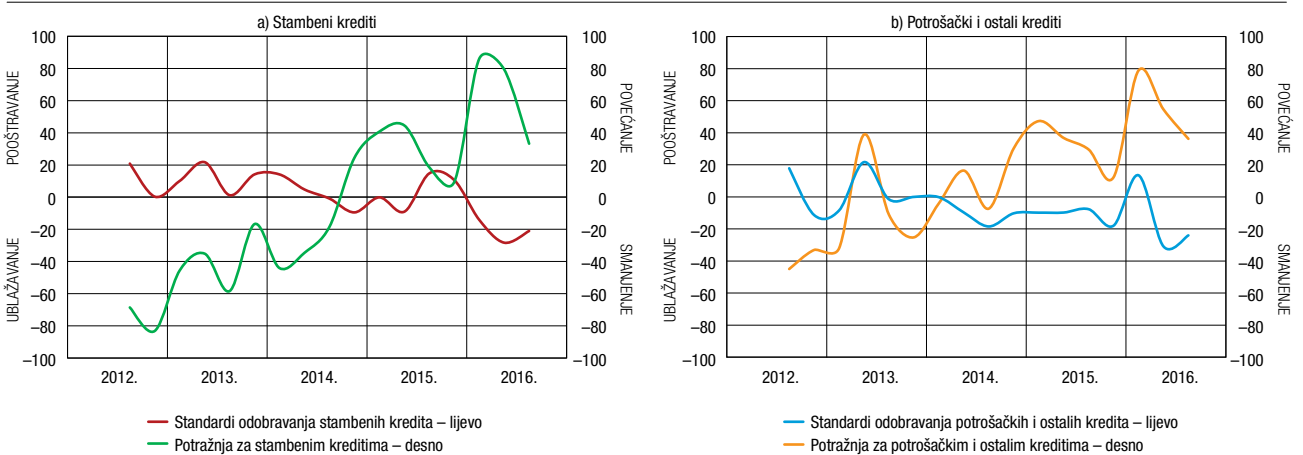
S druge strane, razduživanje javnih i privatnih poduzeća prema inozemstvu nastavilo se već treće tromjesečje zaredom, pri čemu je pad inozemnog zaduživanja javnih poduzeća bio izrazitiji.

Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima porasli su u prvih deset mjeseci za 3,0 mlrd. kuna ili 3,2% (na temelju

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

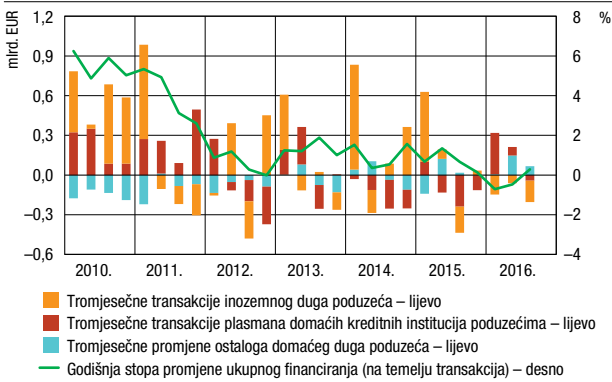
9 Ukupni dug nefinancijskih poduzeća uključuje dug privatnih i javnih poduzeća (osim javnih poduzeća koja su uključena u sektor opće države).

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništva



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

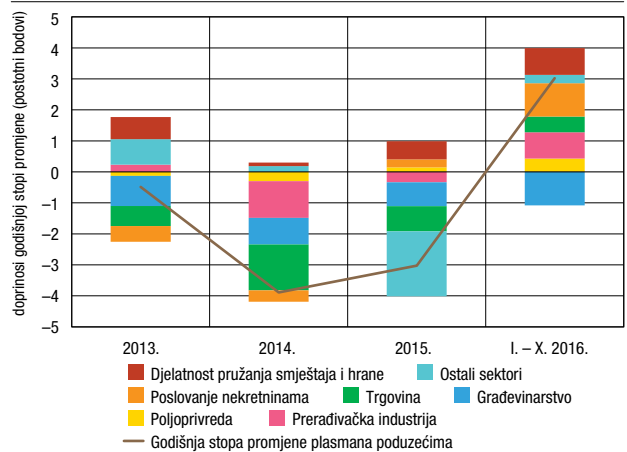
Slika 7.8. Financiranje poduzeća



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

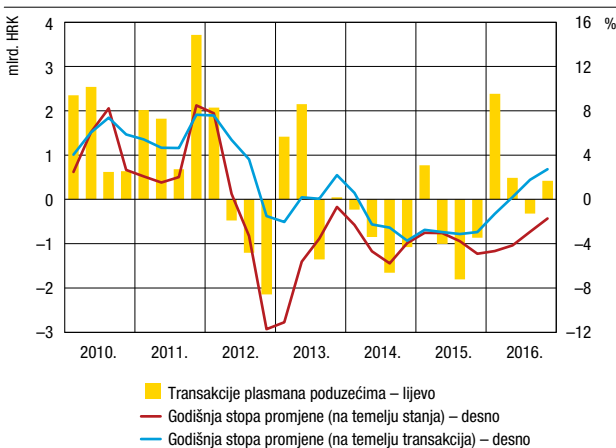
Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.10. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



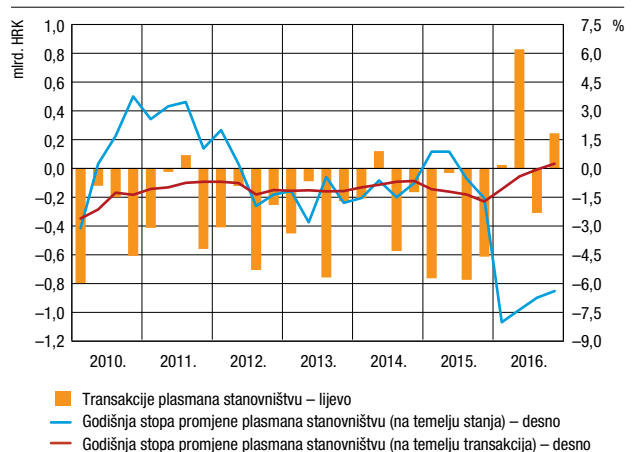
Izvor: HNB

Slika 7.9. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



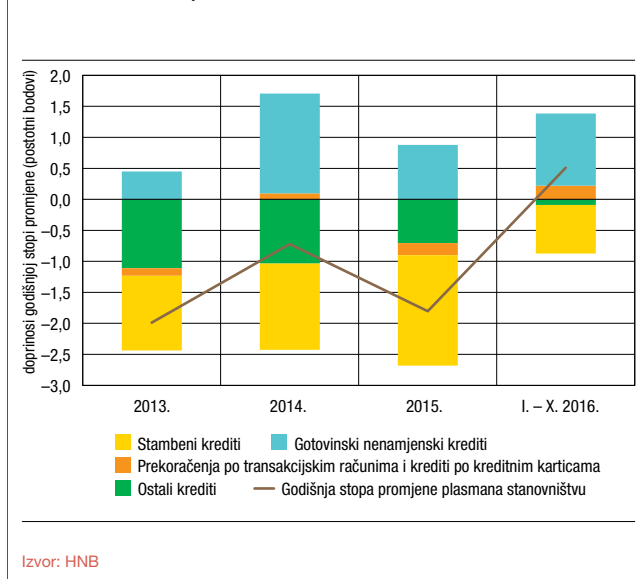
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad.  
Izvor: HNB

Slika 7.11. Plasmani stanovništvu



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad.  
Izvor: HNB

**Slika 7.12. Rast plasmana stanovništvu po vrsti kredita na osnovi transakcija**



transakcija), iako je tijekom trećeg tromjesečja zabilježeno njihovo blago smanjenje (Slika 7.9.). Godišnji rast plasmana nefinancijskim poduzećima (zasnovan na transakcijama) ima uzlazni trend te je na kraju listopada iznosio 2,7%. S druge strane, nominalna stopa promjene plasmana poduzećima i nadalje je negativna, no to je isključivo posljedica prodaja neprihodonosnih plasmana, koje su se intenzivirale tijekom 2016. godine te su u prvih devet mjeseci iznosile 3,6 mlrd. kuna.

Promatrajući kreditiranje poduzeća po djelatnostima (Slika 7.10.), primjećuje se da je pružanje smještaja i hrane imalo najstabilniji pozitivan doprinos rastu domaćih plasmana u posljednjih nekoliko godina, a on se dodatno povećao u 2016. Osim turističkog sektora, najveći pozitivni doprinosi rastu plasmana tijekom prvih deset mjeseci dolaze od djelatnosti poslovanja nekretninama te prerađivačke industrije, dok se u istom razdoblju razduživanje građevinskog sektora intenziviralo u

odnosu na 2015. godinu.

Povoljniji uvjeti financiranja i nastavak oporavka gospodarske aktivnosti te pozitivna kretanja na tržištu rada pogodovali su oporavku kreditiranja stanovništva. Prvi put nakon 2009. godine u listopadu je zabilježena pozitivna godišnja stopa rasta plasmana stanovništvu od 0,3% (Slika 7.11.), uz znatan prirast gotovinskih nenamjenskih kredita (Slika 7.12.) i intenziviranje kunškoga kreditiranja (više o tome vidi u Okviru 3. Kunsko kreditiranje). S druge strane, nominalno se stanje plasmana u istom razdoblju smanjilo za 6,4%, ponajprije zbog postupka konverzije i djelomičnog otpisa kredita indeksiranih uz švicarski franak, u kojemu su banke od kraja studenoga 2015. do kraja listopada 2016. ukupno otpisale 6,0 mlrd. kuna kredita.

### Projicirana kretanja

Ocjenjuje se da će u 2016. ukupni domaći plasmani blago porasti (1,4% na osnovi transakcija) kao rezultat nastavka rasta kreditiranja poduzeća i blagog oporavka kreditiranja stanovništva. U 2017. godini očekuje se postupno ubrzanje rasta plasmana na 2,6%, pri čemu su rizici uravnoteženi. Glavne pozitivne rizike uz projekciju ukupnih plasmana čine snažan rast kreditne potražnje i daljnje poboljšanje uvjeta financiranja. Oporavku plasmana stanovništvu mogao bi pridonijeti i najavljeni program subvencioniranja stambenih kredita Vlade RH koji bi trebao započeti u drugoj polovini 2017. S druge strane, glavni su negativni rizici visoka razina duga korporativnog sektora i povećana kolebljivost međunarodnih financijskih tržišta zbog mnogobrojnih političkih rizika koji bi naposljetku rezultirali nepovoljnijim uvjetima financiranja. Projicirani domaći rast plasmana može umanjiti i znatnije preusmjeravanje poduzeća prema inozemnim izvorima financiranja. Također, u 2017. godini očekuje se nastavak čišćenja neprihodonosnih plasmana iz bilanci banaka, što može stvoriti povoljne osnove za brži kreditni rast u srednjoročnom razdoblju. Osim nastavka trenda prodaje plasmana, očekuju se i jednokratni otpisi neprihodonosnih plasmana koje država potiče izmjenama poreza na dobit. Sve to rezultirat će nominalnim padom plasmana u 2017. godini.

