



**HRVATSKI SABOR**

KLASA: 021-12/19-09/59

URBROJ: 65-19-02

Zagreb, 26. studenoga 2019.



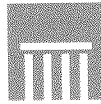
Hs\*\*NP\*021-12/19-09\*59\*65-19-02\*\*Hs

**ZASTUPNICAMA I ZASTUPNICIMA  
HRVATSKOGA SABORA**

**PREDSJEDNICAMA I PREDSJEDNICIMA  
RADNIH TIJELA**

Na temelju članka 33. stavka 1. podstavka 3. Poslovnika Hrvatskoga sabora u prilogu upućujem *Polugodišnju informaciju o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike za prvo polugodište 2019.*, koju je predsjedniku Hrvatskoga sabora u skladu s odredbom članka 62. Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci ("Narodne novine", broj 75/08 i 54/13) dostavila Hrvatska narodna banka, aktom od 22. studenoga 2019. godine.

**PREDSJEDNIK**  
  
**Gordan Jandroković**



HNB

GUVERNER



Hs\*\*NP\*021-12/19-09/59\*324-19-01\*\*Hs

Priljeno: 26-11-2019	
klasifikacijska oznaka: 021-12/19-09/59	Org. jed. 65
urudžbeni broj: 324-19-01	Pril. 1
	Vrij. CD

**gosp. Gordan Jandroković**

**predsjednik**

Hrvatski sabor

Trg Sv. Marka 6-7

10 000 Zagreb

Urudžbeni broj: 929-020/21-11-19/BV

Datum: 22. studenog 2019.

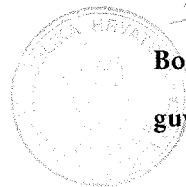
Predmet: Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u prvom polugodištu 2019.

**Poštovani predsjedniče Hrvatskog sabora,**

sukladno odredbi članka 62. Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (Narodne novine broj 75/2008 i 54/2013), u prilogu Vam dostavljam Polugodišnju informaciju o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u prvom polugodištu 2019. Navedeno Vam dostavljam i u elektroničkom formatu.

Ukoliko su Vam potrebne bilo kakve dodatne informacije stojim Vam na raspolaganju.

S poštovanjem



**Boris Vujčić**

**guverner**

**PRILOG**

**Na znanje:**

- gđa Grozdana Perić, predsjednica Odbora za financije i državni proračun



HRVATSKA NARODNA BANKA

---

## Polugodišnja informacija

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja  
stabilnosti cijena i provedbi monetarne  
politike za prvo polugodište 2019.

---

Zagreb, studeni 2019.





HNB

**POLUGODIŠNJA INFORMACIJA 2019.**

## IZDAVAČ

HRVATSKA NARODNA BANKA  
Direkcija za izdavačku djelatnost  
Trg hrvatskih velikana 3  
10000 Zagreb  
Telefon centrale: 01/4564-555  
Telefon: 01/4565-006  
Telefaks: 01/4564-687

[www.hnb.hr](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 1848-7505 (online)



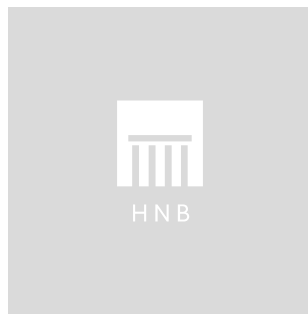
HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

## POLUGODIŠNJA INFORMACIJA

o financijskom stanju, stupnju ostvarenja  
stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike

za prvo polugodište 2019.

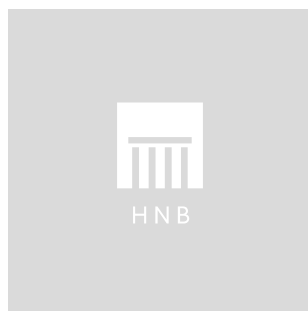




# Sadržaj

---

<b>1. Sažetak</b>	<b>1</b>	<b>7. Financiranje privatnog sektora</b>	<b>17</b>
<b>2. Kretanja u globalnom okružju</b>	<b>2</b>	Okvir 2. Kretanje kunskih i deviznih plasmana poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018.	21
2.1. Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	2	<b>8. Tokovi kapitala s inozemstvom</b>	<b>25</b>
2.2. Cijene sirovina	2	<b>9. Monetarna politika</b>	<b>27</b>
2.3. Uvjeti financiranja	3	<b>10. Javne financije</b>	<b>29</b>
2.4. Tečajevi	3	<b>11. Upravljanje međunarodnim pričuvama</b>	<b>31</b>
<b>3. Agregatna ponuda i potražnja</b>	<b>4</b>	11.1. Struktura i kretanje međunarodnih pričuva	31
3.1. Agregatna potražnja	4	11.2. Financijska tržišta i rezultat upravljanja međunarodnim pričuvama u prvom polugodištu 2019.	32
3.2. Agregatna ponuda	6	<b>12. Poslovanje kreditnih institucija</b>	<b>33</b>
<b>4. Tržište rada</b>	<b>7</b>	12.1. Banke	33
4.1. Zaposlenost i nezaposlenost	7	12.2. Stambene štedionice	36
4.2. Plaće i jedinični trošak rada	8	<b>Kratice i znakovi</b>	<b>37</b>
<b>5. Inflacija</b>	<b>9</b>		
Okvir 1. Ocjena učinka smanjenja PDV-a na određene proizvode na kretanje potrošačkih cijena u kratkom roku	10		
<b>6. Tekući i kapitalni račun platne bilance</b>	<b>14</b>		
6.1. Vanjska trgovina i konkurentnost	14		
6.2. Dohoci i transakcije s EU-om	15		



## 1. Sažetak

Dinamika gospodarske aktivnosti intenzivirala se u prvoj polovini 2019., pri čemu su godišnjem rastu realnog BDP-a od 3,1% najviše pridonijeli potrošnja kućanstava i bruto investicije u fiksni kapital. Povećanje osobne potrošnje bilo je podržano nastavkom povoljnih kretanja na tržištu rada, porastom kreditiranja kućanstava i visokom razinom potrošačkog optimizma. Istodobno je snažan rast kapitalnih ulaganja ponajprije bio posljedica jačanja investicijske aktivnosti opće države. Pozitivan doprinos gospodarskom rastu dala je i potrošnja države te rast izvoza robe i usluga. Snažan rast domaće potražnje rezultirao je rastom uvoza koji je bio veći od rasta izvoza, zbog čega se produbio negativan doprinos neto inozemne potražnje.

U prvom polugodištu 2019. prevladavala su povoljna kretanja na tržištu rada. Zaposlenost je nastavila rasti te je u odnosu na isto razdoblje prethodne godine bila veća za 2,3%. Pritom su povećanju broja zaposlenih najviše pridonijeli građevinarstvo, uslužne djelatnosti povezane s turizmom, poslovne usluge te informacije i komunikacije. Nezaposlenost se nastavila smanjivati na početku 2019., a tijekom drugog tromjesečja broj nezaposlenih ostao je nepromijenjen. Tako je administrativna stopa nezaposlenosti u prosjeku iznosila 8% u prvom polugodištu. Prvih šest mjeseci 2019. obilježio je daljnji rast plaća, dok je prosječna nominalna bruto plaća bila viša za 3,8% u odnosu na isto razdoblje 2018. godine.

Inflacija potrošačkih cijena usporila se s 0,8% u prosincu 2018. godine na 0,6% u lipnju 2019. Nakon prvotnog usporavanja na 0,2% u siječnju 2019. godine, na koje je najveći utjecaj imalo smanjenje stope PDV-a na određene prehrambene i farmaceutske proizvode te pojeftinjenje sirove nafte na svjetskom tržištu, inflacija se u sljedećim mjesecima ubrzala. Na ubrzanje inflacije do razine od 0,6% u lipnju ponajviše je utjecalo povećanje godišnje stope rasta cijena energije (naftnih derivata i plina) te prerađenih prehrambenih proizvoda. S druge strane, temeljna je inflacija blago porasla, s 1,0% u prosincu 2018. godine na 1,1% u lipnju 2019., što je uglavnom bilo rezultat prelijevanja rasta cijena određenih poljoprivrednih proizvoda (primjerice mlijeka i svinjetine) na tržištu Europske unije na domaće cijene. Ukupno gledajući, inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja bili su prigušeni s obzirom na nisku temeljnu inflaciju u europodručju te blagi pad prosječne cijene sirove nafte na svjetskom tržištu u prvoj polovini 2019. u odnosu na prosjek prethodne godine. Domaći inflatorni pritisci u smislu ubrzanja rasta domaće potražnje i rasta jediničnih troškova rada u prvih su se šest mjeseci tek u manjoj mjeri prenijeli na povećanje cijena.

U prvoj se polovini 2019. višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance smanjio u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine, zbog daljnjeg produbljivanja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom te, u mnogo manjoj mjeri, pogoršanja salda na računu primarnog dohotka. Nepovoljna kretanja tek su djelomično ublažena poboljšanjem salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. Na financijskom računu platne bilance zabilježen je neto priljev kapitala, kao posljedica povećanja neto dužničkih obveza prema inozemstvu, uz neznatan rast neto vlasničkih ulaganja.

HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavio podržavati iznimno visoku razinu likvidnosti monetarnog sustava istodobno održavajući nominalni tečaj kune prema euru

stabilnim. U takvim je uvjetima izostao interes banaka za kratkoročnim kunkskim sredstvima ponuđenima putem redovitih tjednih operacija. Visoka je likvidnost također poticala nastavak višegodišnjeg trenda smanjivanja kamatnih stopa na kredite domaćih kreditnih institucija. Na kraju lipnja 2019. godišnji rast ukupnih plasmana domaćim sektorima (isključujući državu) iznosio je 3,6%, pri čemu su plasmani nefinancijskim poduzećima zbog više jednokratnih učinaka tijekom proteklih godinu dana iskazali pad od -1,0%, dok su plasmani stanovništvu u istom razdoblju porasli za 6,7%, čemu su uglavnom pridonijeli gotovinski nenamjenski krediti. Kako bi ublažio rizike pri odobravanju gotovinskih nenamjenskih kredita, HNB je u veljači izdao Preporuku o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima, kojom preporučuje kreditnim institucijama opreznije uvjete odobravanja novoga gotovinskog nenamjenskoga kreditiranja, posebno onog s duljim rokovima dospijeca, dok potrošače potiče na razboritost pri zaduživanju.

Na kraju prvog polugodišta 2019. ukupne međunarodne pričuve HNB-a bile su za 14,0% više u odnosu na kraj 2018., dok su u istom razdoblju neto međunarodne pričuve porasle za 5,7%. Na rast međunarodnih pričuva tijekom prve polovine 2019. utjecali su otkup deviza od banaka radi sprječavanja aprecijacijskih pritisaka i otkup od MF-a, viša razina ugovorenih repo poslova te priljev deviza na račun MF-a. Unatoč činjenici da je više od polovine državnih vrijednosnih papira zemalja članica europodručja nosilo negativan prinos, cjelokupnim eurskim portfeljem ostvarena je u prvom polugodištu 2019. stopa povrata od 0,31% na godišnjoj razini, dok je stopa povrata za cjelokupni dolarski portfelj iznosila 2,57%. Pritom je bio uspješno ispunjen osnovni cilj, odnosno likvidnost i sigurnost u upravljanju međunarodnim pričuvama.

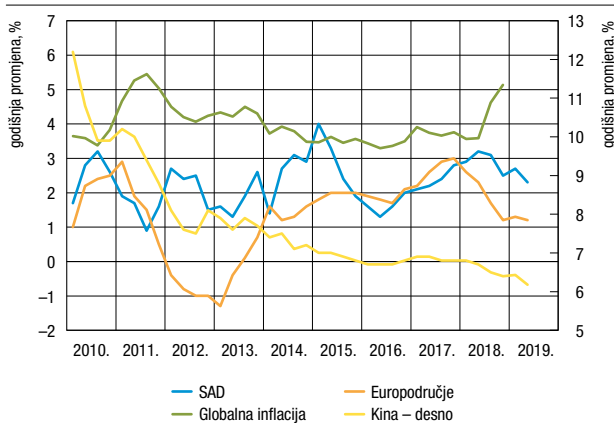
U prvoj polovini 2019. zabilježen je rast imovine i profitabilnosti banaka, i nadalje visoka kapitaliziranost i likvidnost sustava te nastavak poboljšanja kvalitete izloženosti kreditnom riziku. Na povećanje ukupne imovine za 0,8% najveći utjecaj imao je rast ulaganja u vrijednosne papire, a potom i kreditna aktivnost usmjerena prema stanovništvu te učinak regulativnih promjena u računovodstvu najmovna. Rast profitabilnosti ostvaren je zahvaljujući većim nekamatnim prihodima, a potom i manjim troškovima kreditnog rizika. S oporavkom dobiti u prvoj polovini 2019. godine porasli su pokazatelji profitabilnosti poslovanja, prinos na imovinu i prinos na kapital, na 1,9% odnosno 11,3%. Kvaliteta izloženosti kreditnom riziku nastavila se popravljati, te je na kraju prve polovine 2019. udio neprihodujućih kredita iznosio 7,3%. Unatoč povećanoj izloženosti rizicima stopa ukupnoga kapitala iznosila je visokih 22,9%.

U prvom polugodištu 2019. nastavila su se uglavnom povoljna kretanja u javnim financijama. U spomenutom je razdoblju ostvaren manjak opće države prema metodologiji ESA 2010 od 0,4 mlrd. kuna, što je vrlo slično ostvarenju u istom razdoblju prethodne godine. Takva proračunska ostvarenja posljedica su zamjetnoga godišnjeg rasta proračunskih prihoda (7,4%) i rashoda (7,2%). Dug opće države iznosio je 297,9 mlrd. kuna na kraju lipnja 2019., odnosno za 11,8 mlrd. kuna više nego na kraju 2018. godine. Povećanje prije svega odražava pretfinanciranje dijela obveza po inozemnim vrijednosnim papirima koji dospijevaju u drugom polugodištu 2019. godine.

## 2. Kretanja u globalnom okružju

Usporavanje globalnoga gospodarskog rasta koje je započelo prethodne godine, nastavilo se i u prvoj polovini 2019., a posebno u zemljama s tržištima u nastajanju. Pritom je primjetno usporavanje zabilježeno u Indiji i Kini, gdje se nastavio višegodišnji trend slabljenja rasta gospodarstva. Što se tiče razvijenih zemalja, u SAD-u se, nakon snažnog ubrzanja na početku godine, rast gospodarske aktivnosti do početka ljeta vidljivo usporio. Kada je riječ o europodručju, iako su podaci za prvo tromjesečje upućivali na to da bi se gospodarski rast mogao stabilizirati, u nastavku promatranog razdoblja zabilježeno je usporavanje, koje velikim dijelom odražava nepovoljna kretanja u njemačkom gospodarstvu. Unatoč rastu cijene energenata, posebno nafte, zbog slabljenja rasta svjetskoga gospodarstva, globalni su inflacijski pritisci ostali potisnuti. S obzirom na ekspanzivno usmjerene monetarne politike, koje su prevladavale u većini velikih gospodarstava, a posebice zbog zaustavljanja ciklusa podizanja ključne kamatne stope Feda, uvjeti financiranja ostali su i nadalje razmjerno povoljni.

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta i globalna inflacija



Izvori: Eurostat; BEA; NBS; MMF

Rast najvećega svjetskog gospodarstva, SAD-a, usporio se u prvom polugodištu 2019. na 2,5%, s 2,8% koliko je iznosio u drugoj polovini prethodne godine, uz nešto drugačiju strukturu rasta. Glavni pokretač gospodarske aktivnosti i dalje je bila osobna potrošnja potaknuta dinamičnim tržištem rada s povijesno niskom stopom nezaposlenosti. Međutim, za razliku od prijašnjih razdoblja kada su rastu američkog BDP-a znatno pridonosile i investicije u fiksnu imovinu, u prvih je šest mjeseci 2019. bio izraženiji doprinos akumuliranja zaliha neprodanih proizvoda. Usporavanje gospodarske aktivnosti bilo je praćeno i slabijim inflatornim pritiscima pa je rast potrošačkih cijena u prvoj polovini 2019. bio ispod ciljane razine Feda te je u lipnju iznosio 1,6%.

Trend usporavanja gospodarske aktivnosti u europodručju nastavio se i u prvih šest mjeseci 2019. Tako se nakon 1,4% u drugoj polovini prethodne godine gospodarski rast dodatno usporio u prvom polugodištu 2019. na 1,2%. Iako je takav trend bio široko rasprostranjen i zabilježen kod većine zemalja

članica, posebno se izdvaja usporavanje rasta u Njemačkoj, zbog problema u tamošnjem izvozno orijentiranom prerađivačkom sektoru, te u Italiji i Nizozemskoj. Opisana nepovoljna kretanja u europodručju ponajprije su posljedica pada industrijske proizvodnje zbog slabljenja inozemne potražnje. Međutim, problemi u izvozno orijentiranom prerađivačkom sektoru, poglavito u Njemačkoj, tek su se u manjoj mjeri odrazili na tržište rada i druga gospodarska područja, odnosno uslužni sektor, čiji je rast i dalje ostao znatan.

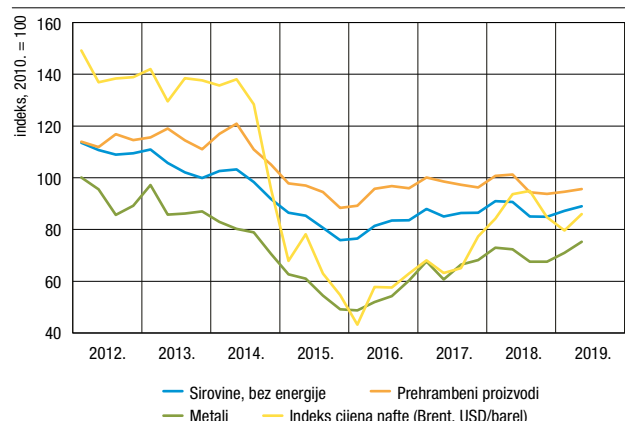
### 2.1. Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod većine važnijih hrvatskih trgovinskih partnera u prvoj je polovini godine došlo do usporavanja rasta gospodarske aktivnosti. Osim već spomenute Njemačke i Italije, gdje su se nastavila nepovoljna kretanja s kraja prošle godine, slabiji je rast zabilježen i u Sloveniji te Austriji. Ipak, rast slovenskoga i austrijskoga gospodarstva i dalje je znatno iznad prosjeka europodručja. Iako su zemlje jugoistočne Europe i dalje ostale najdinamičnija gospodarstva među ključnim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima, i ondje je ostvaren sporiji rast u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

### 2.2. Cijene sirovina

Cijene sirovina na svjetskom tržištu u prvih su šest mjeseci 2019. porasle. Tako je prosječna cijena barela sirove nafte tipa Brent iznosila u lipnju 63 USD te je bila za 7 USD ili 11% viša u odnosu na kraj 2018. Rast cijena sirove nafte zabilježen početkom godine ponajviše je bio odraz dogovora o ograničenju proizvodnje među zemljama OPEC-a i drugim važnim proizvođačima te pada proizvodnje nafte u Iranu, Libiji i Venezueli. Osim toga, na poskupljenje sirove nafte utjecala je i odluka SAD-a o ukidanju izuzeća od sankcija za velike uvoznike iranske nafte poput Kine i Indije. S druge strane, intenziviranje

Slika 2.2. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu u američkim dolarima

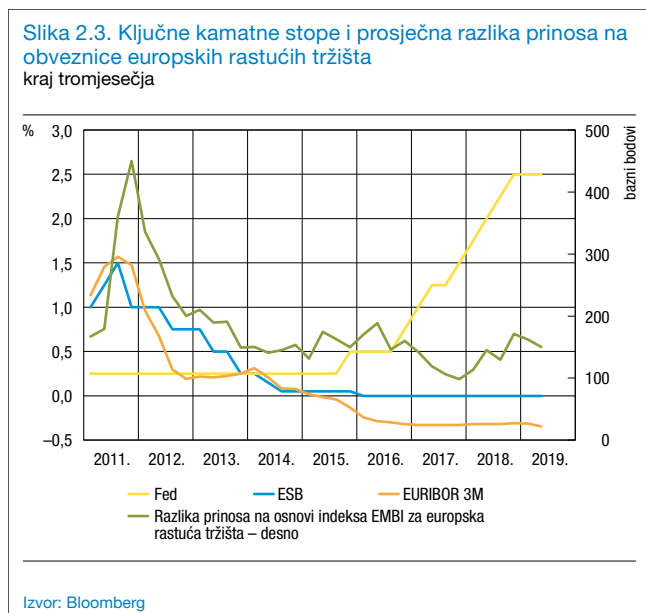


Izvori: MMF; Bloomberg

trgovinskih napetosti između SAD-a i Kine te očekivano usporavanje rasta svjetskoga gospodarstva i samim time potražnje za naftom, djelomično je ublažilo rast cijena. Istodobno su cijene sirovina bez energije također porasle u prvih šest mjeseci 2019. godine. Pritom je najznačajniji bio rast cijena metala (posebice željezne rude), što se može povezati s poremećajima u opskrbi. Također, zabilježen je rast cijena pojedinih prehrambenih proizvoda (svinjsko meso), ponajviše zbog smanjenja ponude tih proizvoda u Kini, uzrokovanog pojavom svinjske gripe u toj zemlji.