## Okvir 3. Kunsko kreditiranje

*Kreditiranje u domaćoj valuti u porastu je od 2013., a zamjetljivo se ubrzalo tijekom 2016. Ukupan rast kunskih plasmana poglavito odražava pojačano kunsko kreditiranje stanovništva te, u manjoj mjeri, nefinancijskih poduzeća. Porastu kunškoga kreditiranja pogodovalo je međudjelovanje niza činitelja na domaćem kreditnom tržištu, među kojima treba istaknuti i ekspanzivnu monetarnu politiku HNB-a. Ključan preduvjet za nastavak ovog trenda je povećanje depozita domaćih sektora u domaćoj valuti, koje zajedno s ostalim prisutnim činiteljima može poduprijeti održavanje makroekonomske i financijske stabilnosti zemlje.*

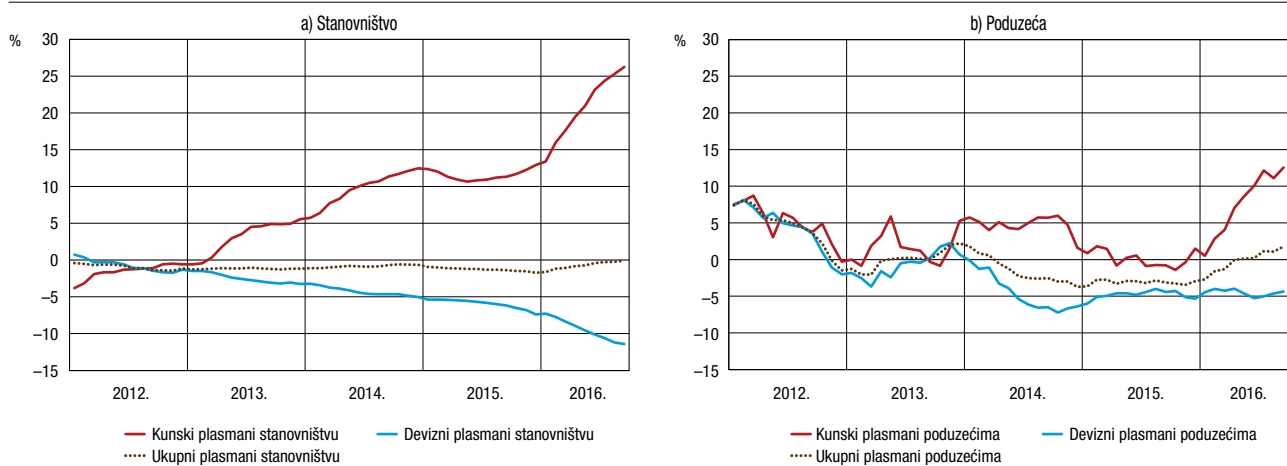
Ukupni kunski plasmani domaćim sektorima (izuzev države) od početka 2013. do rujna 2016. godine kumulativno su se povećali za 25,9 mlrd. kuna (37,5%), dok su se devizni plasmani smanjili za 29,9 mlrd. kuna (-17,3%). Pritom je najveći doprinos porastu kunškoga kreditiranja došao od sektora stanovništva, čiji su kunski krediti porasli za ukupno 18,7 mlrd. kuna, dok su se istodobno devizni krediti smanjili za 22,7 mlrd. kuna. Što se tiče nefinancijskih poduzeća, od 2013. do rujna 2016. kunski su se plasmani tom sektoru povećali za 6,9 mlrd. kuna, a devizni su se smanjili za 8,8 mlrd. kuna.

Promatrajući dinamiku kreditiranja na godišnjoj razini, rast kunškoga kreditiranja stanovništva dosegao je

dvoznamenkaste godišnje stope rasta još polovinom 2014., a u rujnu 2016. ona je iznosila čak 26,2%, dok su kunski plasmani poduzećima na kraju rujna bili veći za 12,5% nego godinu prije (slike 1.a i 1.b). Kod sektora stanovništva znatno se ublažio trend razduživanja koji je prisutan od 2009. godine, dok se kod poduzeća od sredine 2016. bilježi godišnji prirast kreditiranja prvi put od početka 2014. godine.

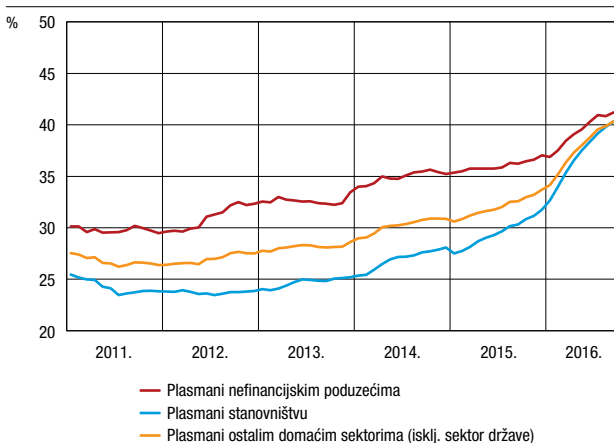
Na snažan porast kunskih plasmana djelovalo je nekoliko činitelja: (i) pad opće razine kamatnih stopa, što je rezultiralo smanjenjem kamatnih stopa na kunske kredite, čemu su pridonijeli ekspanzivna monetarna politika Hrvatske narodne banke i pojačana konkurencija među bankama za plasiranje novih kredita u uvjetima općenito potisnute kreditne aktivnosti; (ii) potražnja stanovništva za kunskim kreditima zbog negativnog iskustva s kreditima indeksiranim uz švicarski franak (uključujući refinanciranje konvertiranih eurskih kredita u kunske); (iii) regulatorne mjere Hrvatske narodne banke koje osiguravaju veću informiranost potrošača o valutnom riziku i potiču banke na kunsko kreditiranje; te (iv) promjena u strukturi izvora banaka, ponajprije u korist rasta depozitnog novca, te snažno smanjenje inozemnih izvora u stranoj valuti. Na porast udjela kunskih plasmana u ukupnim plasmanima utjecalo je, osim pojačanoga kreditiranja u

Slika 1. Godišnje stope promjene plasmana stanovništvu i nefinancijskim poduzećima na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 2. Udio kunskih u ukupnim plasmanima



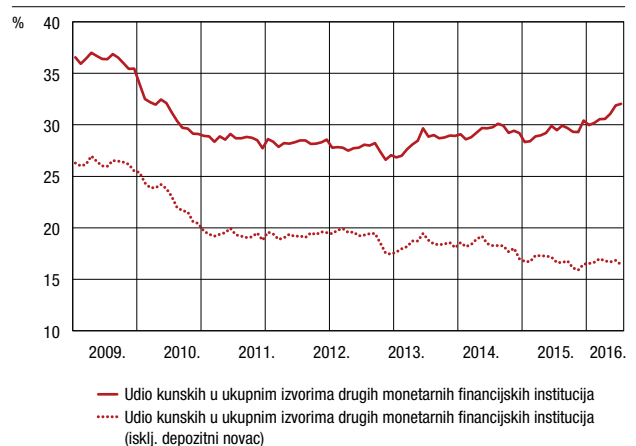
Izvor: HNB

kunama, i dospijeće postojećega deviznog duga, odnosno razduživanje, te otpis i prodaje postojećega kreditnog portfelja većinom s valutnom klauzulom.

Udio kunskih plasmana u ukupnim plasmanima povećao se s 27,5% na kraju 2012. na 40,3% na kraju rujna 2016. (Slika 2.). Promatra li se sektorski, udio kunskih plasmana u ukupnim plasmanima stanovništvu povećao se s 23,9% na kraju 2012. na 40,3% na kraju rujna 2016., dok je kod poduzeća u istom razdoblju zabilježeno povećanje udjela kunskih plasmana s 32,3% na 41,2%.

Porast udjela kunskih plasmana u ukupnim plasmanima banaka (kreditna deeuroizacija) treba povezati s porastom udjela kunskih izvora u ukupnim izvorima banaka (depozitna deeuroizacija). Tako se može primijetiti kako je u ukupnim izvorima sredstava banaka upravo u protekle četiri godine došlo do porasta udjela kunskih izvora. Taj se udio nakon snažnog pada zbog izbijanja krize od početka 2013. gotovo kontinuirano povećava te sada iznosi 31,9% (Slika 3.). Glavni je izvor povećanja udjela kuna u ukupnim izvorima rast depozitnog novca (kunska sredstva na tekućim računima i žiroračunima), dok kod štednih i oročenih

Slika 3. Udio kunskih u ukupnim izvorima



Napomena: Ukupni izvori uključuju i inozemnu pasivu.

Izvor: HNB

depozita nema promjena u valutnoj strukturi, što znači da su ovi depoziti i nadalje dominantno u eurima. Rast depozitnog novca zapravo odražava preferenciju klijenata ka držanju likvidnije financijske imovine u uvjetima pada pasivnih kamatnih stopa banaka. Istodobno banke kontinuirano smanjuju inozemne izvore financiranja, koji su uglavnom devizni.

Banke dugoročno neće moći kreditni prirast zasnivati isključivo na kunskom kreditiranju ako se udio deviznih oročenih depozita u ukupnim depozitima ne bude smanjivao. Daljnje smanjenje depozitne euroizacije tako je preduvjet nastavka trenda kreditne deeuroizacije, s obzirom na to da banke nastoje uravnotežiti svoju valutnu poziciju. Naime, uz pretpostavku zadržavanja nepromijenjenog udjela deviznih depozita u ukupnim oročenim depozitima, zadržavanje trenda deeuroizacije može se dugoročno održati samo u uvjetima potisnute ukupne kreditne aktivnosti i uz nastavljanje snažnog rasta depozitnog novca. Trend depozitne deeuroizacije može poduprijeti nastavak održavanja makroekonomske i financijske stabilnosti zemlje, uključujući stabilnost tečaja, kao i nastavak oporavka hrvatskoga gospodarstva koji se zasniva na daljnjem smanjivanju makroekonomskih neravnoteža.

## 8. Tokovi kapitala s inozemstvom

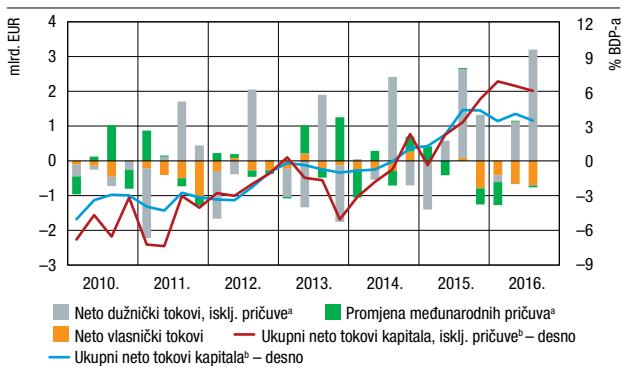
Unatoč rastu domaće gospodarske aktivnosti i poboljšanju uvjeta financiranja, odljev kapitala iz Hrvatske prema inozemstvu nastavio se i tijekom 2016. Tako je na financijskom računu platne bilance, isključujući promjenu pričuva i obveza HNB-a<sup>10</sup>, u trećem tromjesečju 2016. zabilježeno smanjenje neto inozemnih obveza za 2,5 mlrd. eura kao posljedica zamjetljivoga poboljšanja dužničke pozicije domaćih sektora, dok su se vlasničke obveze povećale u manjoj mjeri. U skladu s tim, neto stanje međunarodnih ulaganja dodatno se poboljšalo.