### 2.3. Uvjeti financiranja

Nakon što je Fed u 2018. tri puta podizao kamatnu stopu, u prvoj polovini ove godine došlo je do promjene stava u vođenju monetarne politike i promjene očekivanja glede gospodarskog rasta pa je Fed ostavio kamatne stope nepromijenjenima. Budući da ESB u promatranom razdoblju također nije mijenjao ključnu kamatnu stopu, zaustavljen je trend divergencije u monetarnoj politici između SAD-a i europa područja.



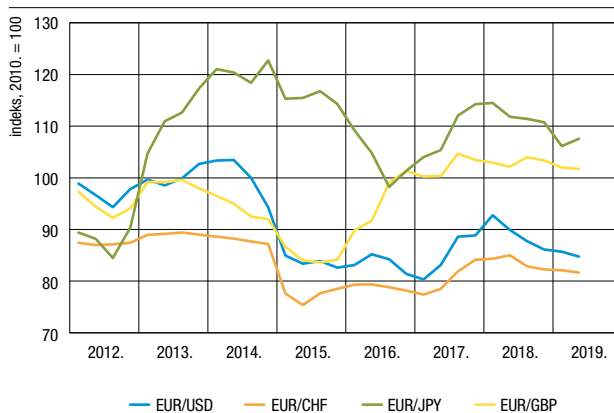
Nakon snažnog pogoršanja tijekom cijele 2018., izazvanog trgovinskim napetostima i kulminacijom ekonomske krize u Turskoj, uvjeti financiranja za europske zemlje s tržištima u

nastajanju, uključujući i Hrvatsku, poboljšali su se tijekom prve polovine 2019. Tijekom tog razdoblja indeks EMBI za europska rastuća tržišta smanjio se za oko 21 bazni bod u odnosu na kraj prethodne godine. Povoljna su kretanja rezultat stabilizacije stanja u Turskoj i otklanjanja rizika od daljnjeg povišavanja kamatnih stopa u SAD-u.

### 2.4. Tečajevi

Trend slabljenja eura prema američkom dolaru na svjetskom deviznom tržištu, koji neprekidno traje od početka 2018. godine, nastavio se i u prvoj polovini 2019. Tako je na kraju lipnja 2019. tečaj dolara prema euru iznosio 1,14 EUR/USD ili za 0,7% manje u odnosu na kraj 2018. Tomu su najviše pridonijeli dobri ekonomski rezultati u SAD-u, posebice u prvom tromjesečju, kao i smanjene tenzije te napredak u trgovinskim pregovorima s Kinom koji je tada bio izgledan. Istodobno su slabljenje gospodarske aktivnosti u europa području te neizvjesnost i odgoda izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a utjecali na slabljenje eura. S druge strane, zaokret u vođenju monetarne politike u SAD-u tek je djelomično ublažio jačanje dolara. Tečaj švicarskog franka prema euru bio je na kraju lipnja za oko 0,7% niži nego na kraju prethodne godine, te je iznosio 1,13 EUR/CHF.

**Slika 2.4. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru**



### 3. Agregatna ponuda i potražnja<sup>1</sup>

Rast gospodarske aktivnosti intenzivirao se tijekom prve polovine 2019. te je realni BDP povećan za 3,1% u odnosu na isto razdoblje 2018., kada je stopa rasta BDP-a iznosila 2,7%. Najveći pojedinačni doprinos rastu gospodarske aktivnosti na godišnjoj razini dali su rast osobne potrošnje i rast investicija. Pritom je povećanje investicijske aktivnosti povezano s većim ulaganjem opće države. Kada je riječ o inozemnoj potražnji, gospodarskom rastu pridonio je i rast izvoza robe i usluga. Jačanje domaće potražnje rezultiralo je rastom uvoza koji je bio brži od rasta izvoza, pa je negativan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu produbljen u odnosu na 2018. godinu.

Promatrano po proizvodnoj metodi, ostvaren je godišnji rast bruto dodane vrijednosti od 2,7%. Pritom je povećanje

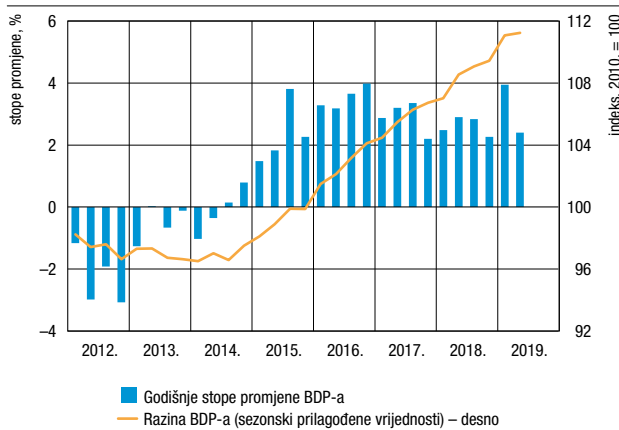
gospodarske aktivnosti zabilježeno kod svih djelatnosti, a iznimno visok godišnji rast ostvaren je u djelatnostima građevinarstva.

#### 3.1. Agregatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga u prvoj je polovini 2019. nastavio rasti, te se na godišnjoj razini povećao za 2,7%. Pritom se dinamika rasta ukupnog izvoza intenzivirala u prva tri mjeseca ove godine (4,6%), a usporila u drugom tromjesečju (1,3%) zbog nepovoljnih kretanja robnog izvoza.

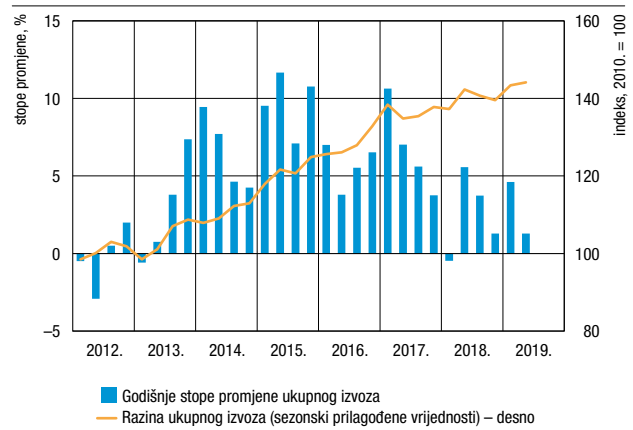
Izvoz robe u prvoj polovini 2019. povećao se na godišnjoj razini za 3,2%, što je više nego u istom razdoblju prethodne

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod realne vrijednosti



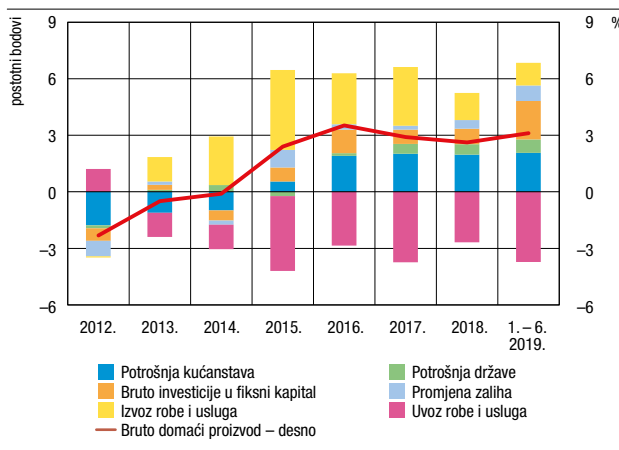
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga realne vrijednosti



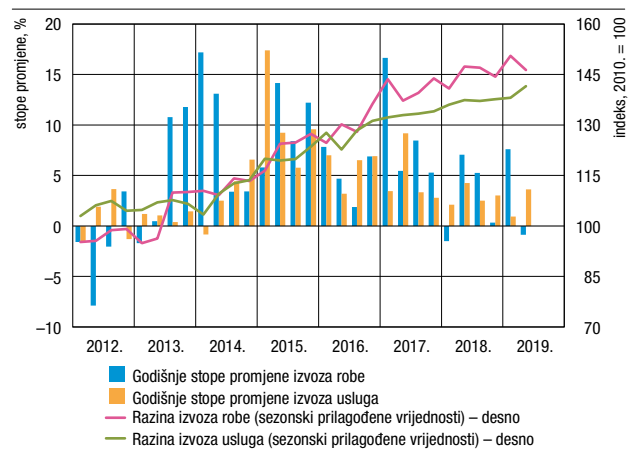
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2. Promjena BDP-a doprinosi po sastavnicama



Izvor: DZS

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

<sup>1</sup> U Polugodišnjoj informaciji upotrijebljeni su službeni tromjesečni podaci DZS-a o BDP-u koji su bili dostupni do 13. studenoga 2019.

godine, kada je stopa rasta iznosila 2,8%. Nominalni podaci o robnoj razmjeni prema glavnim industrijskim grupacijama pokazuju da je tijekom cijeloga prvog polugodišta 2019. rastao izvoz svih glavnih industrijskih grupacija, izuzevši energiju. Istodobno je izvoz usluga bio za 2,6% veći nego u istom razdoblju prethodne godine, pri čemu se njegov rast u drugom tromjesečju intenzivirao, što se može povezati s povoljnim kretanjima u turizmu.

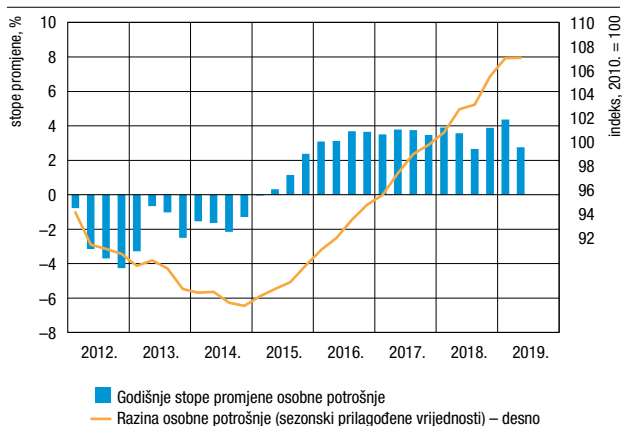
Osobna potrošnja nastavila je rasti tijekom prvih šest mjeseci 2019., i to sličnom dinamikom kao i tijekom cijele 2018. (3,5%). Povećanje potrošnje kućanstava podržano je rastom realnoga raspoloživog dohotka stanovništva zbog povoljnih kretanja na tržištu rada. Zaposlenost se nastavila povećavati, a porasle su i neto plaće. Na rast osobne potrošnje pozitivno je djelovao i nastavak rasta pouzdanja potrošača, koje je u drugom tromjesečju 2019. doseglo najvišu razinu otkad se provode istraživanja potrošačkog optimizma. Osim toga, zabilježen je i rast kreditiranja stanovništva. Tromjesečna dinamika pokazuje da se osobna potrošnja od početka ove godine usporava te je ona u prva tri mjeseca 2019. bila za 1,0% veća u

odnosu na kraj 2018., dok je u drugom tromjesečju stagnirala.

Rast bruto investicija u fiksni kapital snažno se intenzivirao tijekom prvih šest mjeseci 2019. godine. Tako se investicijska aktivnost na godišnjoj razini povećala za 9,7%, što je znatno više nego u istom razdoblju prethodne godine, kada je bio ostvaren rast od 3,3%. Ubrzanje rasta investicija može se objasniti rastom kapitalnih ulaganja opće države te boljim povlačenjem sredstava iz fondova EU-a. Nadalje, na povoljna kretanja upućuju i podaci o rastu građevinskih radova na ostalim građevinama, što se povezuje s ulaganjima opće države. Isto tako, u prvoj su se polovini 2019. povećali radovi na zgradama, što upućuje na to da je rastu ukupnih kapitalnih ulaganja pridonio i privatni sektor. Rast investicijske aktivnosti tako je, uz rast osobne potrošnje, najsnažnije pridonio rastu realnog BDP-a u prvih šest mjeseci 2019.

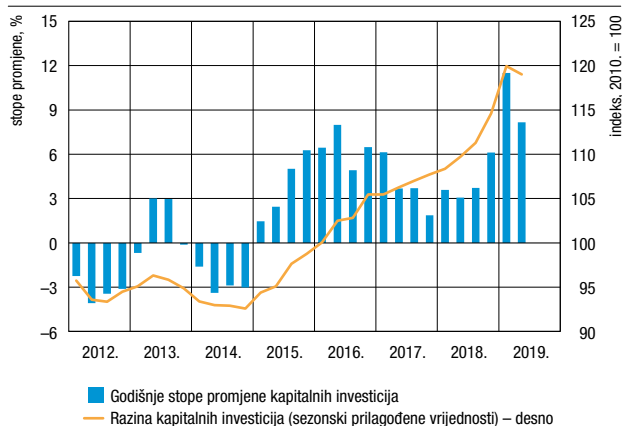
Godišnji rast državne potrošnje u prvoj polovini 2019. iznosio je 3,5% i tako pozitivno pridonio ukupnom rastu realnog BDP-a. Pritom nominalni podaci pokazuju da se na godišnjoj razini intenzivirao rast rashoda opće države za naknade zaposlenima i socijalnih naknada u novcu, a povećan je i broj

Slika 3.5. Osobna potrošnja realne vrijednosti



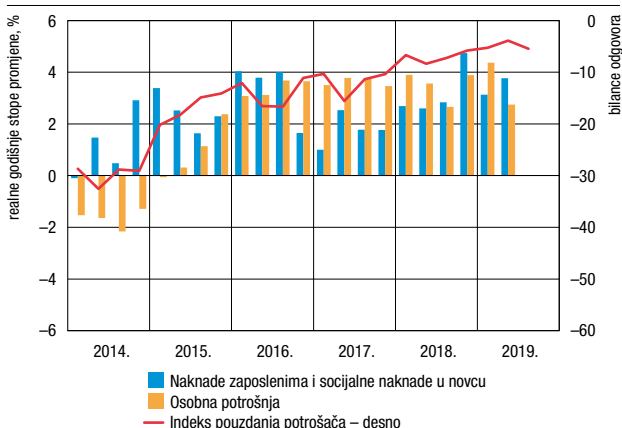
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital realne vrijednosti



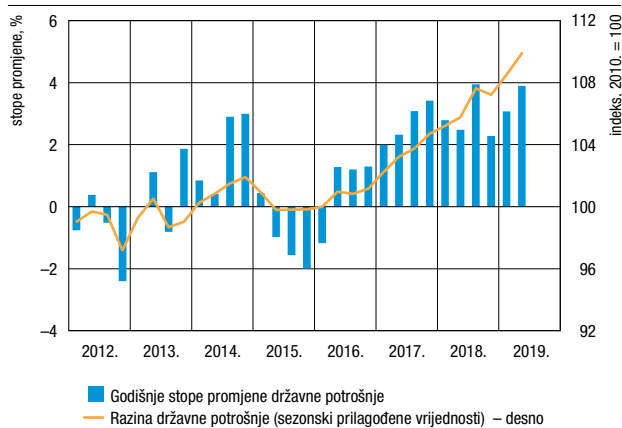
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje realne vrijednosti i indeks



Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje.  
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.8. Državna potrošnja realne vrijednosti

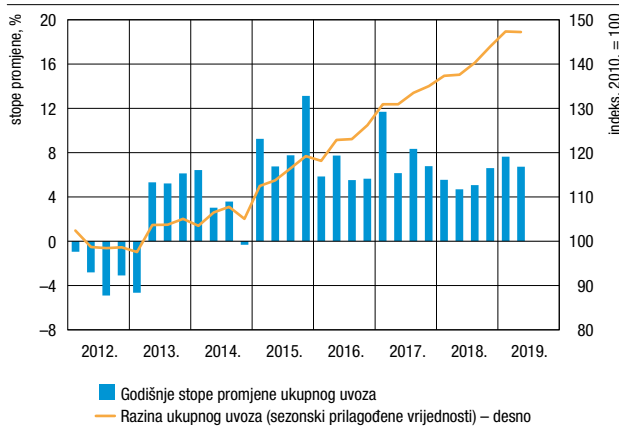


Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

zaposlenih u javnom sektoru.

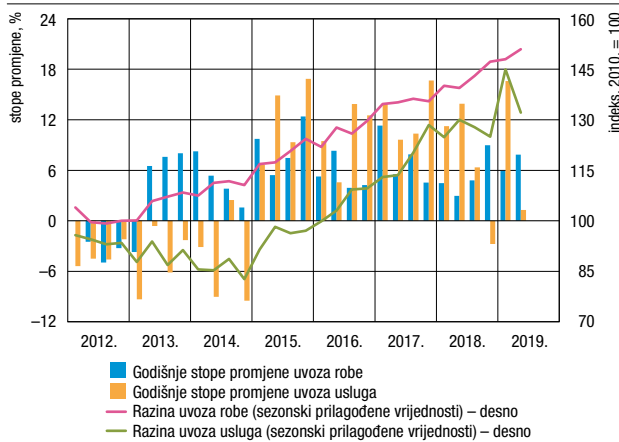
Uvoz robe i usluga povećao se u prvom polugodištu 2019. za 7,2% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga  
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



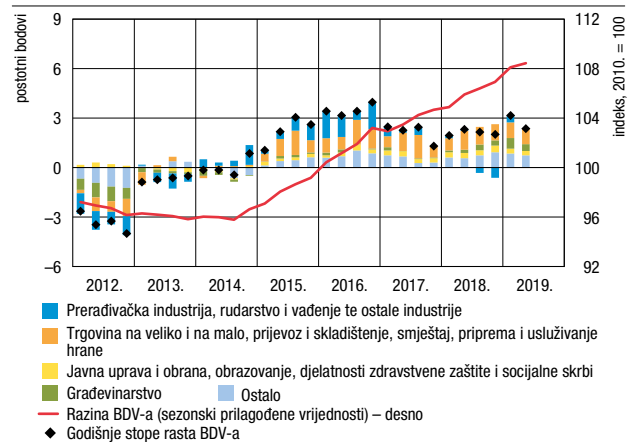
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Ubrzanje rasta uvoza na godišnjoj razini (5,1% u prvoj polovini 2018.) ponajprije odražava jačanje investicijske aktivnosti i osobne potrošnje. Iz nominalnih podataka o robnoj razmjeni proizlazi da se na godišnjoj razini povećao uvoz u svim glavnim industrijskim grupacijama, a najviše uvoz kapitalnih dobara. Uvoz usluga istodobno se također povećao na godišnjoj razini, za 8,4%, vjerojatno zbog povećane turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu. Tako je rast uvoza u prvih šest mjeseci 2019. bio snažniji od rasta izvoza, a to je rezultiralo produblivanjem negativnog doprinosa neto inozemne potražnje ukupnom rastu BDP-a (-2,5 postotnih bodova, u odnosu na -1,2 postotnih bodova u 2018. godini).

### 3.2. Agregatna ponuda

Rast bruto dodane vrijednosti u razdoblju od siječnja do lipnja 2019. ubrzao se i iznosio 2,7% na godišnjoj razini. Rastu BDV-a najviše su pridonijele djelatnosti iz područja trgovine na malo, prijevoza i skladištenja te smještaja i pripreme i usluživanja hrane, što se može povezati s rastom potrošnje kućanstava i povoljnim kretanjima u turizmu. Rast BDV-a na godišnjoj razini zabilježen je i u svim ostalim djelatnostima.

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



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)



## 4. Tržište rada

### 4.1. Zaposlenost i nezaposlenost

U prvom polugodištu 2019. godine zaposlenost je nastavila rasti, stoga se nastavio njezin pozitivan trend. Povećanju broja zaposlenih u odnosu na kraj 2018. godine najviše su pridonijeli građevinarstvo, uslužne djelatnosti povezane s turizmom, poslovne usluge te djelatnosti informacija i komunikacija. U odnosu na isto razdoblje prethodne godine broj zaposlenih bio je veći za 2,3%.

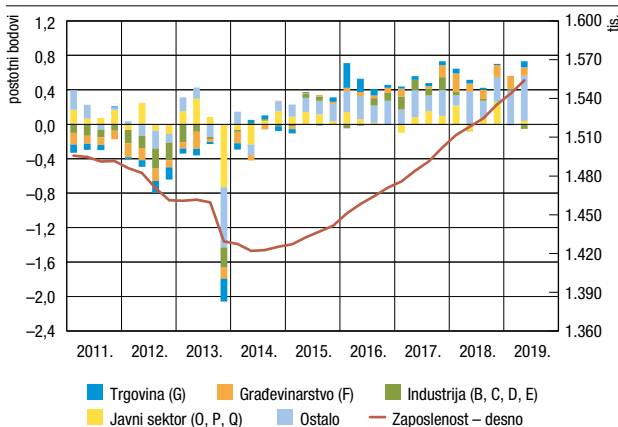
Nezaposlenost je nastavila padati u prva tri mjeseca 2019. godine, a u drugom je tromjesečju broj nezaposlenih ostao gotovo nepromijenjen. Međutim, u prosjeku je broj nezaposlenih u prvih šest mjeseci bio niži za 4% u odnosu na kraj 2018. godine, prema sezonski prilagođenim podacima. Do smanjenja nezaposlenosti došlo je ponajprije pod utjecajem izraženijeg brisanja iz evidencije HZZ-a zbog nepridržavanja zakonskih odredbi,

odjava s evidencije i nejavljanja, a manje je tomu pridonijelo novo zapošljavanje. Broj nezaposlenih u prvih šest mjeseci 2019. bio je manji približno za 30 tisuća u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

S obzirom na navedena kretanja administrativna stopa nezaposlenosti smanjila se u prvom tromjesečju 2019. na 8% sa 8,3%, koliko je iznosila krajem 2018. godine, dok je u drugom tromjesečju stagnirala. U prvom polugodištu 2019. administrativna stopa nezaposlenosti bila je manja za 1,8 postotnih bodova u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine.

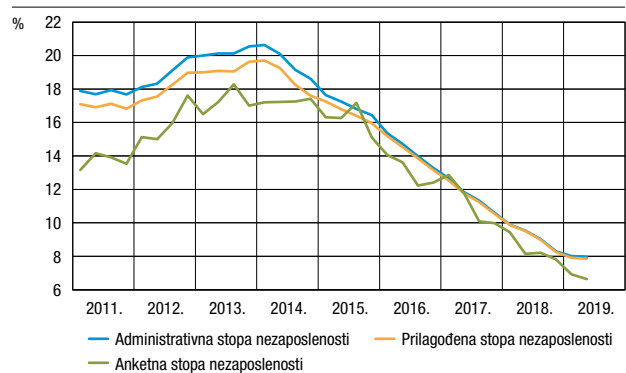
Na nešto izraženiji pad nezaposlenosti upućuju podaci iz Ankete o radnoj snazi, prema kojima se anketna stopa nezaposlenosti (sezonski prilagođeni podaci) snizila na 6,8% radne snage u prvih šest mjeseci 2019. godine, sa 7,8% koliko je iznosila u posljednjem tromjesečju 2018. Ako se prvo polugodište uspoređuje s istim razdobljem prethodne godine, anketna

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



Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

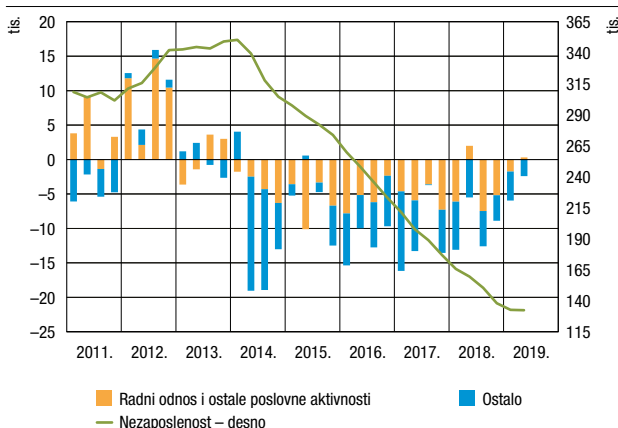
Slika 4.3. Stope nezaposlenosti  
sezonski prilagođeni podaci



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. za izračun administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD.

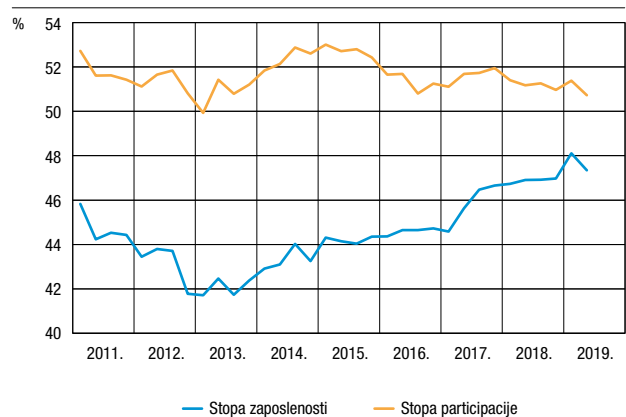
Izvori: DZS; HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.4. Anketna o radnoj snazi  
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

stopa nezaposlenosti smanjila se za 2,1 postotni bod.

Stopa participacije od 51% ostala je gotovo nepromijenjena u prvih šest mjeseci 2019., dok se na godišnjoj razini blago smanjila zato što je godišnje smanjenje broja nezaposlenih bilo veće od povećanja broja zaposlenih osoba.

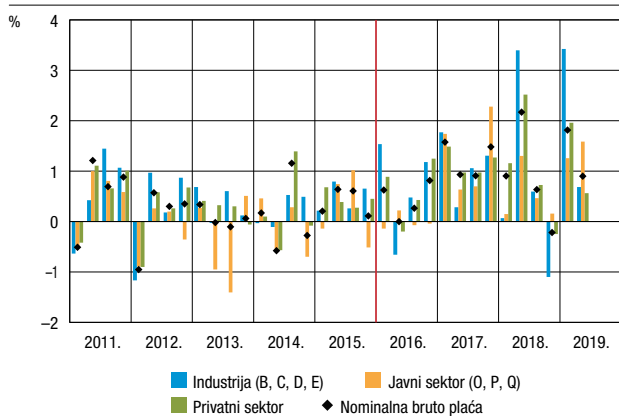
## 4.2. Plaće i jedinični trošak rada

Prvo polugodište 2019. godine obilježio je nastavak rasta plaća, koji je nakratko bio prekinut krajem 2018. godine. Tako je nominalna bruto plaća u prosjeku bila viša za 2,3% nego krajem 2018., pri čemu su plaće podjednako rasle u privatnom i javnom sektoru. Rast plaća bio je znatno izraženiji u prva tri

mjeseca nego u drugom tromjesečju zbog snažnog rasta plaća u industriji na početku godine. Rast realnih plaća u prvom polugodištu 2019. bio je sličnog intenziteta kao i rast nominalnih plaća. U odnosu na isto razdoblje prethodne godine nominalne bruto plaće bile su više za 3,8%, dok je rast realnih plaća iznosio 3,2%.

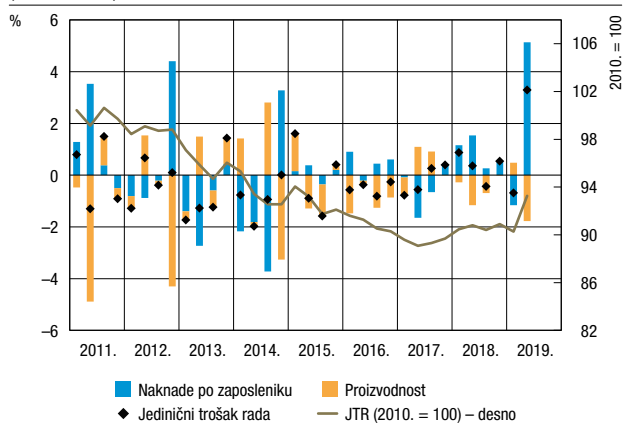
Prema podacima iz nacionalnih računa naknade po zaposleniku smanjile su se na početku 2019. godine, ali tijekom drugog tromjesečja snažno su porasle. Takva kretanja, uz pad proizvodnosti rada u drugom tromjesečju, rezultirala su znatnim rastom jediničnog troška rada, što se odrazilo na prosječni rast tog pokazatelja u prvih šest mjeseci. Jedinični trošak rada povećao se i na godišnjoj razini.

Slika 4.5. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a  
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečne stope promjene



Napomena: Od siječnja 2016. podaci se odnose na podatke iz obrasca JOPPD, dok su prethodni podaci iz obrasca RAD-1.  
Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

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

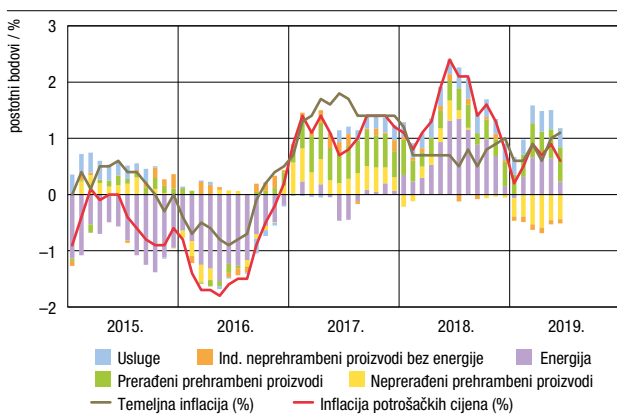


Napomena: Rast proizvodnosti ima negativan predznak.  
Izvor: Eurostat

## 5. Inflacija

Godišnja inflacija potrošačkih cijena usporila se s 0,8% u prosincu 2018. na 0,6% u lipnju 2019. Pod utjecajem smanjenja stope poreza na dodanu vrijednost na određene proizvode te pojeftinjenja sirove nafte na svjetskom tržištu krajem 2018. godine inflacija potrošačkih cijena pala je u siječnju na 0,2%. U idućim se mjesecima inflacija ubrzala, i to ponajviše zbog povećanja godišnje stope rasta cijena energije (naftnih derivata i plina) te prerađenih prehrambenih proizvoda. Cijene sirove nafte na svjetskom tržištu znatno su porasle u prva četiri mjeseca 2019. te se potom snizile, pa je to uvelike pridonijelo kolebljivosti domaće inflacije. Što se tiče ostalih inflatornih pritisaka iz vanjskog okruženja, vidljiv je bio rast cijena određenih poljoprivrednih proizvoda (primjerice mlijeka i svinjetine) na tržištu Europske unije, na koji je utjecalo povećanje potražnje na globalnom tržištu, a spomenuta kretanja počela su se postupno prelijevati na domaće proizvođačke i potrošačke cijene

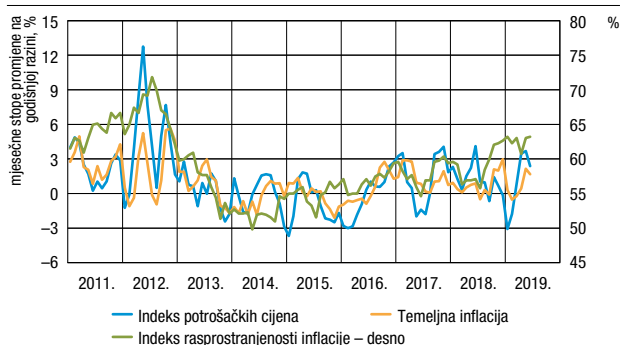
Slika 5.1. Godišnja stopa inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Napomena: Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju. Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

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 pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda, prikazan je šestomjesečnim pomičnim prosjekom, a zasniva se na mjesečnim stopama promjene izvedenima iz sezonski prilagođenih komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

tih proizvoda. Nasuprot tome, niska temeljna inflacija u euro-području prigušuje kretanje inflacije u Hrvatskoj. Domaći inflatorni pritisci u smislu ubrzanja rasta domaće potražnje i rasta jediničnih troškova rada u prvih su se šest mjeseci prenijeli na povećanje proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije).

Promatrano po komponentama, blago je usporavanje ukupne inflacije potrošačkih cijena u prvoj polovini 2019. godine većim dijelom bilo posljedica pada godišnje stope promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda te u manjoj mjeri industrijskih proizvoda (farmaceutskih proizvoda). Doprinos neprerađenih prehrambenih proizvoda ukupnoj inflaciji pritom se smanjio s  $-0,1$  postotnog boda u prosincu na  $-0,4$  postotna boda u lipnju, uglavnom zbog pada cijena povrća i voća. Na kretanje inflacije potrošačkih cijena značajno su utjecale porezne izmjene početkom 2019. godine, što se detaljnije razmatra u Okviru 1. Ocjena učinka smanjenja PDV-a na određene proizvode na kretanja potrošačkih cijena u kratkom roku.

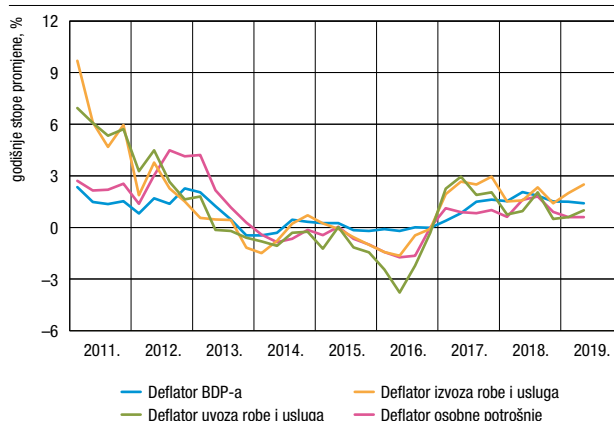
Temeljna se inflacija blago ubrzala, s 1,0% u prosincu na 1,1% u lipnju, a to je pretežno bilo posljedica povećanja godišnje stope rasta cijena prerađenih prehrambenih proizvoda.

Godišnja stopa promjene proizvođačkih cijena industrije (bez energije) povećala se s  $-0,3%$  u prosincu na 1,0% u lipnju. Navedeno povećanje u znatnoj je mjeri prouzročio rast cijena proizvoda za široku potrošnju. Inflatorni pritisci iz proizvodnog procesa djelomično su bili posljedica povećanja jediničnih troškova rada.

Implicitni deflator BDP-a blago se smanjio, s 1,5% u četvrtom tromjesečju 2018. na 1,4% u drugom tromjesečju 2019. godine. Nasuprot tome, za implicitne deflatore uvoza i izvoza robe i usluga u prvoj polovini 2019. godine zabilježen je rast. Rast deflatora pritom je bio izraženiji kod izvoza robe i usluga, što upućuje na poboljšanje uvjeta razmjene.

Godišnja stopa inflacije u euro-području mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena usporila se s 1,5% u prosincu 2018. na 1,3% u lipnju 2019. Tome su najviše pridonijele cijene energije, čiji se godišnji rast smanjio s 5,5% u prosincu

Slika 5.3. Deflator BDP-a i pojedinih njegovih komponenata



Izvor: DZS

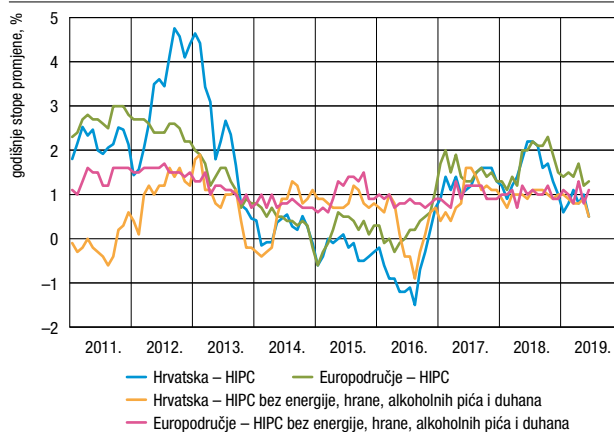
Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji  
godišnje stope promjene

	VI. 18.	IX. 18.	XII. 18.	III. 19.	VI. 19.
<b>Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente</b>					
Ukupni indeks	2,4	1,4	0,8	0,9	0,6
Energija	7,9	5,3	0,9	4,0	1,4
Nepretrađeni prehrambeni proizvodi	3,8	-0,1	-0,6	-5,7	-4,7
Prerađeni prehrambeni proizvodi	1,5	0,9	1,9	2,6	2,6
Industrijski nepretrađeni proizvodi bez energije	0,5	-0,3	0,1	-0,4	-0,3
Usluge	1,0	1,4	1,1	1,2	1,3
<b>Ostali cjenovni pokazatelji</b>					
Temeljna inflacija	0,7	0,5	1,0	0,9	1,1
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	3,4	3,4	0,5	2,3	0,4
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	1,0
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	2,2	1,6	1,0	1,1	0,5
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	2,1	1,5	0,8	1,7	1,1

Izvori: DZS; Eurostat

na 1,7% u lipnju. Usto se u europodručju smanjio i doprinos nepretrađenih prehrambenih proizvoda godišnjoj inflaciji. Za razliku od toga, u prvoj se polovini godine blago ubrzao godišnji rast cijena usluga i prerađenih prehrambenih proizvoda. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, ubrzala se u europodručju s 0,9% u prosincu na 1,1% u lipnju, čemu je najviše pridonijelo ubrzanje godišnjeg rasta

Slika 5.4. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvor: Eurostat

cijena usluga, posebice usluga transporta, restorana i hotela te paket-aranžmana.