Neto priljevu vlasničkih ulaganja od 0,7 mlrd. eura u trećem tromjesečju 2016. najviše je pridonijela relativno visoka zadržana dobit na strani obveza, i to poglavito u djelatnosti financijskog posredovanja. Naime, vrlo dobre poslovne rezultate domaćih banaka u tekućoj godini pratila je znatno slabija isplata

dividendi, nakon prošlogodišnjih gubitaka povezanih s troškom očekivane konverzije kredita u švicarskim francima. Istodobno su nova inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku ostvarena u vrlo skromnom iznosu, većinom u trgovini na veliko, sektoru nekretnina te u hotelskoj djelatnosti. Ukupno je u prva tri tromjesečja 2016. ostvaren znatno manji iznos novih ulaganja nego prethodne godine, čak i ako se isključi velika transakcija promjene vlasništva u duhanskoj industriji u trećem tromjesečju prethodne godine.

Na zamjetljiv neto odljev dužničkoga kapitala u trećem tromjesečju 2016. godine (od 3,2 mlrd. eura, bez HNB-a) ponajviše je utjecao rast inozemne imovine, a djelomično i smanjenje obveza. Iako su svoju neto dužničku poziciju poboljšali svi domaći sektori, posebno se izdvajaju kreditne institucije, koje su

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



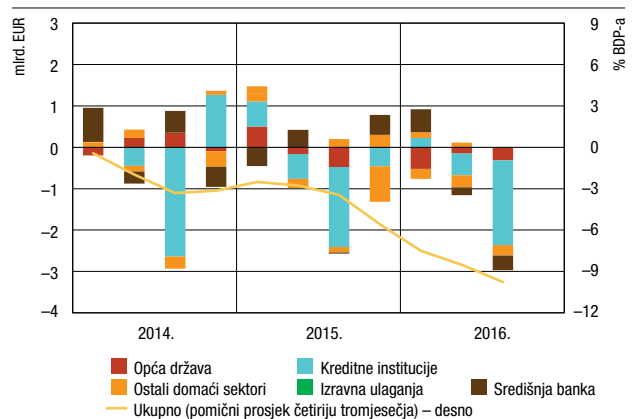
<sup>a</sup> Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.

<sup>b</sup> Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja

Napomena: Neto tokovi jesu razlika između promjene sredstava i obveza. Vlasnički tokovi obuhvaćaju promjenu inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja, zadržane dobiti i portfeljnih vlasničkih ulaganja. Pozitivna vrijednost označuje neto odljev kapitala u inozemstvo.

Izvor: HNB

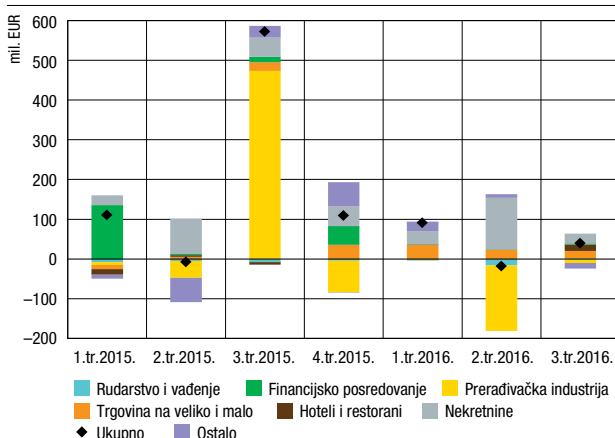
Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



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

Izvor: HNB

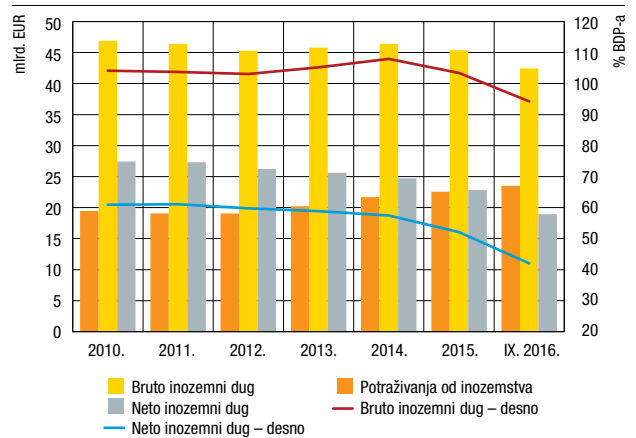
Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



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

Izvor: HNB

Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



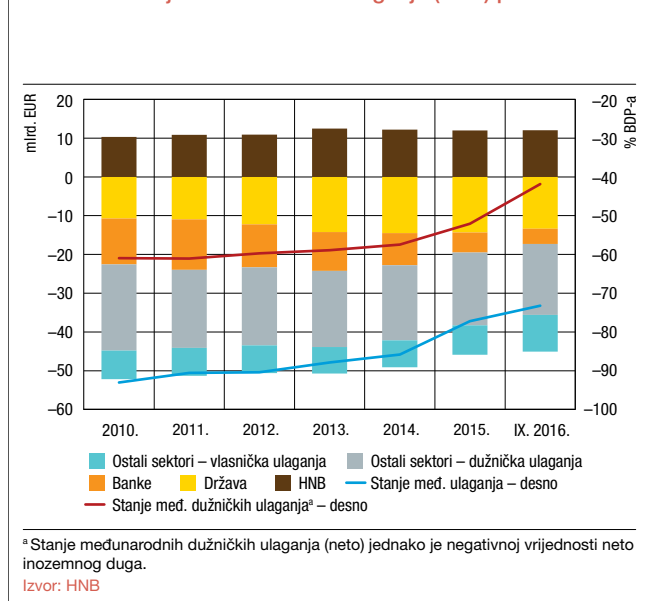
Napomena: Neto inozemni dug jest bruto inozemni dug umanjen za dužnička potraživanja prema inozemstvu.

Izvor: HNB

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



Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



uz smanjenje obveza (za 0,5 mlrd. eura) još više povećale svoju inozemnu imovinu (za 1,5 mlrd. eura). Daljnjem smanjivanju ukupnih neto dužničkih obveza pridonijelo je i razduživanje države te ostalih domaćih sektora prema vlasnički nepovezanim vjerovnicima.

Zbog razduživanja domaćih sektora i rasta inozemne imovine relativni pokazatelji inozemne zaduženosti tijekom 2016. zamjetljivo su se poboljšali. Na kraju rujna stanje bruto inozemnog duga iznosilo je 42,4 mlrd. EUR odnosno 94,2% BDP-a, što je za 9,2 postotna boda manje nego na kraju prethodne godine, čemu je osim pada duga pogodovalo i nominalno povećanje BDP-a. Najviše su se pritom razdužile kreditne institucije i država. Padu ukupnog duga pridonijele su i međuvalutne promjene te ostale prilagodbe. Budući da je istodobno ostvaren zamjetljiv rast inozemne imovine kreditnih institucija, smanjenje neto inozemnog duga tijekom 2016. bilo je još izrazitije. Na kraju rujna neto inozemni dug spustio se na 18,9 mlrd. EUR ili 42,0% BDP-a, što je za 10,0 postotnih bodova manje nego na kraju prethodne godine.

Za razliku od smanjenja inozemnog duga, stanje neto vlasničkih obveza domaćih sektora u prva se tri tromjesečja 2016. povećalo. Uz rast zadržane dobiti kreditnih institucija tome su, u

još većoj mjeri, pridonijeli ostali sektori, djelomično i zbog nepovoljnog učinka vrijednosnih prilagodbi.

Budući da je utjecaj razduživanja bio snažniji od povećanja vrijednosti vlasničkih ulaganja, sveukupno neto stanje međunarodnih ulaganja se poboljšalo, smanjivši se s -77,2% BDP-a na kraju 2015. na -75,2% BDP-a na kraju rujna 2016. godine. Promatrano po domaćim sektorima, neto stanje međunarodnih ulaganja u prva se tri tromjesečja 2016. pogoršalo samo kod poduzeća (i ostalih financijskih institucija), zbog snažnijega nepovoljnog utjecaja rasta vlasničkih obveza od njihova razduživanja, dok se kod države i kreditnih institucija poboljšalo.

### Projicirana kretanja

U skladu s naglašenim padom u prva tri tromjesečja, na razini cijele 2016. godine trebalo bi se ostvariti izrazitije smanjenje dužničkih obveza domaćih sektora u odnosu na prethodnu godinu. Tome najviše pridonosi razduživanje kreditnih institucija, iako slabijeg intenziteta nego u prethodnoj godini, a u manjoj mjeri i države te poduzeća. Na dodatno smanjenje duga u 2017. također bi mogle utjecati kreditne institucije, pri čemu se očekuje nastavak usporavanja trenda njihova razduživanja. Za razliku od toga, inozemne obveze države i ostalih domaćih sektora mogle bi se postupno povećavati.

Što se tiče inozemnih izravnih ulaganja, nakon velikog pada u 2015., neto priljev kapitala na ovoj osnovi u tekućoj bi godini mogao biti znatno veći, uglavnom kao posljedica iščezavanja učinka konverzije kredita u švicarskim francima, ali i veće dobiti poslovnih banaka i poduzeća u stranome vlasništvu. U 2017. neto priljev inozemnih izravnih ulaganja mogao bi biti malo slabiji, otprilike na prosječno ostvarenoj razini u godinama od izbivanja krize. Naime, unatoč očekivanom rastu izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, zadržana dobit mogla bi se smanjiti nakon iznimno visokih vrijednosti u 2016. godini, a očekuje se i rast ulaganja u inozemstvo.

U uvjetima daljnjeg razduživanja, praćenog rastom nominalnog BDP-a, prognozira se primjetljivo poboljšanje relativnih pokazatelja bruto i neto inozemne zaduženosti te stanja međunarodnih ulaganja.

Rizici vezani uz projekciju tokova kapitala s inozemstvom uključuju nepovoljan utjecaj sporoga i neučinkovitog provođenja strukturnih reformi na povjerenje ulagača i uvjete financiranja, koji bi mogli potaknuti još snažnije razduživanje te umanjiti iotako niske priljeve vlasničkoga kapitala.

## 9. Monetarna politika

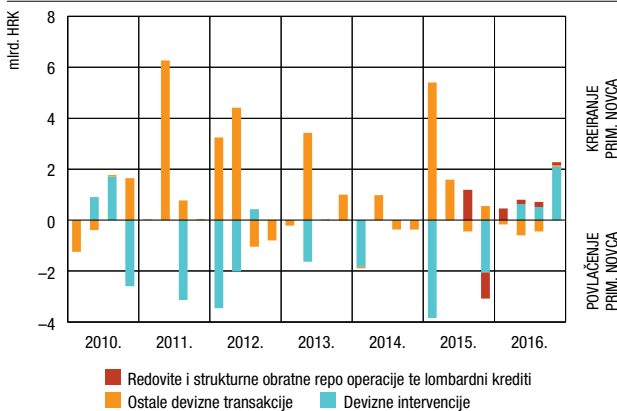
Tijekom druge polovine 2016. godine HNB je nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku uz održavanje stabilnosti tečaja kune prema euru. Visoku kunsku likvidnost središnja banka od ove godine podržava i strukturnim repo operacijama plasirajući bankama sredstva uz ročnost od četiri godine. Na četvrtoj strukturnoj repo aukciji održanoj u studenome, HNB je bankama plasirao 47,5 mil. kuna uz kamatnu stopu od 1,4%. Time je ukupan iznos dugoročne kunske likvidnosti kreirane tim operacijama dosegao 993,4 mil. kuna, čime se podupire trend smanjivanja domaćih kamatnih stopa i jačanja kunske kreditiranja banaka koji se ubrzao u 2016. godini (više o tome vidi u Okviru 3. Kunske kreditiranje). HNB je nastavio i s provođenjem redovitih tjednih obratnih repo operacija, čije je prosječno stanje tijekom listopada i studenoga iznosilo 335,0 mil. kuna,

što je približno trostruko više nego u prvih devet mjeseci 2016.

Prosječna ponderirana prekoćna međubankovna kamatna stopa blago se smanjila tijekom prva dva mjeseca četvrtog tromjesečja te je iznosila 0,41% prema 0,46% u trećem tromjesečju. Višak likvidnosti na računima banaka kod središnje banke zadržao se na vrlo visokoj razini, iako se tijekom listopada i studenoga blago smanjio u odnosu na treće tromjesečje (5,2 mlrd. kuna prema 5,5 mlrd. kuna), što je uglavnom bilo posljedica odljeva dijela likvidnosti na kunske depozite države kod HNB-a.

Devizne transakcije HNB-a također su pridonijele povećanju kunske likvidnosti. Na to je najviše utjecao otkup deviza od banaka zbog aprecijacijskih pritisaka na tečaj domaće valute. Nakon dviju intervencija u svibnju i rujnu HNB je sredinom prosinca također intervenirao otkupivši od banaka 278 mil. EUR.

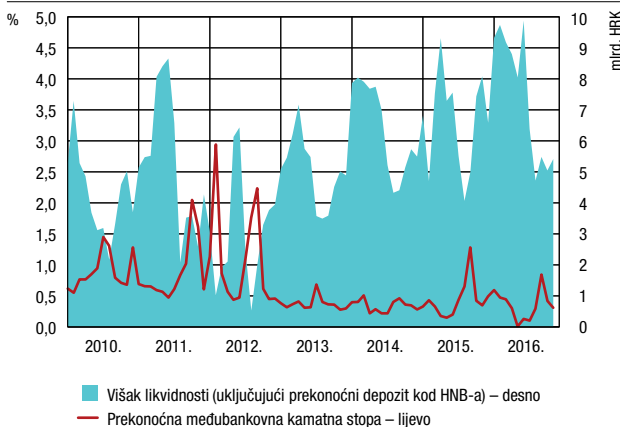
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



Napomena: U ostale devizne transakcije ubrajaju se kupoprodaje deviza s MF-om, EK-om i ugovori o razmjeni (engl. *swap*) s poslovnim bankama. Pozitivne vrijednosti odražavaju kupnju deviza. Podaci za četvrto tromjesečje 2016. prikazani su zaključno sa 16. prosinca.

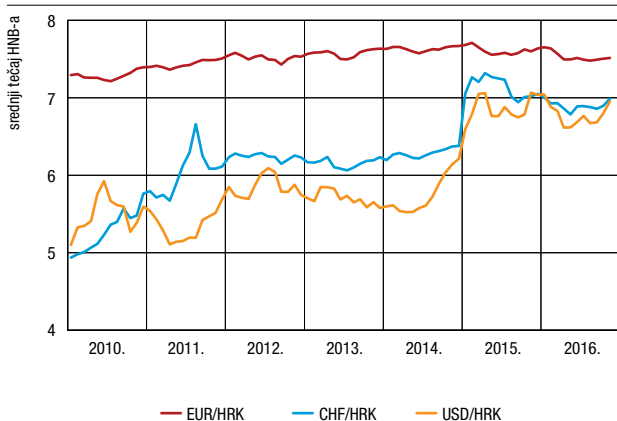
Izvor: HNB

Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa



Izvor: HNB

Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

Promatra li se od početka godine, HNB je od banaka ukupno otkupio 430,5 mil. EUR, a od Ministarstva financija 124,4 mil. EUR. Istovremeno je Europskoj komisiji središnja banka prodala 277,8 mil. EUR, pa je svim deviznim transakcijama u 2016. godini, zaključno sa 16. prosinca, ostvaren neto otkup deviza od 277,1 mil. EUR, čime je kreirana 2,1 mlrd. kuna.

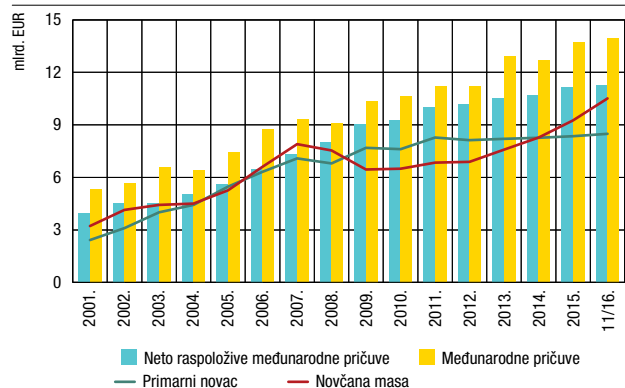
Tečaj kune prema euru tijekom listopada i studenoga zadržavao se na malo višim razinama od prosjeka trećeg tromjesečja. Međutim, na godišnjoj se razini nastavilo blago jačanje kune. Tako je prosječni tečaj kune prema euru u prvih jedanaest mjeseci 2016. iznosio 7,53 EUR/HRK i bio je za 1,0% niži u odnosu na isto razdoblje 2015. godine. Tečaj kune prema američkom dolaru počeo je rasti tijekom četvrtog tromjesečja, što odražava jačanje američkog dolara prema euru na svjetskim financijskim tržištima zbog trenutačnih očekivanja u vezi s bržim podizanjem kamatnih stopa u SAD-u. Švicarski je franak također ojačao prema kuni u odnosu na treće tromjesečje.

Bruto međunarodne pričuve tijekom listopada i studenoga povećale su se za 0,9 mlrd. EUR, što je uglavnom bilo rezultat više razine ugovorenih repo poslova. Krajem studenoga bruto pričuve iznosile su 14,0 mlrd. EUR te su bile za 0,3 mlrd. EUR (1,9%) veće u odnosu na kraj prethodne godine. S druge strane, neto raspoložive pričuve od rujna se nisu znatnije mijenjale i na kraju studenoga iznosile su 11,3 mlrd. EUR, što je za 0,1 mlrd. EUR (1,0%) više nego na kraju prošle godine. Bruto i neto međunarodne pričuve i dalje su na višim razinama od novčane mase (M1) i primarnog novca (M0).

U 2016. godini nastavio se zamjetan godišnji rast ukupnih likvidnih sredstava M4 na temelju snažnog rasta neto inozemne aktive monetarnog sustava i blagog pada neto domaće aktive (Slika 9.5.). Takva su kretanja rezultat rekordne turističke sezone, veće iskorištenosti fondova EU-a i blagog oporavka domaće kreditne aktivnosti. Međutim, poboljšanju neto inozemne aktive monetarnog sustava najviše je pridonio nastavak višegodišnjeg trenda razduživanja kreditnih institucija prema inozemstvu, što uključuje smanjenje njihova inozemnog duga, ali i povećanje njihove inozemne imovine. Tako je krajem listopada 2016. inozemna imovina kreditnih institucija premašivala njihove inozemne obveze za gotovo 20 mlrd. kuna.

Trend snažnog rasta realnih monetarnih agregata nastavio se u 2016. godini, iako početkom četvrtog tromjesečja nisu zabilježene njihove značajnije promjene. Pritom je posebno bio snažan

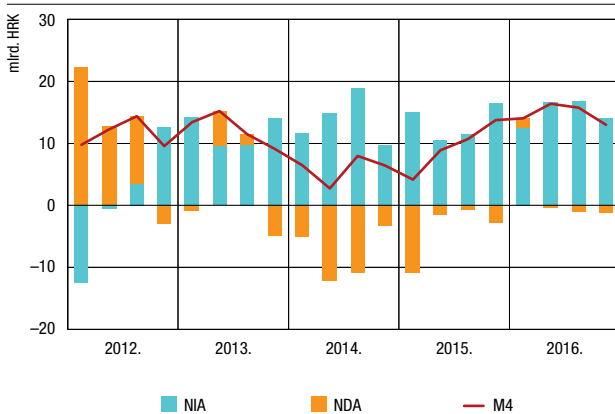
Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



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

Izvor: HNB

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



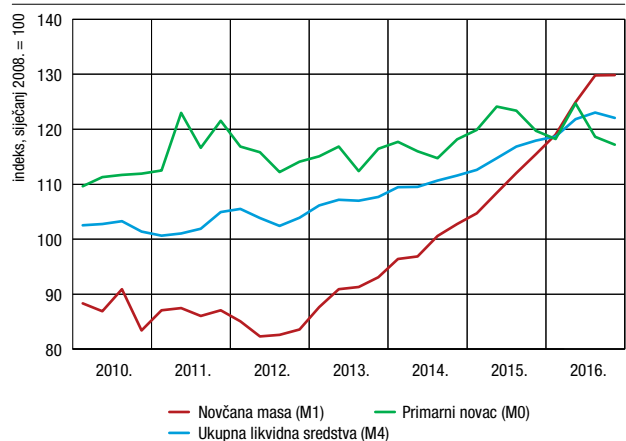
Napomena: Apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci isključujući utjecaj tečaja. Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad.

Izvor: HNB

rast novčane mase (M1) zabilježen u uvjetima nastavka pada kamatnih stopa na štedne i oročene depozite te oporavka gospodarske aktivnosti. S druge strane, realna vrijednost primarnog novca (M0) smanjila se tijekom listopada, poglavito pod utjecajem sezonskog smanjenja gotovog novca izvan kreditnih institucija.

**Slika 9.6. Realni monetarni agregati**

indeks kretanja desezoniranih vrijednosti deflaciranih indeksom potrošačkih cijena



Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad.

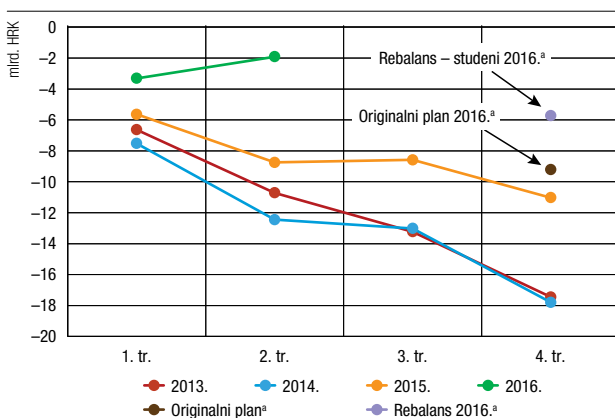
Izvor: HNB

U uvjetima prigušene inflacije i još uvijek sporog oporavka kreditiranja, monetarna politika zadržat će ekspanzivan karakter uz nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. To podrazumijeva podupiranje visoke likvidnosti monetarnog sustava preko strukturnih i redovitih repo operacija, dok će se deviznim intervencijama koristiti prema potrebi.

## 10. Javne financije

Fiskalni podaci pokazuju kako je u prvoj polovini 2016. provedena snažna fiskalna prilagodba. Manjak opće države prema metodologiji ESA 2010 snižen je na 1,9 mlrd. kuna ili 0,6% BDP-a, što je za 6,8 mlrd. kuna ili 2,0% BDP-a manje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Takva kretanja posljedica su zamjetnog rasta prihoda i ograničenog rasta rashodne strane proračuna. Gotovinski podaci MF-a upućuju kako su se povoljna kretanja u javnim financijama nastavila i u trećem tromjesečju.