U Hrvatskoj se godišnja stopa inflacije mjerena HIPC-om usporila s 1,0% u prosincu 2018. na 0,5% u lipnju 2019. godine. To je većim dijelom bilo posljedica smanjenja godišnje stope promjene cijena nepretrađenih prehrambenih proizvoda te industrijskih nepretrađenih proizvoda bez energije (uglavnom zbog učinka smanjenja PDV-a). Ukupna je inflacija u lipnju 2019. u Hrvatskoj bila znatno niža (za 0,8 postotnih bodova) nego u europodručju, što je ponajviše bilo rezultat znatno manjeg doprinosa nepretrađenih prehrambenih proizvoda i usluga ukupnoj inflaciji u Hrvatskoj u odnosu na europodručje. Temeljna inflacija mjerena HIPC-om usporila se u Hrvatskoj s 1,0% u prosincu 2018. na 0,5% u lipnju, odnosno za 0,6 postotnih bodova manje nego u europodručju.

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

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

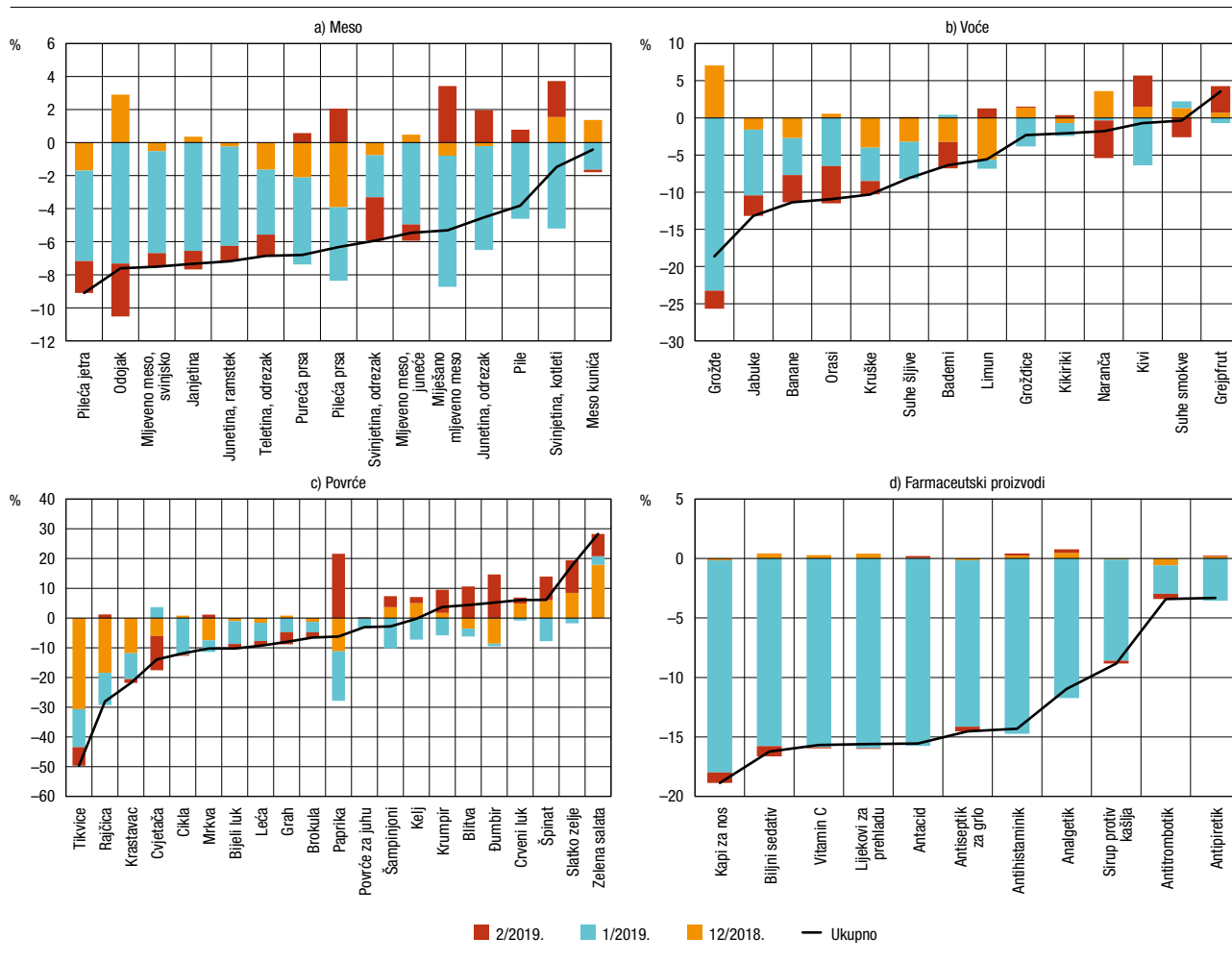
U siječnju 2019. snižena je stopa poreza na dodanu vrijednost (PDV-a) na određene prehrambene proizvode<sup>2</sup> i dječje pelene s 25% na 13% te na lijekove koji se mogu kupiti bez recepta s 25% na 5%. Domaće iskustvo kao i iskustva drugih zemalja<sup>3</sup> upućuju na to da prijenos promjene stope PDV-a na potrošačke cijene u pravilu nije potpun te da do promjena cijena potaknutih poreznim izmjenama ne dolazi samo u mjesecu kada te izmjenne stupaju na snagu. Nadalje, rezultati istraživanja upućuju na to da je prijenos poreznih izmjena na cijene manji u slučaju sniženja poreza (u usporedbi s povećanjem poreza).<sup>4</sup> Kad bi prijenos sniženih stopa PDV-a na potrošačke cijene bio potpun, on bi rezultirao padom cijena prehrambenih proizvoda obuhvaćenih

2 Svježe ili rashlađeno meso, kobasice, ribe, rakovi i sl., povrće, korijeni i gomolji, uključujući mahunasto suho povrće, svježe i suho voće te orašasti plodovi, jaja i pelene

3 Vidi primjerice "Price and volume effects of VAT increase on January 2007", Monthly report, Deutsche Bundesbank, travanj 2008.; "Impact of the VAT rate increase in January 2012 on inflation", Quarterly Report on Inflation, Box 3-2, Magyar Nemzeti Bank, ožujak 2012.; "Impact of the rise in VAT rates on inflation", Macroeconomic Developments and Projections, Box 6.1, Banka Slovenije, listopad 2013.

4 Vidi, među ostalim, Benkovskis, K. i Fadejeva, L. (2014.): "The effect of VAT rate on inflation in Latvia: evidence from CPI microdata", Applied Economics, Vol. 46, No. 21, 2520 – 2533.

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



Izvor: Izračun HNB-a

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

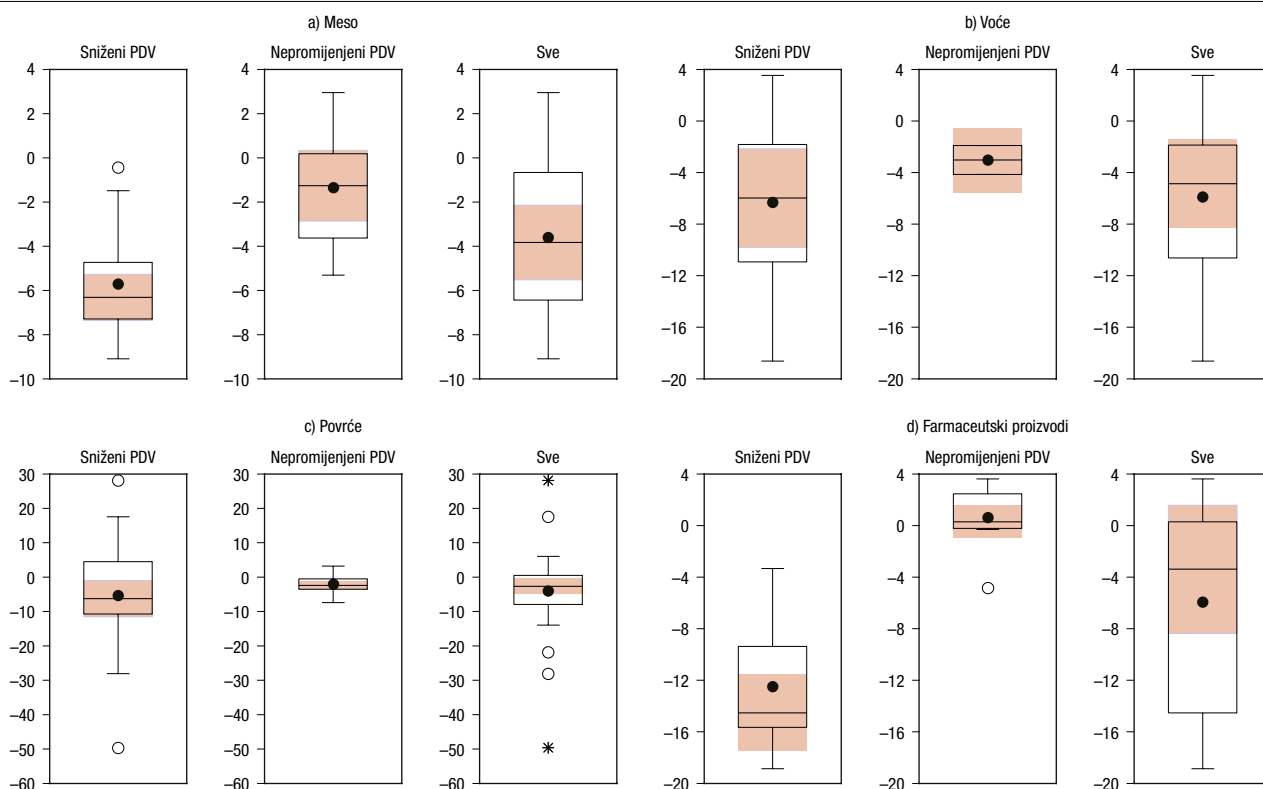
Osnovna poteškoća pri analizi učinka poreznih izmjena na cijene jest činjenica da je kretanje cijena u vrijeme nastalih poreznih promjena bilo pod utjecajem i brojnih drugih činitelja poput

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

Uvažavajući dosad spomenuto, prijenos poreznih izmjena na cijene u Hrvatskoj analizira se korištenjem detaljne baze podataka o prosječnim cijenama svih proizvoda kojima se DZS koristi pri izradi indeksa potrošačkih cijena. Analiza inflacije na ovako dezagregiranoj razini korisna je u kontekstu boljeg shvaćanja procesa formiranja potrošačkih cijena, čije je praćenje važan zadatak središnje banke, odnosno u funkciji osnovnog cilja održavanja niske i stabilne inflacije. Kod mikropristupa ocjeni učinaka smanjenja stope PDV-a na cijene, za svaki od 128 proizvoda iz grupe proizvoda na koje se odnose porezne izmjene, na temelju podataka od rujna 2013. do studenoga 2018., procijenjen je univarijantni statistički model (ARIMA (0,1,1)(0,1,1))<sup>5</sup> i zatim su, pomoću tog modela, prognozirane cijene pojedinih proizvoda

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

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



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

Izvor: izračun HNB-a

za tri mjeseca unaprijed.<sup>6</sup> Analiziran je i mjesec prije stupanja na snagu porezne izmjene zbog toga što su neki trgovci već u prosincu 2018. snizili cijene. Prognozirane se cijene pritom odnose na očekivane cijene u hipotetičnom scenariju koji pretpostavlja da nije bilo poreznih izmjena. Razlika između ostvarene i prognozirane promjene cijene pojedinog proizvoda jest procjena učinka sniženja stope PDV-a na cijenu tog proizvoda.

Rezultati su prikazani kao razlika između ostvarene i prognozirane promjene cijene nekog proizvoda od studenoga 2018. do veljače 2019.<sup>7</sup> (Slika 1., Ukupno), pri čemu je navedena ukupna razlika raščlanjena na doprinose po mjesecima. Negativne vrijednosti na Slici 1. odražavaju slučajeve kada su ostvarene promjene cijena u promatranom razdoblju bile niže od prognoziranih promjena cijena. Dobiveni rezultati<sup>8</sup> pokazuju da je prijenos

poreznih izmjena na potrošačke cijene za većinu proizvoda bio znatan, ali nepotpun. Usto, vidljivo je da se učinak smanjenja PDV-a na cijene znatno razlikovao po analiziranim proizvodima i kategorijama te da je većina prijenosa ostvarena u siječnju. Medijan ocijenjenog učinka sniženja PDV-a na cijene iz skupine "Meso" iznosi -6,3%<sup>9</sup>, na "Voće" -6%, na "Povrće" -6,2%, na "Riblu" -2,7%<sup>10</sup>, na "Jaja" -12,1%<sup>11</sup>, na "Pelene" -5,3% te na "Lijekove koji se mogu kupiti bez recepta" -14,5%.

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

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

7 Premda se ocjena poreznih izmjena može promatrati i na dužem razdoblju, navedeno je razdoblje odabrano jer je model kojim se radi prognoziranje cijena primjereniji za prognoziranje u kratkom roku.

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

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

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

11 Za jaja je izračunati prijenos veći od 100%. Moguće je da su jaja u promatranom razdoblju bila dio nekih marketinških akcija, što je rezultiralo time da im je cijena pala više nego što bi trebala samo zbog smanjenja PDV-a.

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

Prijenos smanjenja stope PDV-a na ukupnu inflaciju potrošačkih cijena analiziran je i na temelju podataka koje DZS objavljuje i za koje je moguće procijeniti pondera proizvoda kojima je snižen PDV u ukupnom indeksu potrošačkih cijena (IPC) te se stoga učinak poreznih izmjena na inflaciju može izraziti u postotnim bodovima. Kod pristupa ocjeni učinka smanjenja stope PDV-a na višoj razini agregacije, za pojedine je komponente IPC-a na koje se odnose porezne izmjene, slično kao i kod mikropristupa, procijenjen univarijantni ARIMA model te je na temelju spomenutog modela prognozirano kretanje indeksa cijena pojedinih skupina proizvoda. Pri interpretaciji rezultata analize valja imati na umu da se oni odnose samo na izravni učinak sniženja PDV-a na promjene cijena proizvoda koji podliježu poreznim izmjenama. Doprinos učinka smanjenja PDV-a izračunat je tako što je razlika između ostvarene i prognozirane promjene indeksa cijena pojedine skupine proizvoda pomnožena s ocijenjenim udjelom proizvoda koji podliježu nižoj stopi PDV-a. U skladu s

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

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

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

Izvor: izračun HNB-a

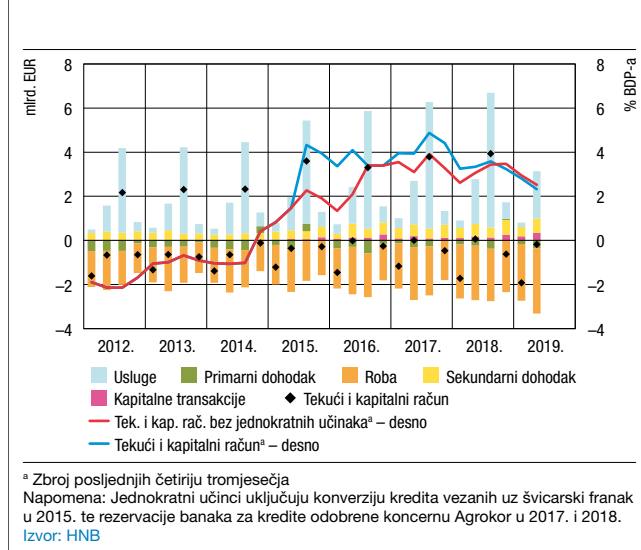
tim ukupni izravni učinak smanjenja PDV-a u razdoblju od prosinca 2018. do veljače 2019. procjenjuje se na oko -0,58 postotnih bodova (Tablica 1.), od čega se -0,52 postotna boda odnose na prehrambene proizvode<sup>12</sup>, iz čega proizlazi da je prijenos poreznih izmjena na tu skupinu proizvoda iznosio oko 50%. Najveći su ocijenjeni doprinosi učinka smanjenja PDV-a ukupnom IPC-u dali "Meso" i "Voće". Osim toga, analiza je pokazala da je glavna (oko 83%) ukupnoga ocijenjenog prijenosa poreznih izmjena na potrošačke cijene ostvarena u siječnju 2019.

<sup>12</sup> Udio prehrambenih proizvoda koji podliježu nižoj stopi PDV-a u košarici za izračun ukupnog IPC-a procijenjen je u 2019. godini na oko 10%, a udio farmaceutskih proizvoda na oko 1%.

## 6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

U prvoj polovini 2019. saldo na tekućem i kapitalnom računu platne bilance<sup>15</sup> zamjetno se pogoršao, poglavito zbog povećanja manjka u robnoj razmjeni. Osim toga, iako u znatno manjoj mjeri, porastao je manjak na računu primarnog dohotka, a neto izvoz usluga neznatno se smanjio. S druge strane, nepovoljna je kretanja na tekućem i kapitalnom računu ublažio rast pozitivnog salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak na tekućem i kapitalnom računu na kraju lipnja 2019. iznosio je 2,3% BDP-a, što je za 0,9 postotnih bodova manje nego u cijeloj 2018. godini uglavnom zbog pogoršanja salda u međunarodnoj razmjeni robe.

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

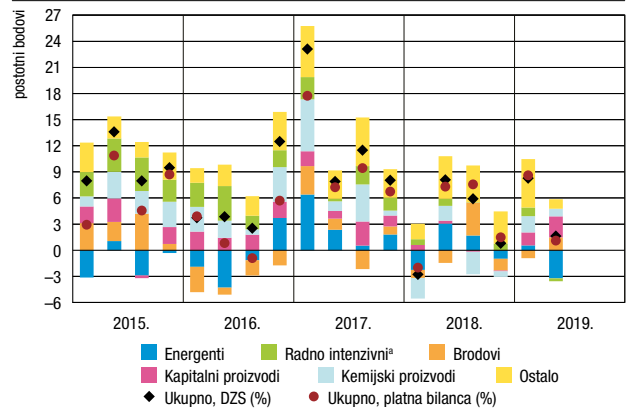


### 6.1. Vanjska trgovina i konkurentnost

U robnoj razmjeni s inozemstvom u prvih je šest mjeseci 2019. zabilježeno vidljivo povećanje manjka u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, zbog bržeg rasta uvoza od rasta izvoza. Godišnja stopa rasta robnog izvoza prema platnobilančnim je podacima iznosila 5,6%, u usporedbi s 3,5% u istom razdoblju prethodne godine. Istovremeno je rast robnog uvoza bio brži te je iznosio 8,8%, prema 6,6% u prvom polugodištu 2018. godine. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, manjak robne razmjene na kraju lipnja 2019. iznosio je 19,5% BDP-a, što je za 0,8 postotnih bodova više nego u cijeloj 2018. godini.

Podaci DZS-a<sup>14</sup> pokazuju da je godišnjem rastu robnog izvoza u prvom polugodištu 2019. ponajviše pridonio jači izvoz cestovnih vozila (u Njemačku), zatim kapitalnih proizvoda (ponajviše električnih strojeva, aparata i uređaja u Ujedinjene Arapske Emirate i Njemačku te pogonskih strojeva i uređaja u

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

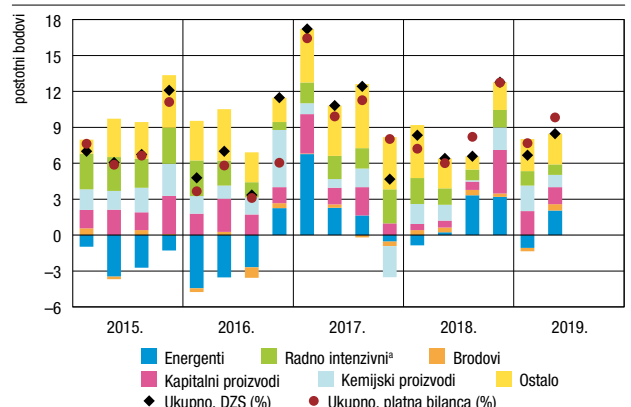


<sup>a</sup> Radno intenzivni proizvodi uključuju (prema SMTK-u): tekstil, odjeću, obuću, kožu, papir, pluto i drvo, pokućstvo, proizvode od metala i nemetala, montažne zgrade te nerazvrstane gotove proizvode.  
Izvori: DZS; HNB

Tursku i Kanadu) kao i medicinskih i farmaceutskih proizvoda (u SAD) te ostalih kemijskih proizvoda. Osim toga, povećao se izvoz prehrambenih proizvoda (posebno žitarica i proizvoda od žitarica) te proizvoda metalske industrije. Za razliku od toga, nepovoljno je na izvozna ostvarenja djelovao pad izvoza energenata, posebno nafte i naftnih derivata, a smanjio se i izvoz znanstvenih i kontrolnih instrumenata.

Na strani robnog uvoza, godišnjem rastu u prvom polugodištu 2019. pridonio je jači uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda (iz Koreje i Izraela) te ostalih kemijskih proizvoda, zatim uvoz cestovnih vozila (iz Slovenije i Mađarske) kao i

Slika 6.3. Robni uvoz (cif) 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.  
Izvori: DZS; HNB

13 S objavom podataka platne bilance za drugo tromjesečje 2019. revidirani su povijesni podaci od 2000. godine. Učinci revizije platnobilančnih podataka detaljnije su pojašnjeni na: <https://www.hnb.hr/-/hnb-revidirao-statistiku-odnosa-s-inozemstvom>.

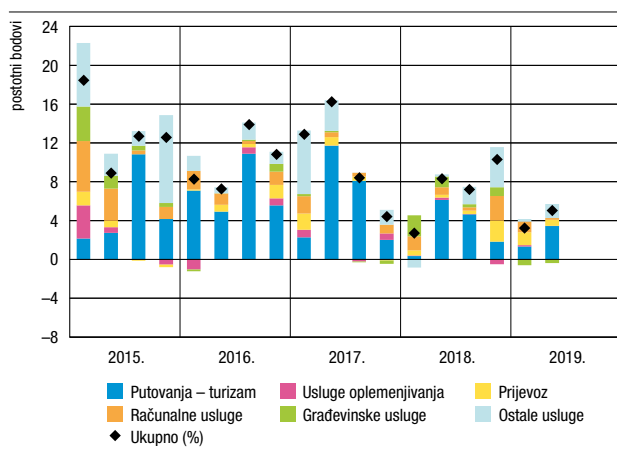
14 O razlikama u obuhvatu robne razmjene prema podacima platne bilance i DZS-a vidi Okvir 3. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima, MKP broj 2, srpanj 2017.



kapitalnih proizvoda (ponajviše industrijskih strojeva za opću uporabu, specijalnih strojeva za pojedine industrijske grane i električnih strojeva, aparata i uređaja) iz Njemačke, Italije i Slovenije. Porastao je i uvoz prehrambenih proizvoda, proizvoda metalske industrije i energenata (zemnog i industrijskog plina te električne energije). Rast uvoza ublažio je pad uvoza nafte i naftnih derivata te znanstvenih i kontrolnih instrumenata.

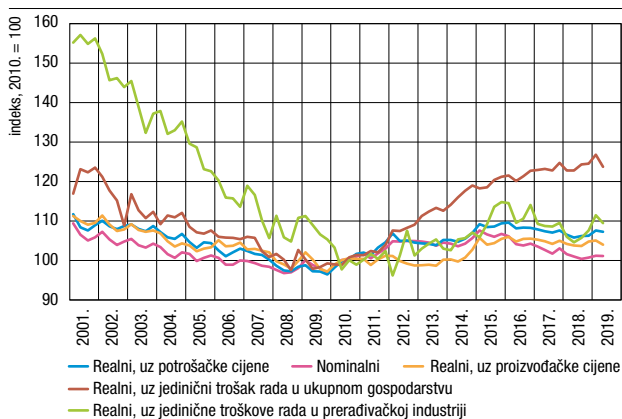
Neto izvoz usluga u prvom se polugodištu 2019. blago smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kao posljedica bržeg rasta rashoda od rasta prihoda. Pritom se zamjetljivo intenzivirala turistička potrošnja rezidenata u inozemstvu, što se može objasniti rastom sklonosti rezidenata inozemnim putovanjima u uvjetima relativno povoljnih domaćih gospodarskih kretanja i rasta primanja, kao i pojačanim emigracijskim tijekovima nakon ulaska u EU koji su rezultirali povećanjem potrošnje privremeno zaposlenih na sezonskim i pograničnim poslovima u inozemstvu i posjetima rezidenata rodbini i prijateljima u inozemstvu. Istovremeno su prihodi od turističke potrošnje nerezidenata porasli za 4,9% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, zahvaljujući rastu dolazaka stranih gostiju.

Slika 6.4. Izvoz usluga  
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

Slika 6.5. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Jedinični trošak rada izračunat je kao omjer isplaćenih naknada po zaposleniku i produktivnosti rada (izražene kao BDP po zaposlenom). Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune.

Izvor: HNB

Podaci DZS-a pokazuju da su u komercijalnim smještajnim objektima dolasci i noćenja stranih gostiju porasli za 7,1% odnosno 3,1%, ponajviše zahvaljujući gostima iz Njemačke i Slovenije. U apsolutnom su iznosu prihodi od usluga putovanja porasli isto kao rashodi pa je neto izvoz turističkih usluga stagnirao na prošlogodišnjoj razini. Za razliku od toga, pogoršao se saldo u razmjeni ostalih usluga, prije svega financijskih. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak u međunarodnoj razmjeni usluga se sa 17,9% BDP-a u cijeloj 2018. smanjio na 17,5% na kraju lipnja 2019. godine.

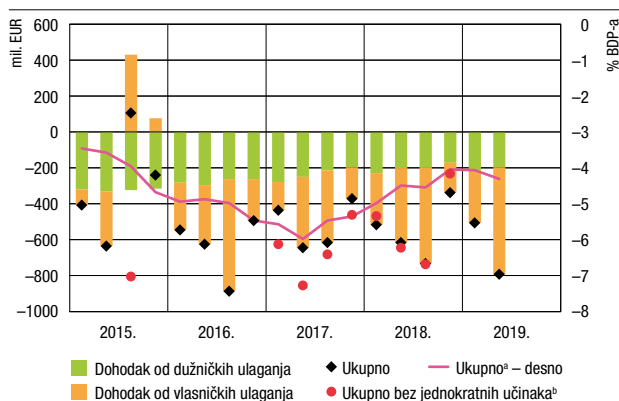
Pokazatelji cjenovne i troškovne konkurentnosti hrvatskog izvoza nisu se značajnije promijenili tijekom prve polovine 2019., a njihovo je kretanje bilo neujednačeno. Realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke cijene i jedinične troškove rada u prerađivačkoj industriji nastavili su blago deprecirati, a realni efektivni tečajevi kune uz proizvođačke cijene i jedinične troškove rada u ukupnom gospodarstvu blago su aprecirali i tako ublažili deprecijaciju ostvarenu u drugoj polovini 2018. godine.

## 6.2. Dohoci i transakcije s EU-om

Negativan saldo dohodaka od vlasničkih i dužničkih ulaganja u prvom se polugodištu 2019. povećao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kao posljedica rasta neto rashoda od vlasničkih ulaganja zahvaljujući većoj dobiti domaćih poduzeća u vlasništvu nerezidenata (prije svega u farmaceutskoj industriji) i manjoj dobiti stranih poduzeća u vlasništvu rezidenata. Istovremeno su se neto rashodi na osnovi kamata po dužničkim ulaganjima blago smanjili.

Neto prihodi iz transakcija s proračunom EU-a zamjetno su porasli u prvih šest mjeseci 2019. zahvaljujući jačem korištenju sredstava iz fondova EU-a u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, iako su se povećale i uplate u proračun EU-a zbog prošle uplate nešto većeg dijela godišnje obveze. U strukturi korištenja sredstava iz fondova EU-a najviše su porasla sredstva isplaćena za kapitalne namjene (poglavito državi, ali i ostalim sektorima), a u manjoj je mjeri rast ostvaren i kod sredstava isplaćenih za tekuće namjene. Višak iskorištenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, tako se s 1,8% BDP-a u 2018.

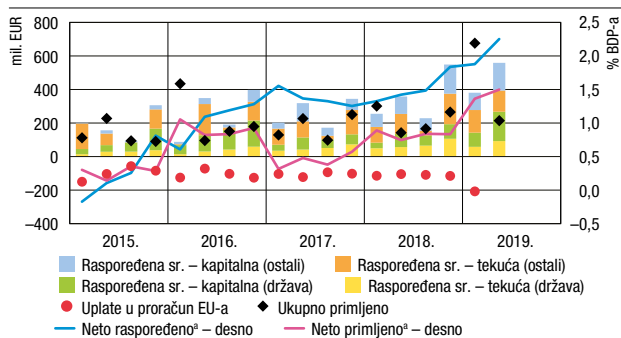
Slika 6.6. Dohoci od ulaganja



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

Izvor: HNB

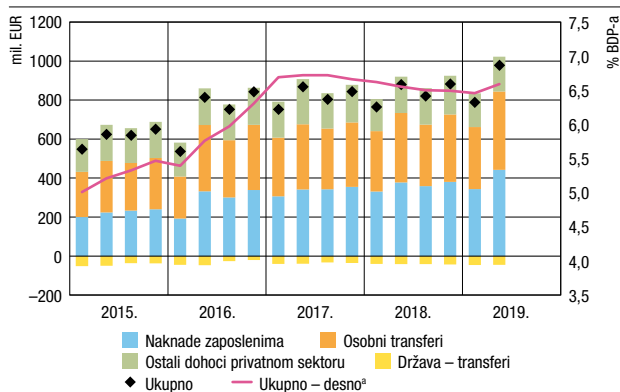
Slika 6.7. Transakcije s proračunom EU-a



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

Izvori: HNB; MF

Slika 6.8. Ostali dohoci, isključujući dohotke od ulaganja i transakcije s EU-om



<sup>a</sup> Zbroj posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja  
 Napomena: Naknade zaposlenima bilježe se na računu primarnog dohotka, a ostale serije (osobni transferi, ostali dohoci privatnom sektoru, transferi države) na računu sekundarnog dohotka.

Izvor: HNB

povećao na 2,3% BDP-a na kraju lipnja 2019. godine. Neto prihodi od ostalih dohodaka, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a,

također su porasli zahvaljujući rastu prihoda od naknada privremeno zaposlenih radnika u inozemstvu te, u manjoj mjeri, rastu prihoda od osobnih transfera iz inozemstva.

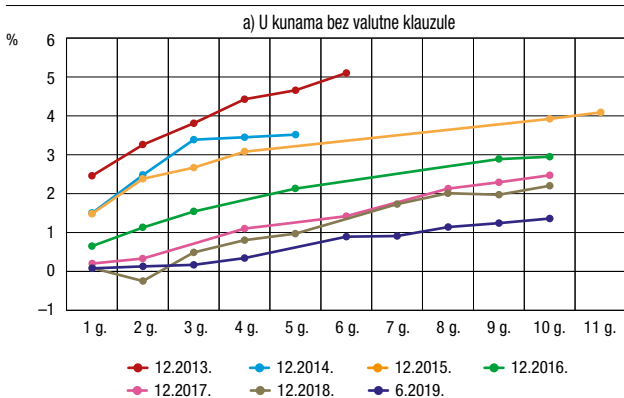
## 7. Financiranje privatnog sektora

Tijekom prve polovine 2019. nastavio se višegodišnji trend poboljšavanja uvjeta financiranja domaćih sektora. Na povoljnije uvjete financiranja države u prvoj polovini 2019. upućuje krivulja prinosa za obveznice u kunama bez valutne klauzule (Slika 7.1.a) koja se u lipnju 2019. zamjetnije spustila u odnosu na kraj 2018., dok je istovremeno krivulja prinosa za obveznice u kunama s valutnom klauzulom u eurima ostala gotovo nepromijenjena (Slika 7.1.b). Kamatna stopa na kratkoročno zaduživanje države putem izdanja jednogodišnjih kunskih trezorskih zapisa na domaćem tržištu smanjila se s 0,09% u prosincu 2018. na 0,08% u travnju 2019. te se na toj razini zadržala do kraja lipnja. Kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise ostala je nepromijenjena od svibnja 2018. na razini od 0,00%. Krajem siječnja 2019. država je izdala trezorski zapis u iznosu od 1,05 mlrd. EUR s dospijecom od 455 dana uz kamatnu stopu od 0,00% te tako djelomice refinancirala

1,5 mlrd. EUR dospeloga trezorskog zapisa izdanog u studenome 2017. uz kamatnu stopu od 0,1%. Ostatak dospeloga trezorskog zapisa refinanciran je domaćim izdanjem trogodišnje obveznice u iznosu od 500 mil. EUR s prinosom od 0,66%. Država je početkom veljače na domaćem tržištu kapitala također izdala i drugu tranšu kunske desetogodišnje obveznice od 5,0 mlrd. kuna s prinosom od 2,41%, dok je sredinom lipnja na međunarodnom tržištu izdala desetogodišnju euroobveznicu u iznosu od 1,5 mlrd. EUR uz prinos od 1,32% s ciljem refinanciranja dolarske obveznice koja dospijeva u studenome.

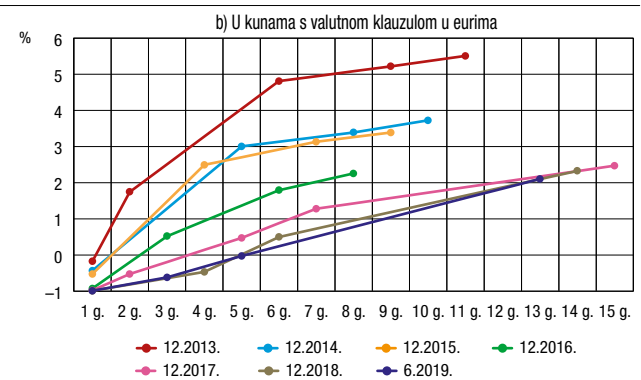
Prosječni trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu zamjetno se smanjio s 2,4% na kraju 2018. na 1,1% na kraju lipnja 2019. (Slika 7.3.), čemu je s 0,8 postotnih bodova pridonijelo smanjenje indeksa EMBI za Hrvatsku. Premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit*

Slika 7.1. Prinosi do dospijeca na obveznice RH



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

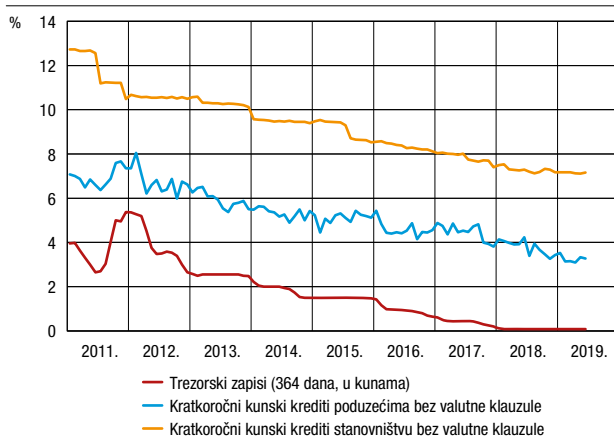
Izvor: HNB



Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje trezorske zapise s valutnom klauzulom u eurima; pritom se podatak za kraj 2016. odnosi na studeni, za kraj 2017. na mjesec listopad, a za lipanj 2019. na svibanj.

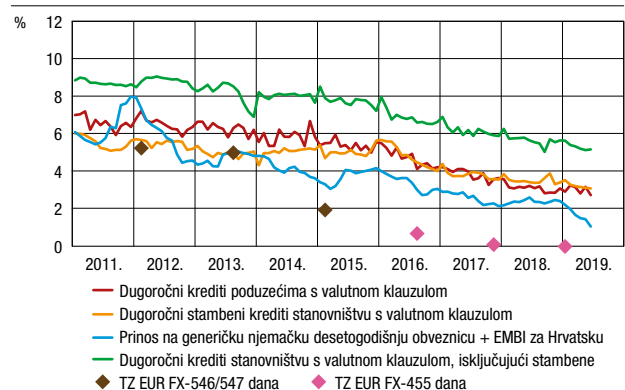
Izvor: HNB

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

Izvori: MF; Bloomberg; HNB

default swap, CDS) tijekom prvih šest mjeseci 2019. smanjila se te je krajem lipnja iznosila 81 bazni bod, u usporedbi s 96 baznih bodova na kraju 2018. Što se tiče percepcije agencija za dodjelu kreditnog rejtinga o rizičnosti Hrvatske, tijekom prve polovine godine dvije su agencije, Standard & Poor's i Fitch, podignule rejting Hrvatske s "BB+" na "BBB-", čime je nakon višegodišnjeg razdoblja ponovno postignut investicijski rejting. Osim toga, Moody's je krajem travnja promijenio izgled iz stabilnih u pozitivne zadržavši rejting dva stupnja ispod investicijskog na "Ba2", koji je nepromijenjen od ožujka 2016. godine.

Troškovi financiranja poduzeća nastavili su se smanjivati. Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite bez valutne klauzule bila je u lipnju za 0,2 postotna boda manja nego na kraju 2018. (Slika 7.2.), dok se kamatna stopa na dugoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom smanjila za 0,4 postotna boda (Slika 7.3.). Povoljna kretanja troškova financiranja poduzeća tijekom prve polovine 2019. očituju se i smanjenjem kamatnih stopa prema iznosu kredita (Slika 7.4.). Pritom su kamatne stope na kredite iznad 7,5 mil. kuna niže i kolebljivije,

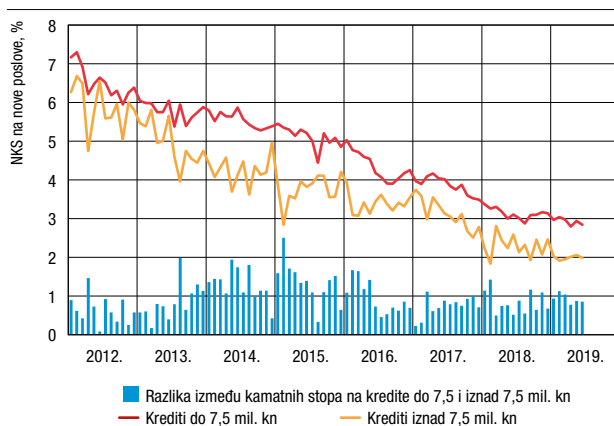
s obzirom na to da se radi o manjem broju većih poduzeća s više kolaterala i većim mogućnostima alternativnog financiranja.