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



<sup>a</sup> Originalni plan i rebalans salda opće države za 2016. prikazani su prema nacionalnoj metodologiji. Prema dostupnim podacima ne razlikuju se značajno od projekcija prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

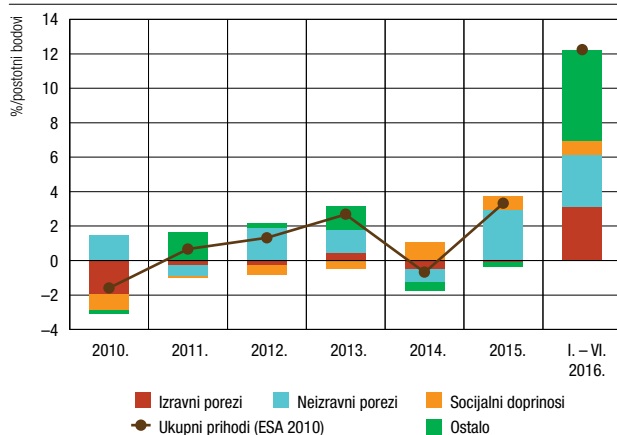
Kako su ostvarenja u prvih devet mjeseci bila povoljnija od očekivanih, u studenome su donesene izmjene i dopune državnog proračuna i financijskih planova proračunskih korisnika na temelju kojih se očekuje da bi proračun opće države prema nacionalnoj metodologiji mogao u 2016. iznositi 1,7% BDP-a, što je znatno manje u odnosu na prvotni plan (2,7% BDP-a). Korekcija manjka naniže pritom uglavnom odražava bitno povoljnija ostvarenja prihoda od ranije očekivanih.

U prvoj polovini 2016. ostvaren je godišnji rast ukupnih prihoda od 12,2%, pri čemu su pozitivne promjene zabilježene na svim važnijim stavkama prihodne strane proračuna opće države (mjereno metodologijom ESA 2010). Povoljna kretanja odražavaju rast gospodarske aktivnosti, nastavak oporavka na tržištu rada, ali i neke dodatne činitelje poput različite dinamike uplate pojedinih prihoda u 2016. i 2015. godini. Najveći doprinos ukupnom rastu prihoda dali su porezni prihodi, i to poglavito izravni porezi. Pritom se ističe rast prihoda od poreza na dobit, koji je posljedica zamjetnog rasta dobiti poduzetnika u 2015. i uvođenja strožih uvjeta za korištenje poreznih olakšica na osnovi reinvestirane dobiti.<sup>11</sup> Visok doprinos ukupnom rastu prihoda u prvom polugodištu dali su i neizravni porezi, što je posljedica oporavka osobne potrošnje, povoljnih kretanja u turizmu tijekom predsezona i većih prihoda od trošarina na naftne derivate i duhanske prerađevine.<sup>12</sup> Povećani su i prihodi od socijalnih

<sup>11</sup> Snažnijem rastu u prvom polugodištu pogodovalo je i to što je posljednji dan mjeseca travnja bio vikend pa su gotovinske uplate po godišnjem obračunu djelomično prebačene na svibanj. Za bilježenje prihoda od poreza na dobit prema metodologiji ESA 2010 primjenjuje se pravilo pomaka gotovinskih podataka za četiri mjeseca.

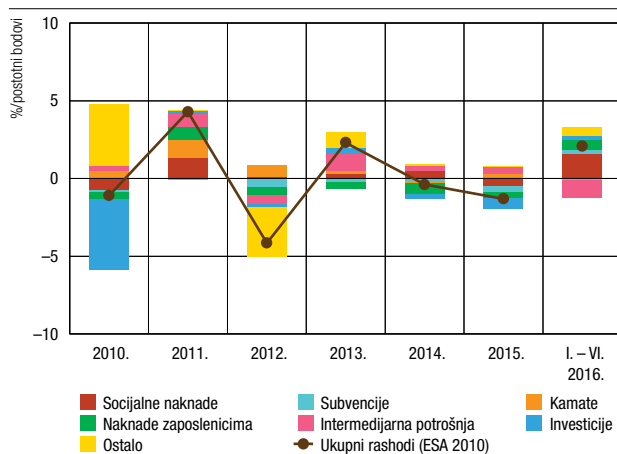
<sup>12</sup> U prvom tromjesečju 2015. na snazi su bile niže trošarine na te skupine proizvoda.

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



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

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

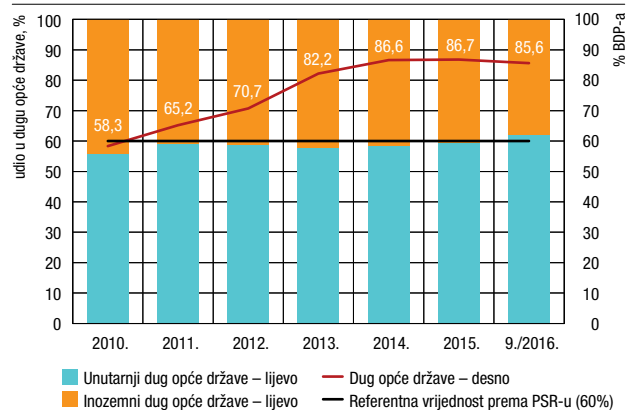


Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

doprinosu, što zrcali povoljna kretanja na tržištu rada. Pozitivna kretanja prisutna su i kod ostalih prihoda, poglavito kapitalnih prihoda, što je djelomice povezano s povećanim korištenjem fondova EU-a.

Na rashodnoj strani proračuna konsolidirane opće države (ESA 2010) u prvom je polugodištu 2016. zabilježeno povećanje od 2,1% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Porast je ostvaren poglavito u drugom tromjesečju kada je počelo redovito izvršenje državnog proračuna i financijskih planova izvanproračunskih korisnika. Najveći doprinos rastu rashoda dali su rashodi za socijalne naknade, što je povezano s povećanjem rashoda u sektoru zdravstva, blagim rastom rashoda za mirovine zbog povećanja broja umirovljenika i usklađivanja mirovina te porastom rashoda za socijalnu skrb. Povećane su i naknade za zaposlenike, što prema podacima HZMO-a i DZS-a odražava i rast broja zaposlenih te povećanje prosječne bruto plaće u javnim i državnim službama. Visok rast ostvaren je i kod kapitalnih rashoda, što se povezuje s boljim povlačenjem sredstava iz fondova EU-a. S druge strane, rashodi za kamate smanjili su se u usporedbi s prvim polugodištem 2015., pri čemu je na njihovu dinamiku povoljno utjecao pad troškova zaduživanja države.

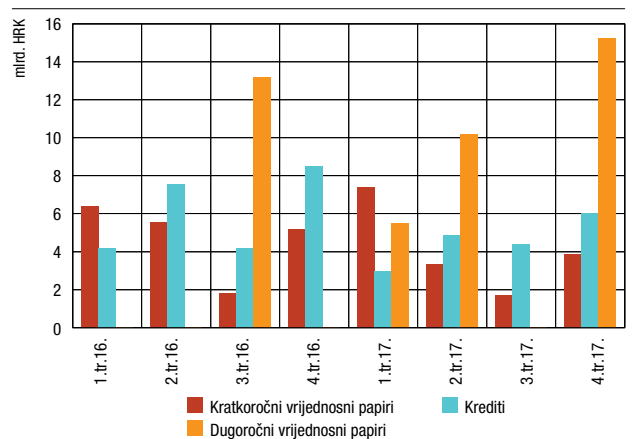
**Slika 10.4. Dug opće države  
stanje na kraju razdoblja**



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju lipnja 2016. korišten je nominalni BDP izračunat kao zbroj BDP-a za drugo tromjesečje 2016. i prethodna tri dostupna tromjesečna podatka

Izvor: HNB

**Slika 10.5. Dospijeaća duga opće države**



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 5. prosinca 2016., a kredita na dan 30. rujna 2016.

Izvori: MF; HNB

Raspoloživi gotovinski podaci (metodologija GFS 2001) za srpanj i kolovoz upućuju na nešto veći godišnji porast rashoda od prihoda. Kada je riječ o rashodima, porast je zabilježen kod izdataka za kamate i subvencije, dok je izvršenje usporeno na stavkama korištenja dobara i usluga. Kretanja poreznih prihoda i dalje su povoljna, pri čemu se ističe PDV. Kumulativni manjak središnje države u prvih osam mjeseci i dalje je bio na zamjetno nižoj razini od prošlogodišnje.

Dug konsolidirane opće države na kraju rujna iznosio je 289,1 mlrd. kuna, što je gotovo jednako stanju duga dosegnutom na kraju 2015. Stagnacija duga opće države može se povezati s relativno malim manjkom opće države. Aprecijacija tečaja kune u odnosu na euro nominalno je smanjila dug, dok je predfinanciranje financijskih potreba proračuna za posljednje tromjesečje u podjednakom iznosu povećalo dug. Ministarstvo financija u srpnju je na domaćem tržištu izdalo 6 mlrd. kuna vrijedne obveznice na rok od pet godina (druga tranša izdanja iz 2015.), a u kolovozu i 1,5 mlrd. eura trezorskih zapisa s rokom dospelja 455 dana, čime su refinancirane dospelje obveze i prikupljen je dio sredstava za financiranje manjka krajem godine. Pritom je kod oba spomenuta izdanja zabilježeno i zamjetno

smanjenje prinosa, što odražava visoku kunsku likvidnost na domaćem financijskom tržištu i smanjenu premiju za rizik.

U posljednjem tromjesečju općoj državi dopijeva oko 4%

BDP-a obveza na naplatu, što se poglavito odnosi na obveze na osnovi trezorskih zapisa i kreditnih zaduženja.

## 11. Odstupanja od prethodne projekcije

Ocjena realnih kretanja u međunarodnom okružju za 2016., s manjim iznimkama, ne odstupa znatno od projekcije iz srpnja, pri čemu su očekivanja za 2017. sada izložena većim rizicima. Gospodarski rast SAD-a u 2016., zbog relativno slabih ostvarenja u prvoj polovini godine, zamjetljivo je smanjen, pri čemu su očekivanja za sljedeće razdoblje izložena pozitivnim rizicima, zbog mogućeg zaokreta u ekonomskoj politici nove američke administracije. Rast europodručja blago je revidiran naviše u 2016., unatoč povećanoj neizvjesnosti nakon odluke o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije. Očekuje se, naime, da bi se negativne posljedice Brexita mogle početi osjećati tek s određenim vremenskim odmakom. Uz očekivanu višu cijenu nafte, inflacija u europodručju mogla bi sljedeće godine također premašiti dosadašnja predviđanja. Osim Italije, nema bitnih promjena u očekivanjima povezanim s važnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima. Globalni uvjeti financiranja, uz sve izvjesnije i moguće intenzivnije pooštavanje monetarne politike u SAD-u, mogli bi se početi pogoršavati prije nego što se očekivalo.

Realni hrvatski BDP mogao bi u 2016. godini porasti za 2,8%, što je povećanje u odnosu na projekciju iz srpnja (2,3%). Izmjena je rezultat povoljnijih ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju 2016., pogotovo kod državne potrošnje i investicija u fiksni kapital, a u trećem tromjesečju kod izvoza usluga. Zamjetljivo je revidiran i rast državne potrošnje. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, naviše je revidiran rast izvoza robe i usluga. Naime, iako je ostvarenje u drugome tromjesečju bilo niže nego

što prethodno projicirano, treće tromjesečje donijelo je visok rast izvoza usluga, pa je i očekivani rast te doprinos izvoza rastu BDP-a na razini cijele godine blago povećan. Uz veći rast domaće potražnje i ukupnog izvoza nego u posljednjoj projekciji te gotovo nepromijenjen rast uvoza robe i usluga, negativan doprinos neto izvoza ukupnom gospodarskom rastu u ovoj je projekciji smanjen (s -0,3 na -0,1 postotni bod).