Troškovi financiranja stanovništva također su se nastavili smanjivati. Kamatna stopa na dugoročne kredite s valutnom klauzulom, isključujući stambene kredite, bila je u lipnju za 0,5 postotnih bodova manja u odnosu na kraj 2018. (Slika 7.3.), dok su se istovremeno troškovi financiranja dugoročnih stambenih kredita s valutnom klauzulom smanjili za 0,3 postotna boda. Istodobno je kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite bez valutne klauzule bila gotovo nepromijenjena nakon zamjetnog smanjenja u prethodnim godinama (Slika 7.2.).

Nastavku smanjenja kamatnih stopa na kredite privatnom sektoru, uz iznimno visoku likvidnost financijskog tržišta, pridonosi i nastavak pada troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava. Pritom se EURIBOR spustio dublje u negativno područje (Slika 2.3.), dok nacionalna referentna stopa (NRS)<sup>15</sup> nastavlja bilježiti kontinuirani trend pada (Slika 7.5.).

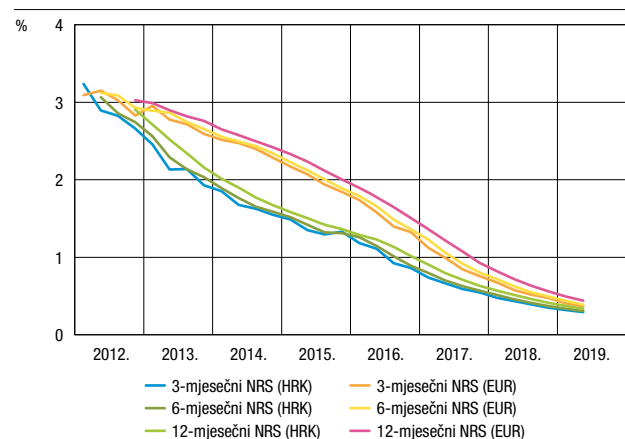
Što se tiče strukture kamatnih stopa, krajem lipnja 2019. kod stanovništva su najzastupljeniji bili krediti s kamatnom stopom fiksnom do dospijeca (39,1%), zatim krediti vezani uz

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



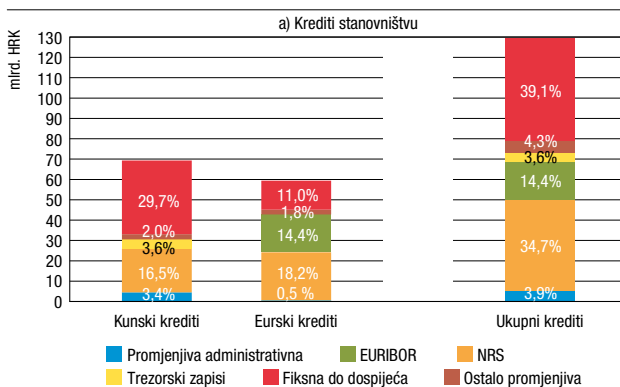
Izvor: HNB

Slika 7.5. Nacionalna referentna stopa (NRS)

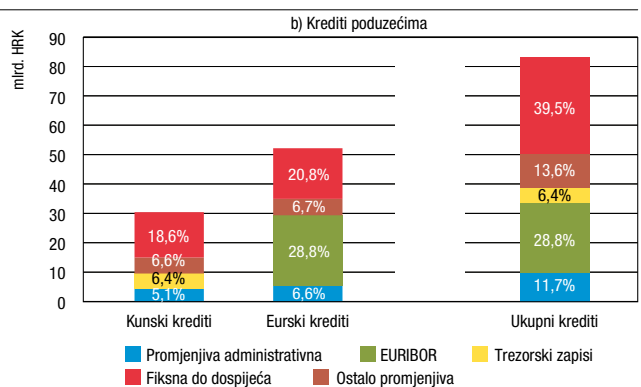


Napomena: Prikazane stope odnose se na stope za sve fizičke i pravne osobe.  
Izvor: HUB

Slika 7.6. Struktura kamatnih stopa lipanj 2019.



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



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

NRS i EURIBOR (Slika 7.6.a). Pritom se 16,4% kredita stanovništvu odnosi na kredite odobrene uz kamatnu stopu koja je fiksna u razdoblju kraćem od dospeljeća, od čega se dvije trećine odnose na fiksiranje dulje od tri godine. Kod kredita poduzećima također najveći dio kredita ima kamatnu stopu koja je fiksna do dospeljeća (39,5%), dok je EURIBOR drugi najzastupljeniji u skladu s valutnom strukturom u kojoj prednjači euro (Slika 7.6.b). U odnosu na kraj 2017., najviše su se povećali udjeli kamatne stope fiksne do dospeljeća, i to za 5,3 postotna boda kod kredita stanovništvu te za 7,3 postotna boda kod kredita poduzećima.

Na povoljne uvjete financiranja upućuju i rezultati Anketе o kreditnoj aktivnosti banaka za drugo tromjesečje 2019. Standardi odobravanja kredita poduzećima su, nakon blagog pooštavanja u prvom tromjesečju, nastavili višegodišnji trend

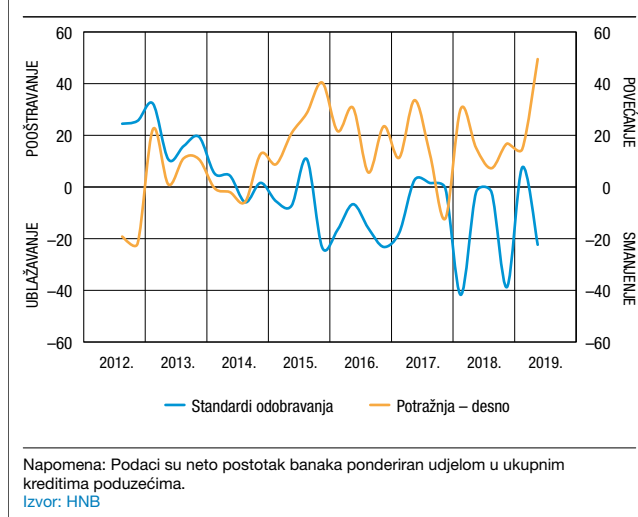
uglavnom povoljnih kretanja (Slika 7.7.). Ublažavanju standarda u drugom tromjesečju najviše su pridonijeli pozitivna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima, konkurencija među bankama i visoka likvidnost banaka. Potražnja poduzeća za kreditima nastavila je rasti, posebice snažno u drugom tromjesečju, i to zbog rasta potražnje malih i srednjih poduzeća. Najvažniji činitelji jačanja potražnje za kreditima ostali su isti kao i prethodnih godina, a to su potrebe za financiranjem investicija te zaliha i obrtnoga kapitala.

Standardi odobravanja kredita stanovništvu su se, nakon ublažavanja početkom 2019., pooštrili u drugom tromjesečju, posebice za potrošačke kredite (Slika 7.8.). S druge strane, kretanja potražnje za kreditima stanovništvu bila su raznolika. Nakon blagog smanjenja početkom godine, potražnja za stambenim kreditima nastavila je trend rasta, na što su utjecali perspektiva tržišta nekretnina i pouzdanje potrošača. S druge strane, rast potražnje za potrošačkim i ostalim kreditima, koji neprekidno traje posljednjih nekoliko godina, zaustavio se u drugom tromjesečju 2019., na što je ponajviše utjecala manja potrošnja trajnih potrošnih dobara.

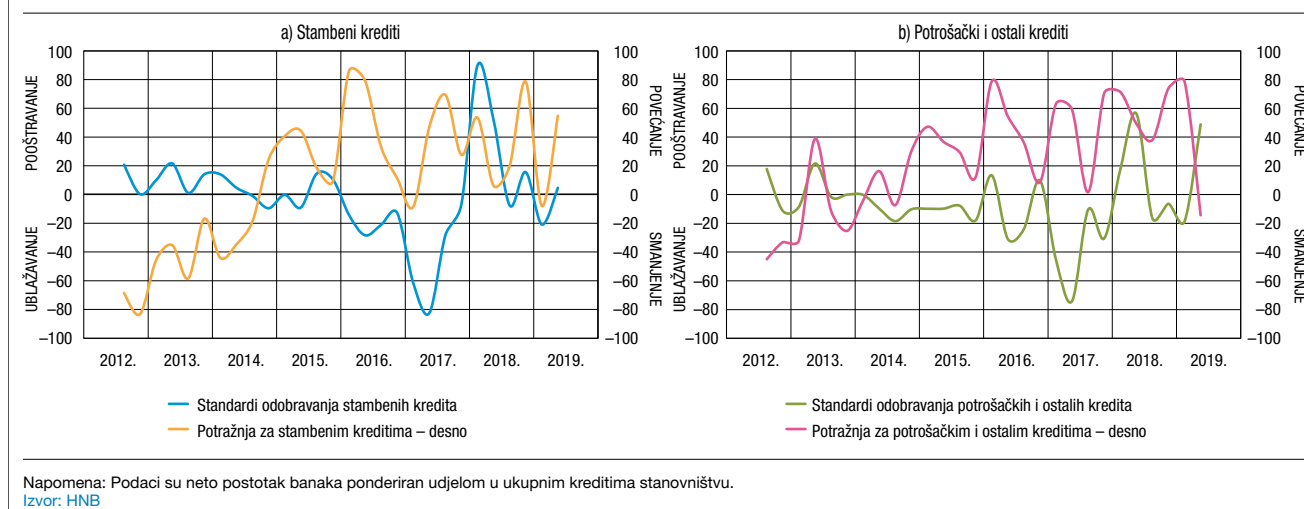
Godišnja stopa rasta ukupnog duga nefinancijskih poduzeća<sup>16</sup> krajem lipnja 2019. iznosila je 0,4% (na osnovi transakcija), što je osjetno manje nego u istom razdoblju prošle godine (Slika 7.9.). Godišnjem rastu ukupnog duga pridonijelo je zaduživanje javnih poduzeća na domaćem i inozemnom tržištu, dok su se privatna poduzeća blago razdužila. Na kretanje domaćeg financiranja privatnih poduzeća utjecalo je aktiviranje državnih jamstava za kredite brodogradilištima kao i smanjivanje potraživanja od grupe Agrokor, što je povezano i s operativnom provedbom nagodbe te grupe.

Domaći plasmani kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima porasli su tijekom prvih šest mjeseci 2019. za 0,5 mlrd. kuna ili 0,6%, pri čemu je taj rast gotovo u cijelosti ostvaren u prvom tromjesečju (na osnovi transakcija, Slika 7.10.). Promatra li se na godišnjoj razini, stopa promjene plasmana poduzećima krajem lipnja spustila se na -1,0%. Negativna godišnja

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzeća



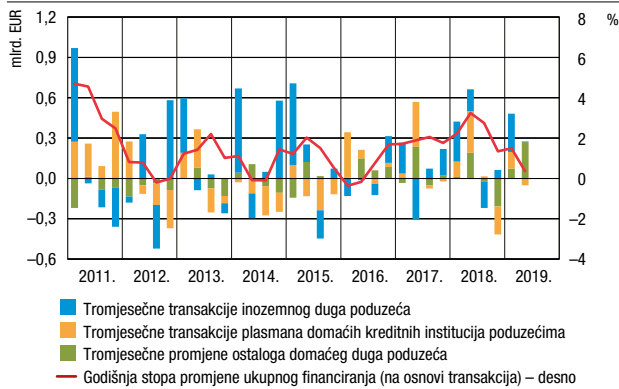
Slika 7.8. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništva



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

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

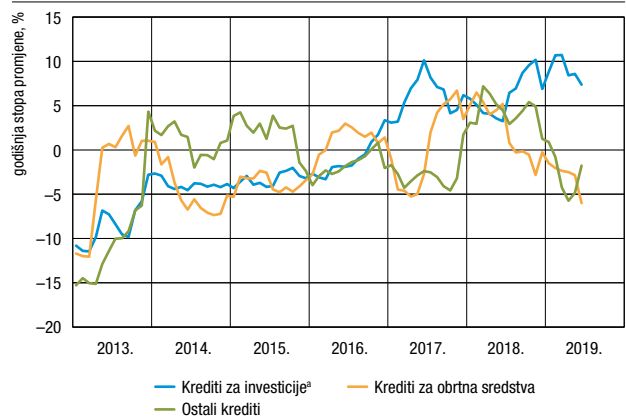
Slika 7.9. Financiranje poduzeća



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

Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

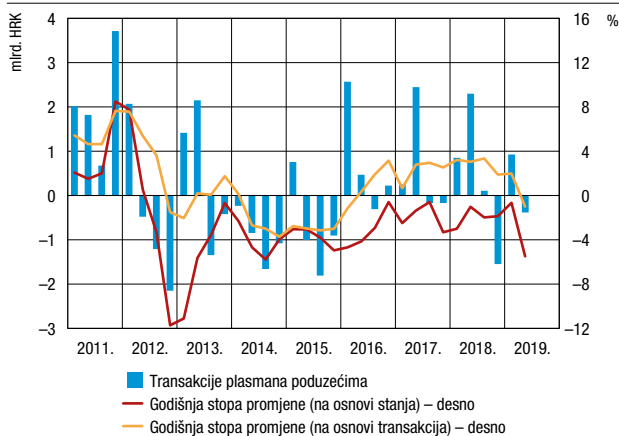
Slika 7.12. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



<sup>a</sup> Uključuju kredite za investicije, građevinarstvo, poljoprivredu i turizam te udjele u sindiciranim kreditima.

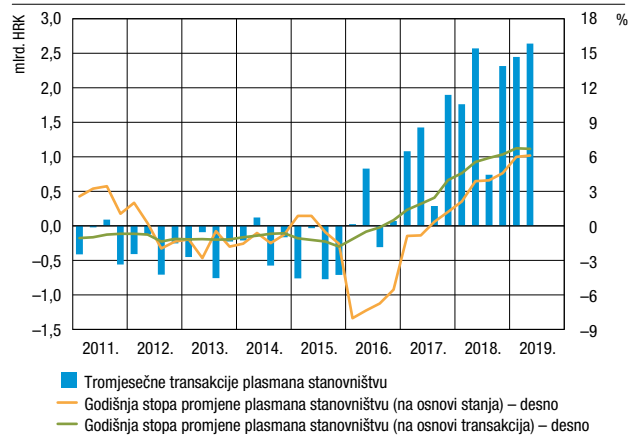
Izvori: HNB

Slika 7.10. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



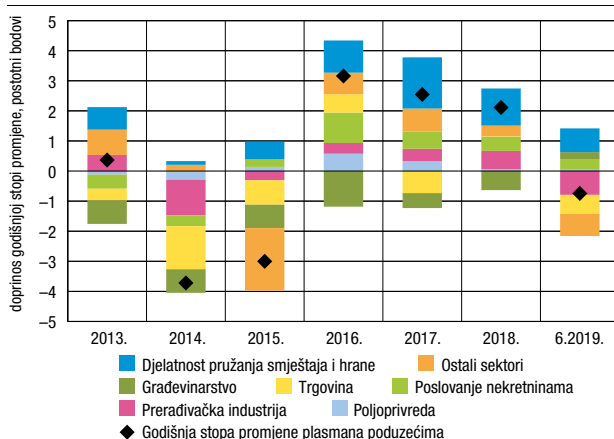
Izvori: HNB

Slika 7.13. Plasmani stanovništvu



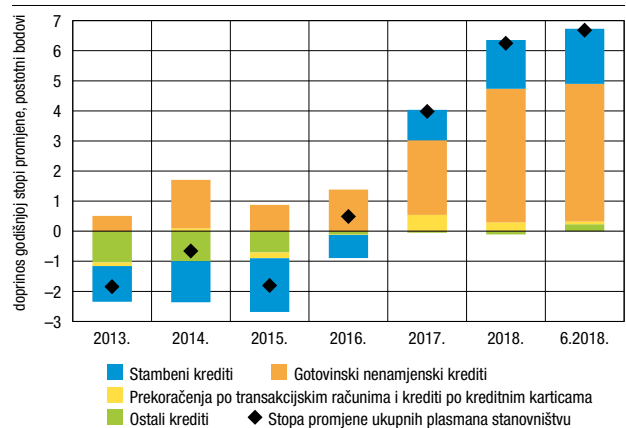
Izvori: HNB

Slika 7.11. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Izvori: HNB

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



Izvori: HNB

stopa promjene plasmana poduzećima posljedica je već spomenutih jednokratnih učinaka tijekom proteklih godinu dana. U skladu s tim godišnji pad plasmana poduzećima izračunat na osnovi nominalnih stanja produbio se na  $-5,5\%$ , što je, osim navedenih činitelja, posljedica i prodaja nenaplativih plasmana.

Kada je riječ o plasmanima poduzećima po djelatnostima, djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i dalje imaju najveći pozitivan doprinos godišnjem rastu plasmana u lipnju 2019., koji je nešto manji nego prethodnih godina (Slika 7.11.). Nakon višegodišnjeg razduživanja blagi rast plasmana ostvaren je i u građevinarstvu. No, za razliku od prijašnjih godina, prerađivačka industrija negativno je pridonijela rastu plasmana, na što je djelomice utjecalo i aktiviranje državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima. Promatraju li se krediti poduzeća prema namjeni, pad plasmana na godišnjoj razini posljedica je godišnjeg pada kredita za obrtna sredstva i ostalih kredita, dok je godišnji rast kredita za investicije krajem lipnja iznosio  $7,4\%$  (Slika 7.12.).

Godišnji rast plasmana stanovništvu nastavio se blago ubrzavati te je u lipnju 2019. iznosio  $6,7\%$  (na osnovi transakcija, Slika 7.13.). Povećanju kreditiranja stanovništva i nadalje pridonosi smanjivanje troškova financiranja, rast zaposlenosti te jačanje pouzdanja potrošača. Promatra li se struktura kredita, najveći pozitivan doprinos godišnjem rastu plasmana stanovništvu i dalje imaju gotovinski nenamjenski krediti (Slika 7.14.), premda se njihov godišnji rast blago usporio od ožujka, te je u lipnju iznosio  $12,2\%$  (na osnovi transakcija). Na recenatno usporavanje rasta tih kredita utjecala je i Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima kojom HNB preporučuje kreditnim institucijama opreznije uvjete odobravanja novoga gotovinskog nenamjenskoga kreditiranja, posebno onog s duljim rokovima dospijeca, dok potrošače potiče na razboritost pri zaduživanju. Uz gotovinske nenamjenske kredite, rastu plasmana stanovništvu pridonio je i snažniji godišnji rast stambenih kredita koji je na kraju lipnja iznosio  $4,2\%$  (na osnovi transakcija).

## Okvir 2. Kretanje kunskih i deviznih plasmana poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018.

*Euroizacija ukupnih domaćih plasmana kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima smanjivala se do 2016., nakon čega je zabilježen rast euroizacije koji je uglavnom rezultat deviznog zaduživanja izvoznih poduzeća, čemu su najviše pridonijela poduzeća prerađivačke industrije i djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.*

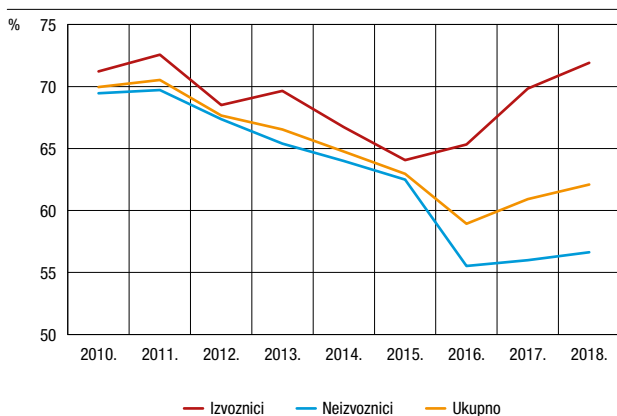
Valutna struktura bilance banaka u ovom se desetljeću postojano mijenjala u korist domaće valute. Udio kunskih plasmana na svim sektorima osim državi povećao se tako s nešto više od

četvrtine početkom desetljeća na gotovo polovinu svih plasmana prema posljednjim podacima. Uzroke takvih kretanja HNB je već iscrpno analizirao<sup>17</sup>. No dugotrajni trend rasta kunskih i smanjivanja deviznih<sup>18</sup> plasmana domaćih kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima prekinut je u 2017. i 2018., kada je zabilježeno zamjetno devizno zaduživanje uz blago smanjenje kunskih plasmana. Takva promjena trenda rezultat je djelovanja nekoliko činitelja. Glavni je uzrok takvih kretanja porast kredita izvozno orijentiranim poduzećima, koja se više zadužuju u devizama, dok je zaduživanje neizvoznika stagniralo, što je uvjetovano i većim prodajama i otpisima kredita. Usto su izvozna poduzeća dodatno povećala sklonost eurskom zaduživanju, čemu su najviše pridonijela poduzeća prerađivačke industrije i djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

Poduzeća neizvoznici u razdoblju od 2011. do 2016. ostvarila su većinu rasta kunskih plasmana uz podjednako devizno zaduživanje. S druge strane, izvozna poduzeća<sup>19</sup> uglavnom su povećala devizno financiranje koje se posebno intenziviralo u 2017. i 2018. godini (Slika 2.).<sup>20</sup> Također, vidljiva je znatna razlika između promjene stanja plasmana i promjena na osnovi transakcija koja uglavnom proizlazi iz prodaja djelomično i u potpunosti nenaplativih kredita te reklasifikacija. Gotovo se cjelokupan pad stanja odnosi na smanjenje deviznih plasmana poduzećima neizvoznicima (Slika 3.). Drugim riječima, prodani loši krediti većinom se odnose na kredite poduzećima neizvoznicima.

Udjeli deviznih plasmana postojano su se smanjivali do 2015. godine, pri čemu nije bilo zamjetne razlike između izvoznika i neizvoznika (Slika 1.). Međutim, od 2016. euroizacija plasmana izvoznicima bilježi trend rasta, a krajem 2018. bila je gotovo jednaka onoj krajem 2010. godine. S druge strane, euroizacija

**Slika 1. Euroizacija domaćih plasmana kreditnih institucija poduzećima**



Izvori: Fina; HNB

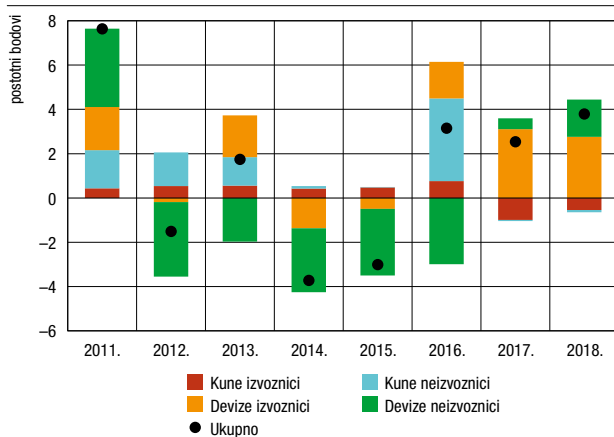
17 Igor Ljubaj, Suzana Petrović: Bilješka o kuskom kreditiranju, Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2016.

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

19 Izvoznicima se smatraju poduzeća čiji je omjer izvoznih i ukupnih poslovnih prihoda prema podacima Fine u pojedinoj godini iznosio barem  $10\%$ . Za izvoznici status u 2018. koristili su se podaci iz 2017. budući da Finina baza u trenutku pisanja okvira nije bila dostupna za tu godinu. U kategoriju izvoznika u pojedinim godinama uvrštena su i 52 poduzeća za koja se podatak Fine o izvozu smatrao nerealno niskim ili je bio jednak nuli. Velika većina tih poduzeća pripada djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Udio izvoza poduzeća izvoznika koja su u pojedinoj godini imala plasmane kod banaka u ukupnom izvozu svih poduzeća u prosjeku iznosi dvije trećine.

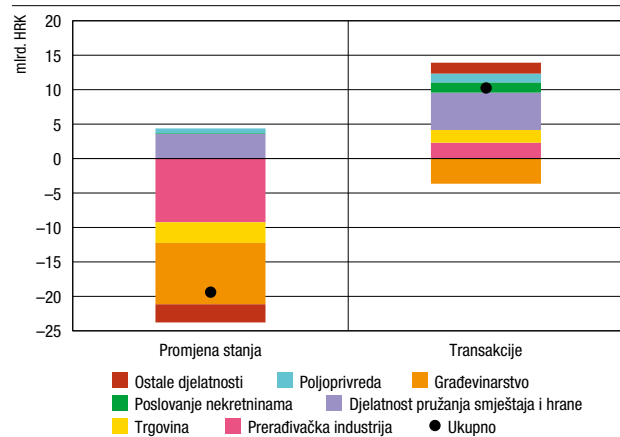
20 Ako nije drugačije napomenuto, slike prikazuju stope promjene i doprinose na osnovi transakcija. Stopa rasta ukupnih plasmana u 2018. na Slici 1. isključuje učinak aktivacije državnih jamstava za kredite brodogradilištima i zbog toga je veća od stope rasta na Slici 7.11.

Slika 2. Doprinosi promjeni ukupnih plasmana poduzećima



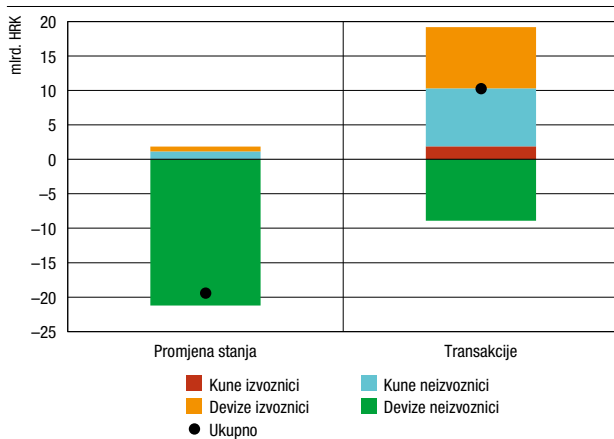
Izvori: Fina; HNB

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



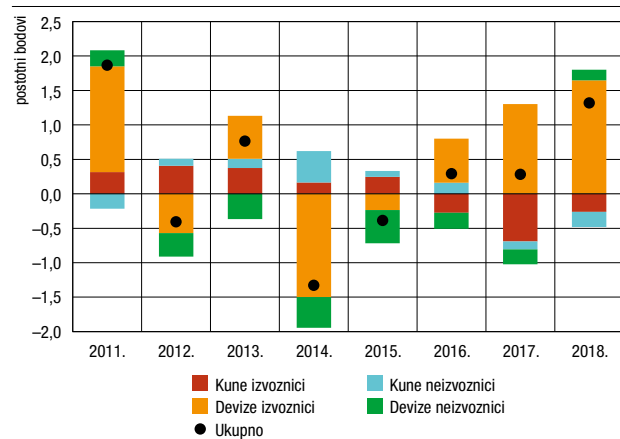
Izvori: Fina; HNB

Slika 3. Kumulativne promjene plasmana poduzećima u razdoblju od 2011. do 2018. po valutama



Izvori: Fina; HNB

Slika 5. Doprinosi prerađivačke industrije promjeni ukupnih plasmana poduzećima



Izvori: Fina; HNB

plasmana neizvoznicima smanjila se za gotovo 13 postotnih bodova u odnosu na kraj 2010. godine. Ako se promatra udio deviznog duga u BDP-u, primjetan je još snažniji pad njihove devizne izloženosti – udio deviznih plasmana neizvoznika u osmogodišnjem razdoblju gotovo se prepolumio i krajem 2018. iznosio je 8,4% BDP-a, dok se kod izvoznika tek blago smanjilo na 5,9% BDP-a.

Kumulativne promjene po pojedinim djelatnostima<sup>21</sup> upućuju na to da je najveće smanjenje stanja zabilježeno u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu, u kojima su prodaje plasmana bile i najintenzivnije (Slika 4.). Razduživanje je zabilježeno samo u građevinarstvu (na osnovi transakcija), dok je najveći rast ostvaren u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

Što se tiče godišnjih kretanja plasmana na razini pojedinih djelatnosti, krajem 2018. plasmani prerađivačkoj industriji bili su, s udjelom od gotovo 22%, najzastupljeniji u ukupnom stanju

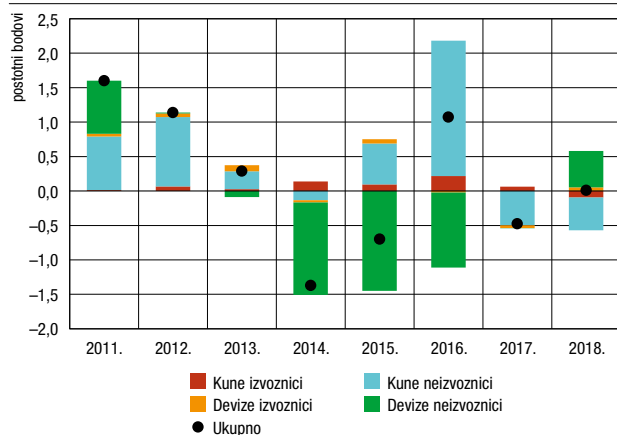
plasmana poduzećima, što je bilo slučaj i u većini prethodnih godina. Kreditna aktivnost usmjerena toj djelatnosti otkriva izrazitu izovnu usmjerenost budući da se većina promjene financiranja, neovisno radi li se o rastu duga ili razduživanju, odnosi na izvoznike (Slika 5.). Do 2015. devizno kreditiranje izvoznika prerađivačke industrije bilo je kolebljivo, pri čemu je kumulativno ostvaren blagi pad, dok je kunsko financiranje kontinuirano bilježilo prirast. Međutim, od 2016. nastupa trend intenziviranja rasta deviznih plasmana izvoznika uz istodobno kunsko razduživanje koje je posebno bilo izraženo u 2017. godini.

Udio plasmana trgovini u ukupnim plasmanima poduzećima bio je krajem 2018., kao i u većini prethodnih godina, gotovo jednak udjelu prerađivačke industrije, što ju čini drugom najzastupljenijom djelatnošću. No, za razliku od prerađivačke industrije, dinamika kreditne aktivnosti trgovine gotovo se isključivo odnosi na neizvoznike<sup>22</sup> (Slika 6.). Pritom su kunski plasmani

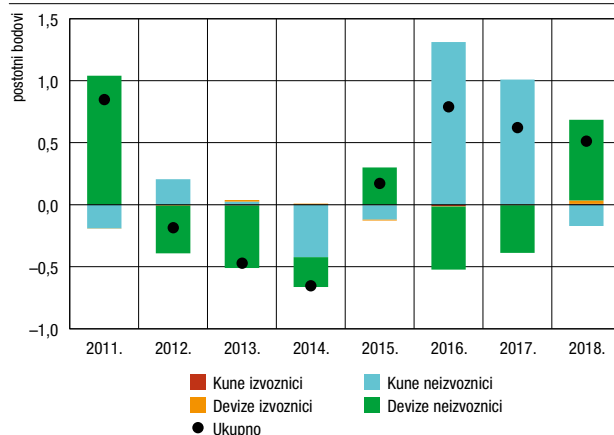
21 Djelatnosti se odnose na jednoslovne oznake područja NKD-a 2007., pri čemu su nazivi pojedinih djelatnosti skraćeni pa se primjerice "Trgovina" odnosi na djelatnost "G-Trgovina na veliko i malo; Popravak motornih vozila i motocikala".

22 Iako su na Slici 6. obuhvaćena samo poduzeća iz djelatnosti trgovine koja su imala plasmane kod domaćih kreditnih institucija, službeni

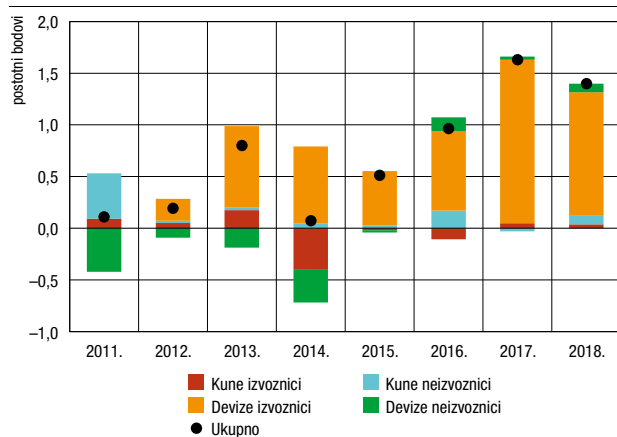


**Slika 6. Doprinosi trgovine promjeni ukupnih plasmana poduzećima**

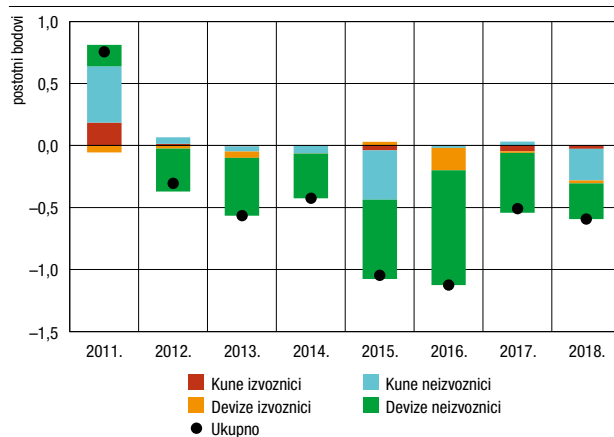
Izvori: Fina; HNB

**Slika 8. Doprinosi poslovanja nekretninama promjeni ukupnih plasmana poduzećima**

Izvori: Fina; HNB

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

Izvori: Fina; HNB

**Slika 9. Doprinosi građevinarstva promjeni ukupnih plasmana poduzećima**

Izvori: Fina; HNB

neizvoznika ostvarili rekordan rast u 2016., nakon čega su se u iduće dvije godine smanjivali, na što je utjecala i kriza Agrokora. Devizni plasmani neizvoznika uglavnom su se smanjivali, posebice u razdoblju od 2014. do 2016., te je nakon višegodišnjeg razduživanja rast ostvaren tek 2018. godine.

Djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane jedina je djelatnost sa zabilježenim rastom plasmana u svim promatranim godinama (Slika 7.). Na takva je kretanja utjecao i vrlo brz oporavak turističke potražnje jer su noćenja stranih turista u Hrvatskoj već 2010. premašila brojku iz pretkrizne 2008. godine. Budući da se potrošnja stranaca u Hrvatskoj smatra izvozom usluga, većina se kreditne aktivnosti te djelatnosti odnosi na izvoznike. U skladu s važnosti inozemne potražnje izvoznici su u svim godinama, osim stagnacije u 2011., povećavali devizno financiranje, što je posebno bilo izraženo u posljednje dvije godine promatranog razdoblja. Tako su ukupne transakcije deviznih

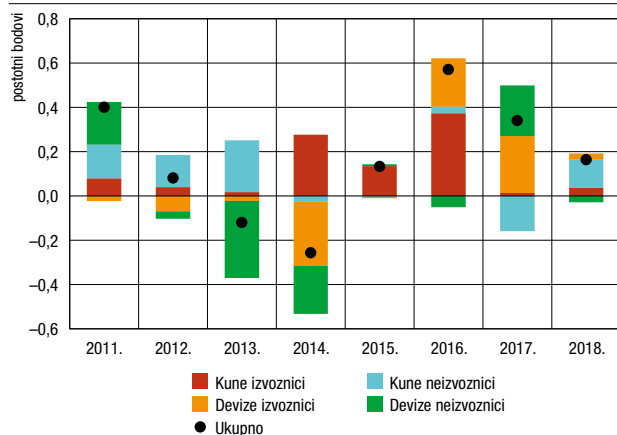
plasmana izvoznika u 2017. i 2018. iznosile 2,5 mlrd. kuna, što je gotovo 44% transakcijskog rasta ukupnih plasmana poduzećima u tom razdoblju. Snažno kreditiranje te djelatnosti utjecalo je, uz zamjetne prodaje plasmana banaka u drugim djelatnostima, na rast udjela u ukupnim plasmanima poduzećima. Tako se udio od kraja 2010. gotovo udvostručio na 12% krajem 2018., čime je ta djelatnost postala treća najzastupljenija u stanju plasmana kreditnih institucija.

Udio kreditne aktivnosti izvoznika u djelatnosti poslovanja nekretninama očekivano je zanemariv (Slika 8.). Nakon trogodišnjeg razduživanja rast plasmana toj djelatnosti nastavio se 2015., pri čemu je posebno bilo intenzivno povećanje kunskog financiranja u 2016. i 2017., što je uvelike bilo posljedica zaduživanja jednoga velikoga gradskog poduzeća.

Slom investicija nastupom globalne gospodarske krize posebno je pogodio građevinsku djelatnost, u kojoj je iznos

podaci vjerojatno podcjenjuju izvoznu komponentu trgovine. Naime, poduzećima iz te djelatnosti vrlo je teško raspoznati koliki se dio njihova poslovanja odnosi na nerezidente, što je u Hrvatskoj bitno zbog velike potrošnje stranih turista. S druge strane, izvoz je puno lakše opaziti za hotelska ili kamping poduzeća (izvoz usluga), a posebno u prerađivačkoj industriji (izvoz robe).