Navviše je korigiran i rast realnog bruto domaćeg proizvoda u 2017. godini (3,0% u odnosu na 2,5% u prethodnoj projekciji). Pritom je od komponenti domaće potražnje najznačajnija korekcija zabilježena kod osobne potrošnje, koja bi zbog očekivanoga povoljnog učinka porezne reforme na neto raspoloživi dohodak kućanstava mogla porasti više nego što se prije očekivalo (3,3% u odnosu na 2,5%). Nadalje, ostvarenja rasta državne potrošnje u prva tri tromjesečja 2016., kao i podaci iz Smjernica ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2017. – 2019., upućuju na to da bi ova sastavnica agregatne potražnje mogla rasti malo brže nego što se ranije očekivalo, pa je njezin doprinos rastu BDP-a povećan prosječno za 0,1 postotni bod. Osim toga, investicijska bi se aktivnost mogla ubrzati znatnije nego što je prethodno projicirano, pa bi bruto investicije u fiksni kapital mogle porasti za 6,8% (prethodno 6,1%). U ovoj se projekciji, kao i u prethodnoj, očekuje daljnji rast ukupnog izvoza, pa bi izvoz robe i usluga i nadalje mogao ponajviše pridonijeti gospodarskom rastu. U skladu s navedenim, očekuje se da će jača domaća potražnja i nastavak rasta ukupnog izvoza rezultirati većim rastom uvoza robe i usluga nego što se prije očekivalo. Stoga se prema ovo projekciji očekuje da će doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu iznositi -0,7 postotnih bodova (prethodno -0,5 postotnih bodova).

Prosječna godišnja stopa inflacije u 2016. ocijenjena je na -1,2%, što je za 0,2 postotna boda niže u usporedbi s prethodnom projekcijom, iz srpnja 2016. Tome je ponajviše pridonijelo smanjenje godišnje stope promjene cijena energije zbog nižih cijena sirove nafte na svjetskom tržištu od prethodno očekivanih. U 2017. prognozirano je znatno ubrzanje inflacije, na 1,6%, što je za 0,4 postotna boda više nego u prethodnoj projekciji. Tome najviše pridonosi izrazitiji rast cijena bez prehrane i energije od prethodno očekivanog zbog izravnih učinaka poreznih izmjena, ali i mogućiji rast tih cijena zbog očekivanog povećanja raspoloživog dohotka stanovništva zbog izmjena poreza na dohodak. Osim toga, očekuje se i ubrzanje prosječne godišnje stope promjena cijena energije zbog snažnijeg rasta cijena sirove nafte nakon dogovora zemalja članica OPEC-a i Rusije o smanjenju proizvodnje. Prosječna godišnja stopa promjene cijena prehrane ostala je nepromijenjena.

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2016. godini, procijenjen na 3,8% BDP-a, mogao bi biti neznatno povoljniji nego što se očekivalo projekcijom iz srpnja (3,6% BDP-a). Pritom bi se u međunarodnoj razmjeni usluga, zbog izrazitijeg rasta prihoda od turizma, mogao ostvariti veći višak. S druge strane, procjena manjka na računu primarnog dohotka revidirana je naviše u odnosu na projekciju iz srpnja, uvažavajući iznimno dobre poslovne rezultate banaka tijekom 2016. godine. Višak na tekućem i kapitalnom računu u 2017. zadržan je na

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2016.		
	Prethodna projekcija (VII. 2016.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
<b>BDP (realne stope promjene, %)</b>			
Svijet	3,2	3,1	-0,1
Europodručje	1,5	1,7	0,2
SAD	2,4	1,6	-0,8
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,1	4,2	0,1
Zemlje Srednje i Istočne Europe	3,5	3,3	-0,2
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	1,8	1,8	0,0
<b>Cijene</b>			
HIPC u europodručju <sup>a</sup>	0,2	0,2	0,0
Cijene nafte (USD/barel) <sup>b</sup>	44,6	44,0	-0,6
<b>Ključne kamatne stope</b>			
EURIBOR 3M (na kraju godine) <sup>c</sup>	-0,28	-0,33	-0,05
ECB Main Refinancing Rate <sup>c</sup>	0,00	0,00	0,00
U.S. Federal Funds Target Rate <sup>c</sup>	0,85	0,75	-0,10

<sup>a</sup> ESB, rujan 2016.; <sup>b</sup> Bloomberg, Brent crude oil futures; <sup>c</sup> Bloomberg

Izvor: MMF (WEO), listopad 2016.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2016.			2017.		
	Prethodna projekcija (VII. 2016.)	Aktualna projekcija	Odstupanje	Prethodna projekcija (VII. 2016.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
<b>Nacionalni računi</b> (realne stope promjene, %)						
BDP	2,3	2,8	0,5	2,5	3,0	0,5
Osobna potrošnja	2,9	3,1	0,2	2,5	3,3	0,8
Državna potrošnja	0,4	1,4	1,0	0,5	1,0	0,5
Investicije u kapital	2,9	4,1	1,2	6,1	6,8	0,7
Izvoz robe i usluga	5,7	6,1	0,4	5,5	5,5	0,0
Uvoz robe i usluga	6,6	6,5	-0,1	6,7	7,4	0,7
<b>Tržište rada</b>						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	1,5	1,8	0,3	1,3	1,5	0,2
<b>Cijene</b>						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	-0,9	-1,2	-0,2	1,2	1,6	0,4
<b>Vanjski sektor</b>						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	2,7	2,8	0,1	1,9	2,0	0,1
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	3,6	3,8	0,2	3,1	3,1	0,0
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	96,9	93,8	-3,2	91,3	87,5	-3,8
<b>Monetarna kretanja (stope promjene, %)</b>						
Ukupna likvidna sredstva – M4	3,4	4,8	1,4	3,7	4,1	0,4
Ukupna likvidna sredstva – M4 <sup>a</sup>	3,4	5,2	1,8	3,7	4,0	0,3
Plasmani kreditnih institucija	-2,5	-4,0	-1,5	1,2	-1,3	-2,6
Plasmani kreditnih institucija <sup>b</sup>	0,8	1,4	0,7	1,5	2,6	1,1

<sup>a</sup> Isključujući utjecaj tečajnih promjena; <sup>b</sup> Stope promjene izračunate su na temelju podataka o transakcijama.

Izvor: HNB

razini iz prethodne projekcije.

Relativni pokazatelji bruto inozemne zaduženosti u tekućoj i sljedećoj godini mogli bi biti niži nego što se očekivalo u projekciji iz srpnja (za više od 3 postotna boda BDP-a). Tome najviše pridonosi veće smanjenje inozemnog duga zbog izostanka zaduživanja države na inozemnom financijskom tržištu u ovoj godini, a u manjoj mjeri i izrazitiji rast nominalnog BDP-a.

Projekcija plasmana kreditnih institucija privatnom sektoru povoljnija je u odnosu na prethodna očekivanja. Isključujući otpise i prodaje plasmana te učinak kretanja tečajeva, plasmani bi u 2016. godini mogli porasti za 1,4%, a u prethodnoj se projekciji očekivalo povećanje od 0,8%. Bržem rastu plasmana u ovoj godini najviše pridonose veće kreditiranje poduzeća uz blagi oporavak kreditiranja stanovništva, odnosno zaustavljanje trenda njihova višegodišnjeg razduživanja. S druge strane, nominalni pad plasmana u 2016. od 4,0%, u najvećoj mjeri određen otpisom plasmana stanovništvu vezanim za postupak konverzije kredita uz švicarski franak te otpisima povezanim s prodajom

neprihodonosnih plasmana, povećan je u odnosu na prošlu projekciju (-2,5%) upravo zbog zamjetljivo većih ostvarenih prodaja neprihodonosnih plasmana banaka. U 2017. očekuje se nastavak oporavka kreditne aktivnosti i on je također povećan u odnosu na prošlu projekciju (s 1,5% na 2,6%, na temelju transakcija), dok će nastavak otpisa i prodaja plasmana utjecati na nominalni pad plasmana od 1,3%, što se prethodno nije očekivalo.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) u 2016. zamjetljivo se povećao u odnosu na prethodnu projekciju (5,2% u odnosu na 3,4%, isključujući utjecaj tečaja). Ubrzanje ocijenjenog rasta najširega monetarnog agregata rezultat je snažnijeg rasta novčane mase i depozita zbog oporavka gospodarstva, priljeva na osnovi većeg privlačenja sredstava iz fondova EU-a te iznimno uspješne turističke sezone. U skladu s očekivanim nastavkom rasta gospodarske aktivnosti, povećanje ukupnih likvidnih sredstava moglo bi i u 2017. biti veće od prethodnih očekivanja (4,0% u odnosu na 3,7%, isključujući utjecaj tečaja).

## 12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica A.1. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

promjena u postocima

	BDP		Potrošnja kućanstava		Bruto investicije u fiksni kapital		Izvoz robe i usluga		Uvoz robe i usluga		Industrijska proizvodnja		Potrošačke cijene	
	2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.	2016.	2017.
Hrvatska narodna banka (prosinac, 2016.)	2,8	3,0	3,1	3,3	4,1	6,8	6,1	5,5	6,5	7,4	-	-	-1,2	1,6
Ministarstvo financija <sup>a</sup> (prosinac 2016.)	2,7	3,2	2,8	3,6	4,9	6,8	5,7	4,6	6,1	6,2	-	-	-1,1	1,0
Europska komisija (studeni 2016.)	2,6	2,5	2,7	2,5	4,8	6,1	6,0	3,5	6,6	4,6	-	-	-0,9	0,8
Eastern Europe Consensus Forecasts (studeni 2016.)	2,4	2,3	2,8	2,3	4,7	4,1	-	-	-	-	4,0	3,5	-1,1	1,0
Europska banka za obnovu i razvoj (studeni 2016.)	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Addiko Bank Economic Research (listopad 2016.)	2,7	2,2	2,7	2,4	5,4	5,0	5,6	2,9	2,9	4,4	3,8	3,6	0,7	1,6
Raiffeisen Research (listopad 2016.)	2,3	2,5	-	-	-	-	6,5	5,4	4,9	4,8	4,8	4,2	-1,2	1,3
Međunarodni monetarni fond (listopad 2016.)	1,9	2,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,0	0,8
Ekonomski institut Zagreb (rujan 2016.)	2,6	2,7	2,6	2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Svjetska banka (lipanj 2016.)	1,9	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

<sup>a</sup> Obrazloženje državnog proračuna za 2017. i projekcije za 2018. i 2019.

Izvor: publikacije navedenih institucija

## 13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

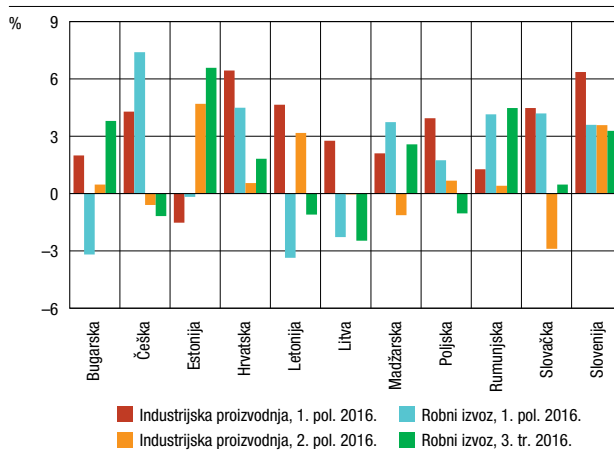
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

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

<sup>a</sup> Jednostavni prosjek

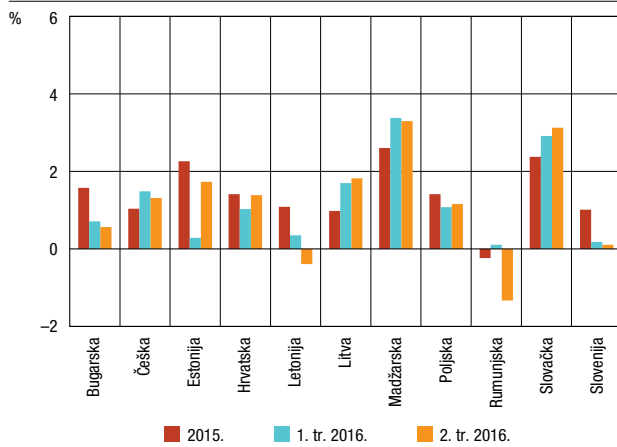
Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz godišnje stope promjene



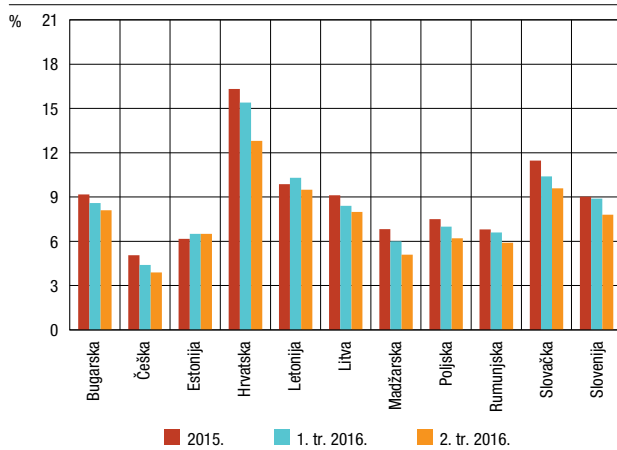
Izvori: Eurostat; DZS

**Slika 13.2. Anketna zaposlenost**  
godišnje stope promjene



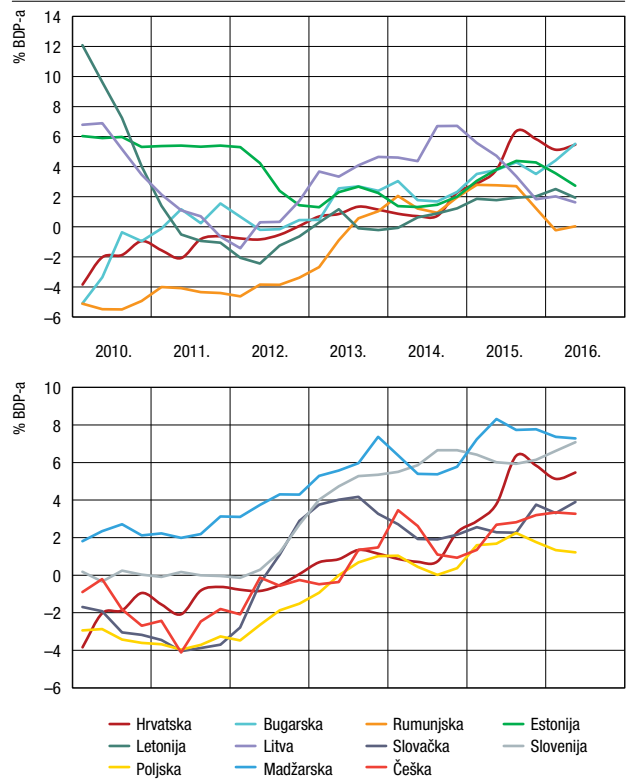
Izvor: Eurostat

**Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti**



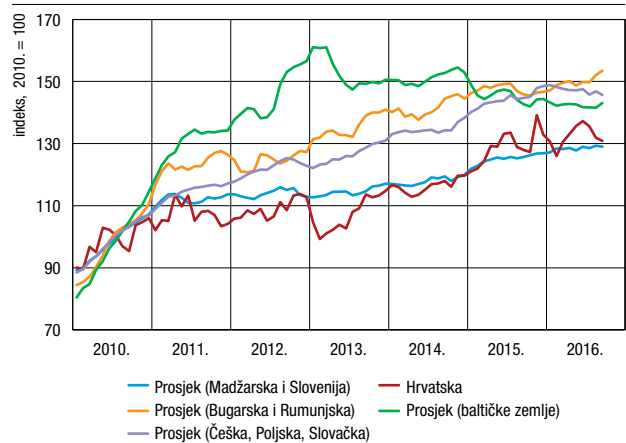
Izvor: Eurostat

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



Izvori: Eurostat; HNB

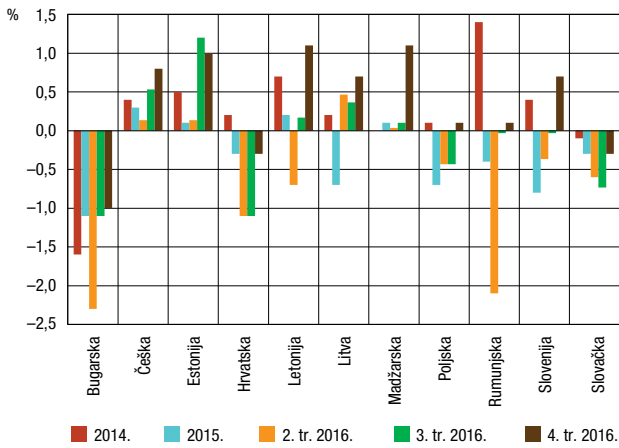
**Slika 13.5. Robni izvoz**  
tromjesečni pomični prosjek, sezonski prilagođeni podaci



Izvori: Eurostat; HNB

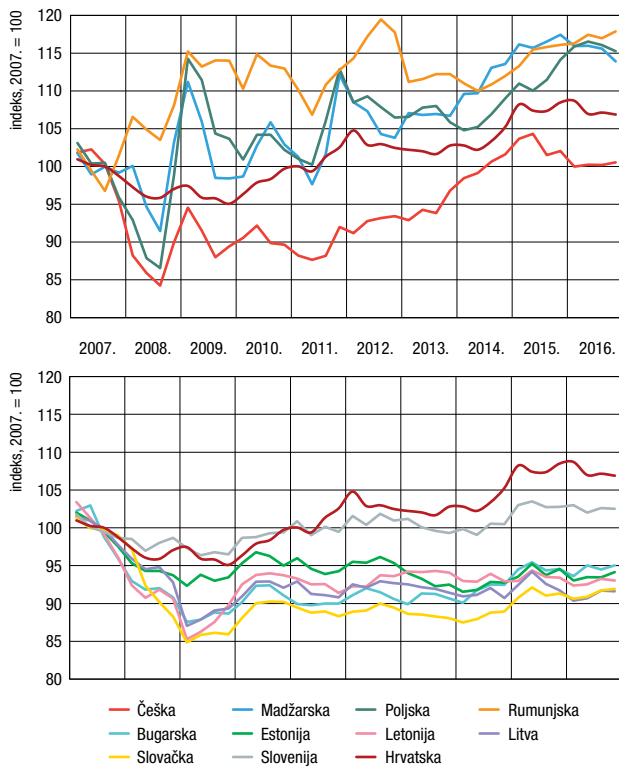


**Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena**  
prosječne godišnje stope promjene



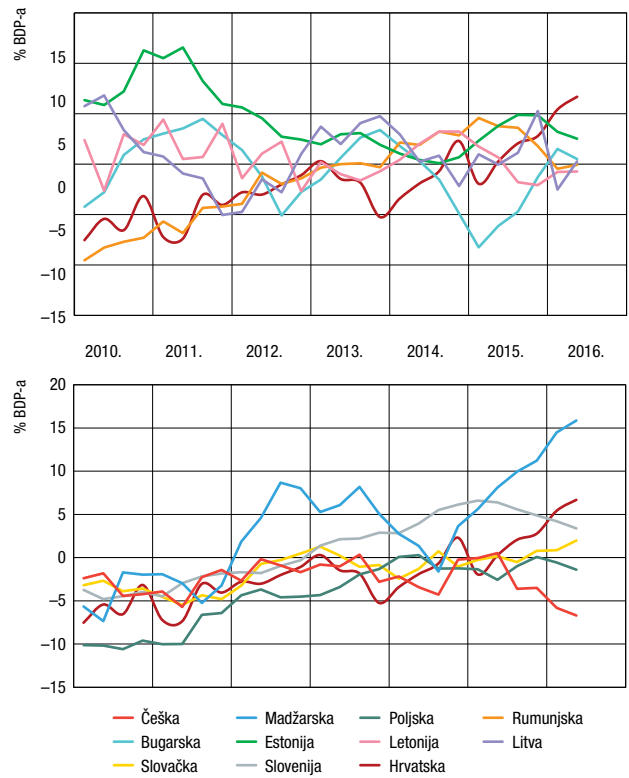
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se samo na listopad.  
Izvor: Eurostat

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



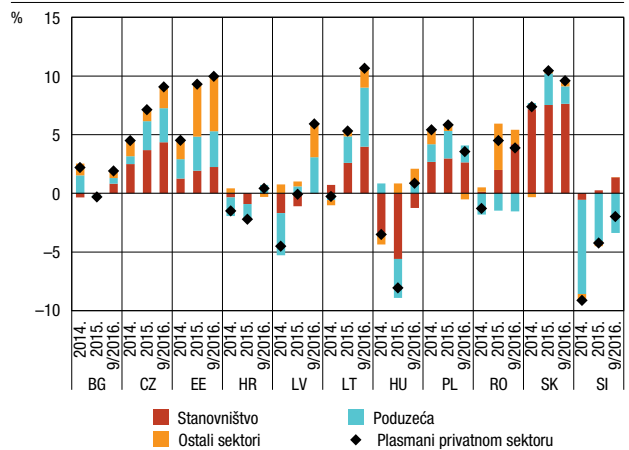
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2016. odnose se na listopad. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.  
Izvori: BIS; HNB-a

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



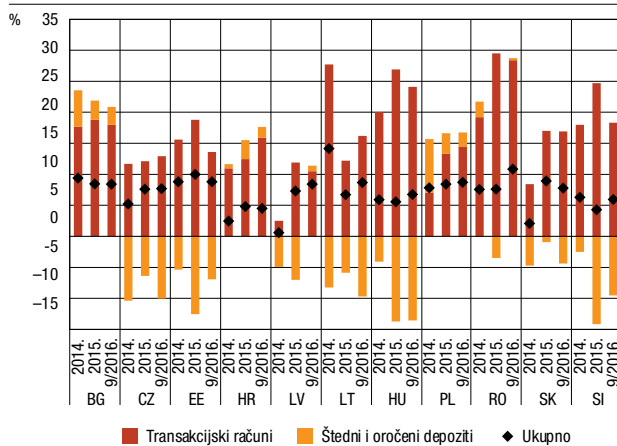
Izvori: Eurostat; HNB

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



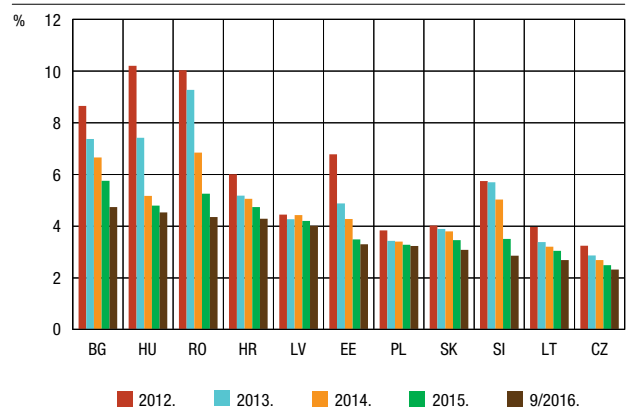
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; HNB

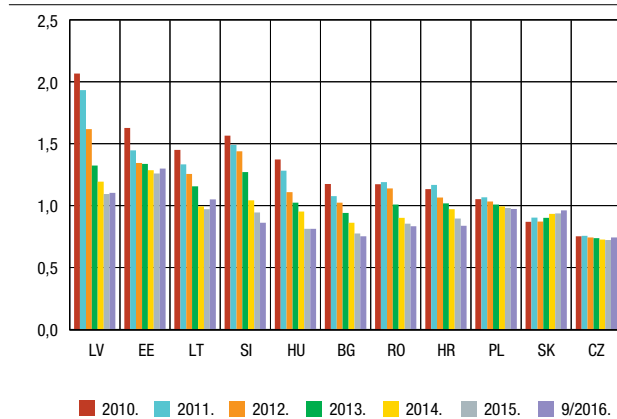
**Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima**



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

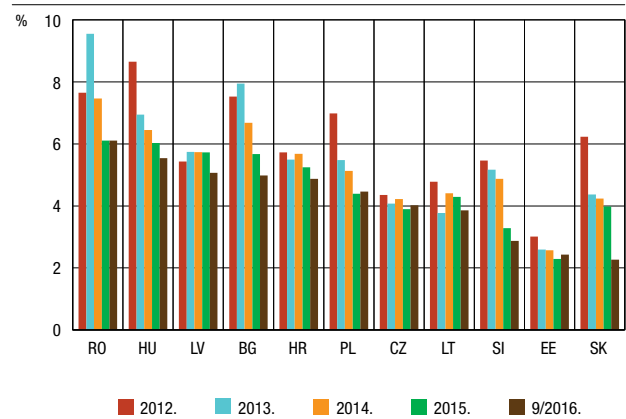
Izvor: ESB

**Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora**



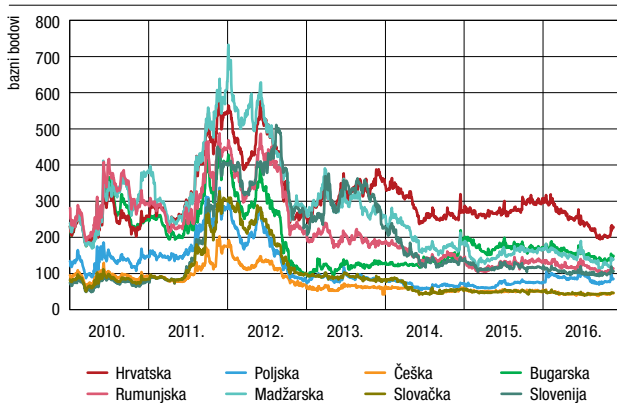
Izvori: ESB; HNB

**Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite**



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

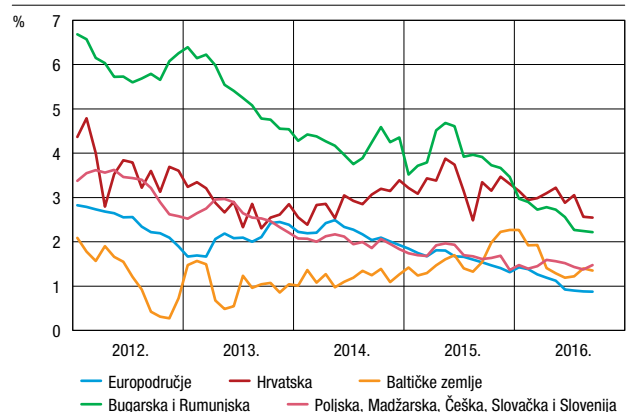
**Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja**



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

Izvor: S&P Capital IQ

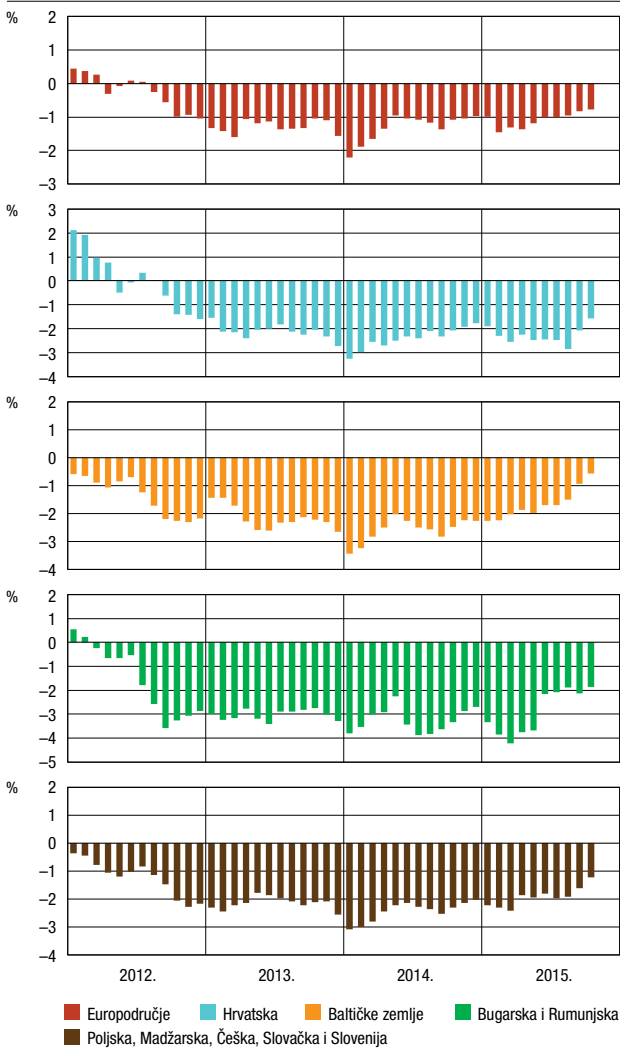
**Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR**



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*.

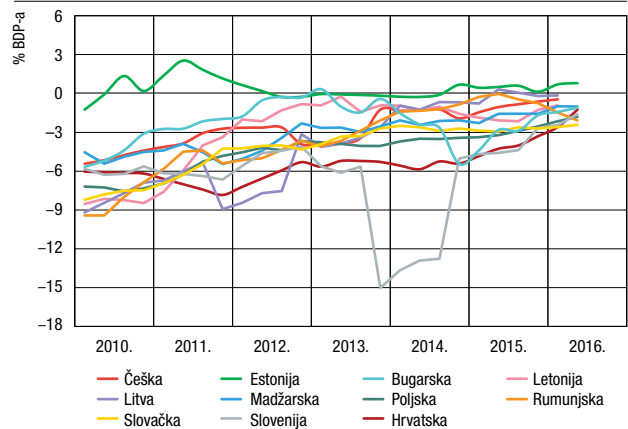
**Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR**



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

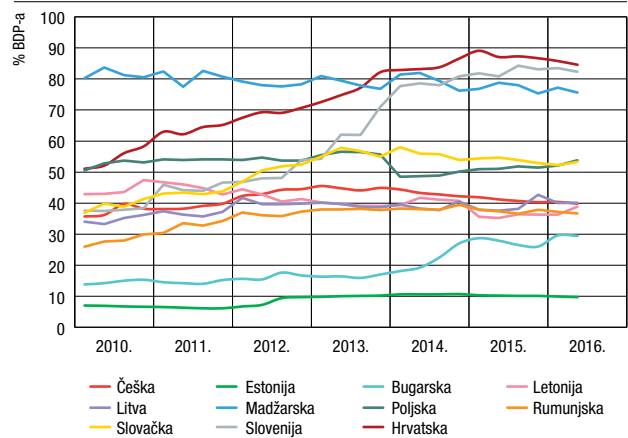
**Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja**



Napomena: Tromjesečni podaci za Hrvatsku za razdoblje od 2007. do 2012. dobiveni su linearnom interpolacijom godišnjih podataka.

Izvori: Eurostat; HNB

**Slika 13.18. Dug opće države stanje na kraju tromjesečja**



Izvori: Eurostat; HNB

## Kratice i znakovi

### Kratice

b. b.	– bazni bod	potr.	– potrošnja
BDP	– bruto domaći proizvod	PPI	– indeks cijena pri proizvođačima (engl. <i>Produce Price Index</i> )
BDV	– bruto dodana vrijednost	PSR	– Pakt o stabilnosti i rastu
BEA	– Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. <i>U. S. Bureau of Economic Analysis</i> )	RH	– Republika Hrvatska
BIS	– Banka za međunarodne namire (engl. <i>Bank for International Settlements</i> )	SDR	– posebna prava vučenja
BZ	– blagajnički zapisi	SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo d.d.
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i> )	SMTK	– Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
DAB	– Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka	tis.	– tisuća
dep.	– depoziti	T-HT	– T – Hrvatski Telekom d.d.
d. n.	– drugdje nespomenuto	TNZ	– Tržište novca Zagreb
DZS	– Državni zavod za statistiku	tr.	– tromjesečje
EK	– Europska komisija	TZ	– trezorski zapisi
EMU	– Ekonomska i monetarna unija	val.	– valutni
engl.	– engleski		
ESB	– Europska središnja banka		
EU	– Europska unija		
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i> )		
fik.	– fiksni		
FISIM	– posredno mjerene naknade za uslugu financijskog posredovanja		
FZO	– Fond za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost		
HAC	– Hrvatske autoceste		
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga		
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak		
HC	– Hrvatske ceste		
HFP	– Hrvatski fond za privatizaciju		
HNB	– Hrvatska narodna banka		
HPB	– Hrvatska poštanska banka		
HWWI	– Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. <i>Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut</i> )		
HZMO	– Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje		
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje		
HZZO	– Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje		
IEA	– Međunarodna agencija za energiju (engl. <i>International Energy Agency</i> )		
ILO	– Međunarodna organizacija rada (engl. <i>International Labour Organization</i> )		
Ina	– Industrija nafte d.d.		
ind.	– industrijski		
IPC	– indeks potrošačkih cijena		
JTR	– jedinični troškovi rada		
MF	– Ministarstvo financija		
mil.	– milijun		
mlrd.	– milijarda		
MMF	– Međunarodni monetarni fond		
NDA	– neto domaća aktiva		
NIA	– neto inozemna aktiva		
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti		
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i> )		
OP	– obvezna pričuva		
PDV	– porez na dodanu vrijednost		

### Troslovne oznake za valute

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

### Dvoslovne oznake za zemlje

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

## Znakovi

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