Slika 10. Doprinosi poljoprivrede promjeni ukupnih plasmana poduzećima

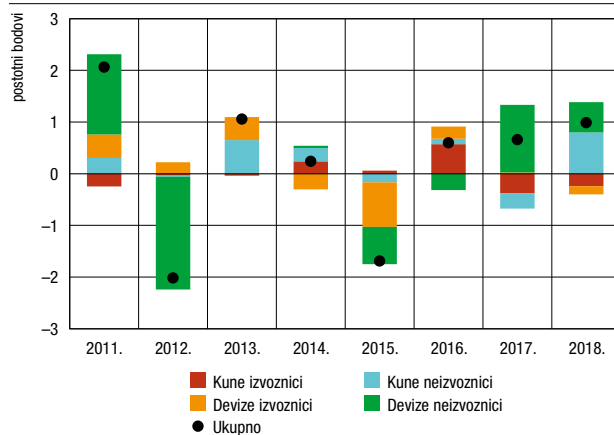


Izvori: Fina; HNB

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

Za razliku od prethodnih djelatnosti, u kojima se većina

Slika 11. Doprinosi ostalih djelatnosti promjeni ukupnih plasmana poduzećima



Izvori: Fina; HNB

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

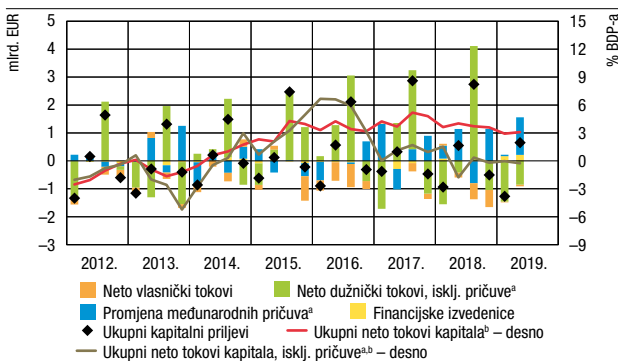
Ostalih trinaest djelatnosti krajem 2018. činilo je oko 23% ukupnih plasmana poduzećima. U skladu s veoma različitim djelatnostima koje čine tu skupinu, kretanja plasmana razmjerno su kolebljiva, dok se veći dio kreditne aktivnosti odnosi na neizvoznike (Slika 11.). Nakon blagog kumulativnog smanjenja do 2015. u iduće je tri godine zabilježen rast plasmana ostalim djelatnostima, pri čemu su povećanjem u tom razdoblju prednjačile stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti.

## 8. Tokovi kapitala s inozemstvom

U prvoj polovini 2019. na financijskom računu platne bilance<sup>25</sup> zabilježen je neto priljev kapitala u iznosu od 0,6 mlrd. EUR, odnosno za 0,2 mlrd. EUR više negoli u istom razdoblju godinu prije. Ipak, isključe li se promjene bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a, neto financijske obveze domaćih sektora prema inozemstvu snažno su se povećale (za 2,0 mlrd. EUR), što je gotovo podjednako pogoršanju neto inozemne pozicije u istom razdoblju prethodne godine. Pritom se glavna neto priljeva kapitala odnosila na rast neto dužničkih obveza, uz tek neznatan rast neto vlasničkih ulaganja.

U prvih šest mjeseci 2019. neto priljev vlasničkih ulaganja iznosio je samo 0,1 mlrd. EUR jer je rast obveza bio tek nešto snažniji od rasta inozemne imovine domaćih sektora.

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



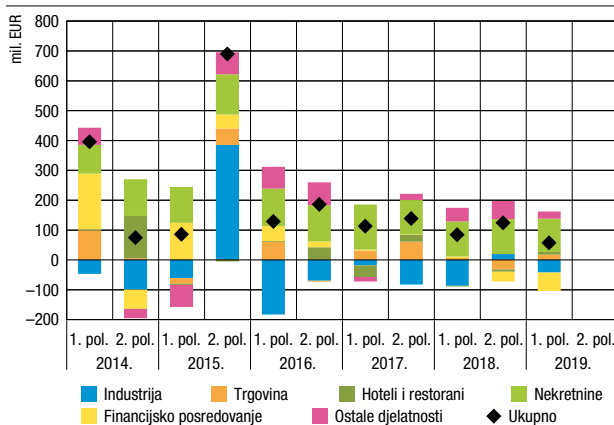
<sup>a</sup> Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za inozemne obveze HNB-a.

<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 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



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

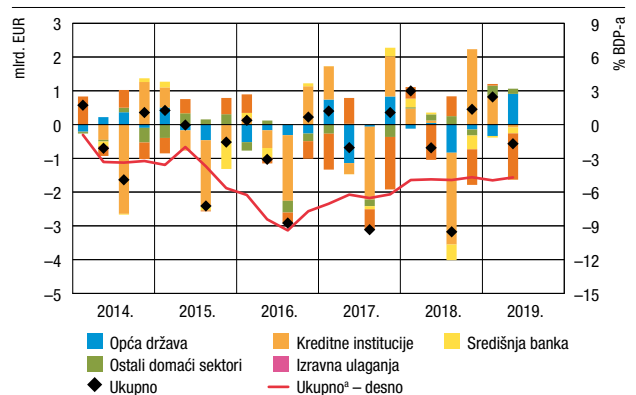
Izvor: HNB

Rastu imovine najviše su pridonijela ulaganja u inozemne dionice i vlasničke udjele. S druge strane, rast obveza ponajprije je rezultat inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja, no ona su najvećim dijelom povezana s transakcijama pretvaranja duga u kapital. Isključe li se spomenute transakcije, priljev vlasničkih ulaganja ostao je i dalje skroman te je uglavnom ostvaren u sektoru nekretnina. Istodobno je zadržana dobit na strani obveza bila primjetno manja nego u istom razdoblju prethodne godine, zbog negativne zadržane dobiti banaka, koje su isplatile značajan iznos dividendi, dok je zadržana dobit nefinancijskih poduzeća u stranom vlasništvu porasla.

Snažan neto priljev dužničkoga kapitala u prvoj polovini 2019. u iznosu od 2,3 mlrd. EUR (isključujući promjenu međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) rezultat je istodobnog smanjenja inozemne imovine i povećanja obveza domaćih sektora prema inozemstvu. Nepovoljnim kretanjima pridonijeli su nefinancijska poduzeća, kreditne institucije i opća država, koja se u lipnju zadužila na međunarodnom tržištu izdavanjem nove obveznice u iznosu od 1,5 mlrd. EUR za potrebe refinanciranja dolarske obveznice u studenome. Država je dio sredstava prikupljenih novim izdavanjem obveznica prodala HNB-u, a dio položila na račun kod središnje banke, što je bilo glavni činitelj poboljšanja neto inozemne pozicije središnje banke (za 1,4 mlrd. EUR).

Kada je riječ o relativnim pokazateljima inozemne zaduženosti, u prvih šest mjeseci 2019. zabilježeno je povećanje bruto i smanjenje neto zaduženosti. Tako je na kraju lipnja 2019. stanje bruto inozemnog duga iznosilo 44,6 mlrd. EUR ili 84,7% BDP-a, odnosno za 1,8 postotnih bodova više nego na kraju 2018. godine. Međutim, istodobno je rast dužničkih potraživanja od inozemstva bio podjednak rastu obveza, što je zajedno s rastom nominalnog BDP-a rezultiralo daljnjim poboljšanjem relativnog pokazatelja neto inozemne zaduženosti. Na kraju lipnja 2019. neto inozemni dug iznosio je 13,4 mlrd. EUR ili

Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



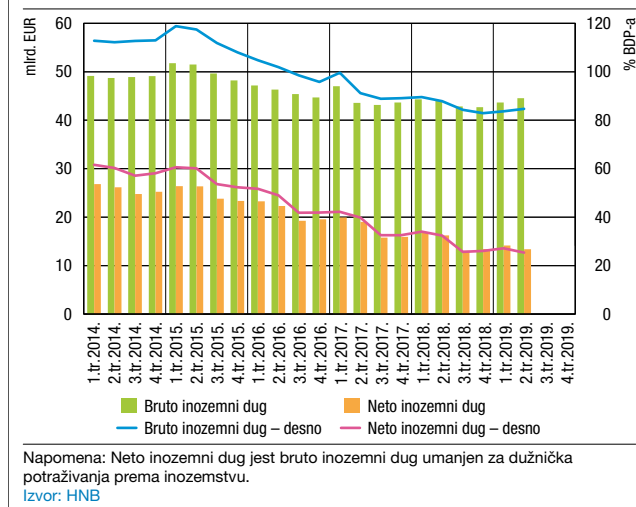
<sup>a</sup> Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

<sup>25</sup> S objavom podataka platne bilance za drugo tromjesečje 2019. revidirani su povijesni podaci od 2000. godine. Učinci revizije platnobilančnih podataka detaljnije su pojašnjeni na: <https://www.hnb.hr/-/hnb-revidirao-statistiku-odnosa-s-inozemstvom>.

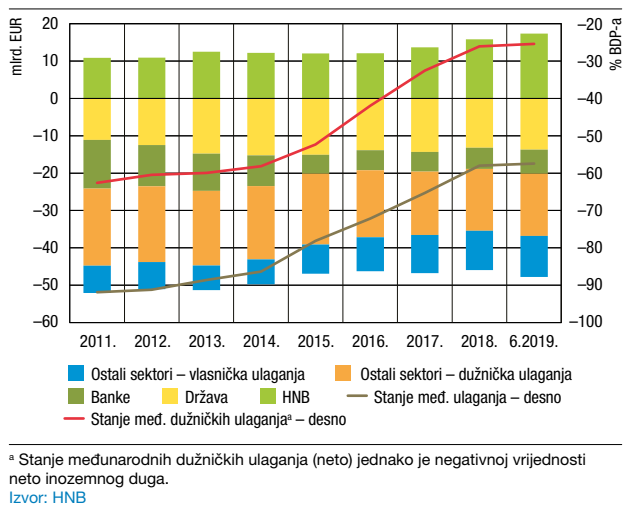
Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



25,4% BDP-a, tj. za 0,6 postotnih bodova manje nego na kraju prethodne godine.

Također se neznatno poboljšalo stanje neto međunarodnih ulaganja, koje je na kraju lipnja 2019. iznosilo –57,5% BDP-a,

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja (neto) po sektorima



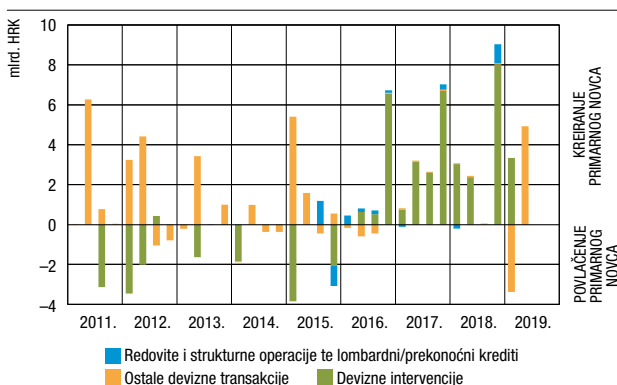
u odnosu na –58,0% BDP-a, koliko je bilo zabilježeno na kraju 2018. godine. To je prije svega povezano s povoljnim učinkom rasta nominalnog BDP-a, dok se u apsolutnom iznosu stanje neto međunarodnih ulaganja pogoršalo.

## 9. Monetarna politika

HNB je nastavio podržavati visoku likvidnost monetarnog sustava i održavati tečaj kune prema euru relativno stabilnim. Tijekom prvog polugodišta 2019. središnja je banka neto otkupila 663,2 mil. EUR (Slika 9.1.), pri čemu je kreirano 4,9 mlrd. kuna primarnog novca. Neto otkup od kreditnih institucija iznosio je 450,3 mil. EUR, a od Ministarstva financija 212,9 mil. EUR. Početkom veljače HNB je otkupio od poslovnih banaka ukupno 450,3 mil. EUR, nakon što je istog dana prodao 463,4 mil. EUR Ministarstvu financija radi refinanciranja dijela trezorskih zapisa od 1,5 mlrd. EUR s dospijecom od 455 dana. U nastavku godine, nakon izdavanja državne desetogodišnje euroobveznice na međunarodnom tržištu sredinom lipnja, HNB je od Ministarstva financija otkupio 660,0 mil. EUR.

Što se tiče kunskih operacija, HNB je nastavio održavati redovite tjedne operacije uz fiksnu kamatnu stopu od 0,3%.

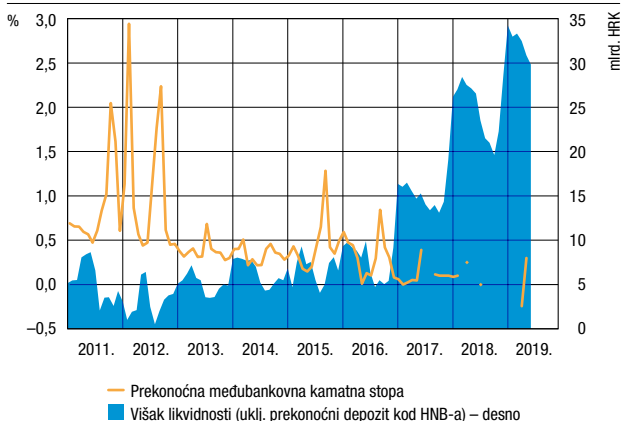
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



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

Izvor: HNB

Slika 9.2. Likvidnost banaka i prekonočna međubankovna kamatna stopa



Izvor: HNB

Međutim, zbog slabog interesa banaka u uvjetima izrazito velikog viška kunske likvidnosti, tijekom prve polovine 2019. središnja banka nije plasirala sredstva putem ovog instrumenta monetarne politike. U istom razdoblju strukturnim operacijama nisu kreirana dodatna sredstva te je njihovo stanje krajem lipnja bilo jednako onom na kraju 2018. (2,0 mlrd. kuna).

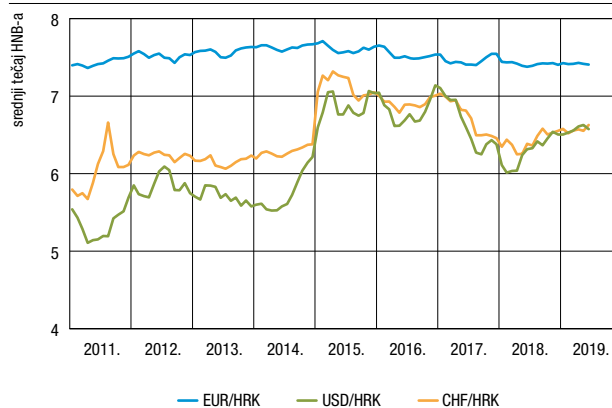
Višak kunske likvidnosti u sustavu zadržao se na iznimno visokoj razini te je na kraju lipnja 2019. dosegao 29,4 mlrd. kuna (Slika 9.2.). Posljedica visoke likvidnosti jest vrlo oskudan promet na domaćem prekonočnom međubankovnom tržištu. Tako je u travnju 2019., nakon osam mjeseci bez aktivnosti, ostvaren promet, pri čemu se prosječna kamatna stopa prvi put spustila u negativno područje te je iznosila -0,24%. U svibnju je također zabilježen promet s međubankovnom kamatnom stopom od 0,30%, a tijekom lipnja nije bilo prometa. Prosječna kamatna stopa izračunava se na osnovi malog broja transakcija pa ne oslikava dobro stanje tržišta. Tako je u travnju ona odraz triju transakcija, dok su u svibnju provedene samo dvije transakcije.

Tečaj kune prema euru na kraju lipnja 2019. iznosio je 7,39 EUR/HRK, što je tek nešto više od 7,38 EUR/HRK, koliko je iznosio sredinom prethodne godine (Slika 9.3.). Promatra li se prosječni tečaj kune prema euru, tijekom prve polovine 2019. iznosio je 7,42 EUR/HRK te je bio jednak prosječnom tečaju u prvoj polovini 2018. godine. S druge strane, tijekom prvih šest mjeseci 2019. kuna je blago oslabjela prema američkom dolaru i švicarskom franku zbog slabljenja eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

Bruto međunarodne pričuve RH na kraju lipnja 2019. iznosile su 19,9 mlrd. EUR (Slika 9.4.) i bile su za 2,4 mlrd. EUR (14,0%) veće nego na kraju 2018. godine. Povećanju bruto pričuve tijekom tog razdoblja najviše su pridonijeli viša razina ugovorenih repo poslova, porast deviznog depozita države i neto otkup deviza. Neto raspoložive pričuve u istom su se razdoblju povećale za 0,9 mlrd. EUR (5,7%), pa su na kraju lipnja dosegle 16,7 mlrd. EUR.

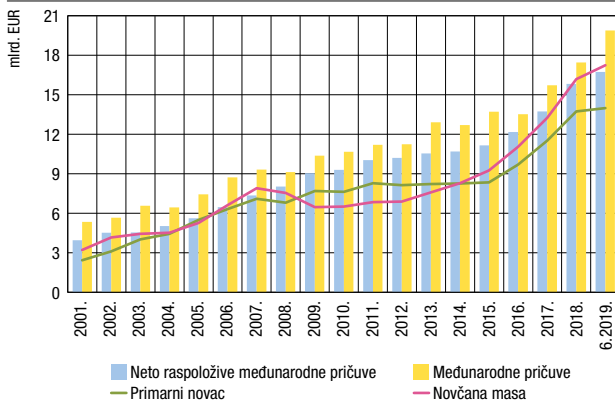
Godišnji se rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) usporio

Slika 9.3. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

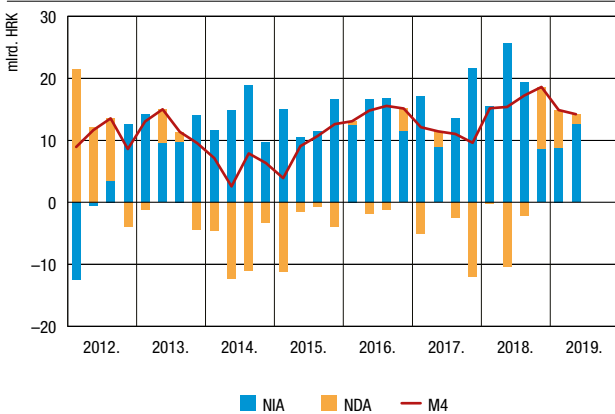
Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



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

Izvor: HNB

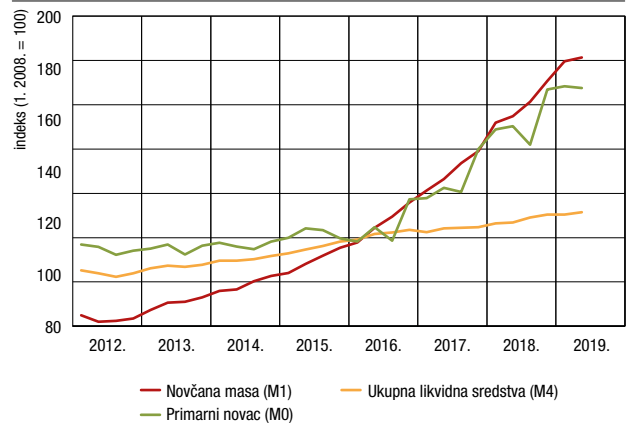
Slika 9.5. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4 apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja.

Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

tijekom prve polovine 2019. godine (Slika 9.5.). Takva su kretanja bila rezultat usporevanja godišnjeg rasta neto domaće aktive, dok je dinamika neto inozemne aktive pozitivno pridonijela rastu M4.

Promatraju li se realni monetarni agregati, njihov se više-godišnji trend rasta nastavio tijekom prvih šest mjeseci 2019., premda sporijom dinamikom (Slika 9.6.). Usto, godišnji se rast realne vrijednosti primarnog novca (M0), nakon zamjetnog povećanja krajem 2018., usporio i iznosio 10,2% na kraju lipnja.

## 10. Javne financije

Prema podacima o izvršenju proračuna konsolidirane opće države (metodologija ESA 2010) u prvoj polovini 2019. ostvaren je proračunski višak od 0,2 mlrd. kuna, što je malo poboljšanje u odnosu na manjak ostvaren u istom razdoblju lani (0,1 mlrd. kuna). Promatrano po tromjesečjima, u prvom je tromjesečju 2019. ostvaren manjak od 2,2 mlrd. kuna, a u drugom višak od 2,5 mlrd. kuna.

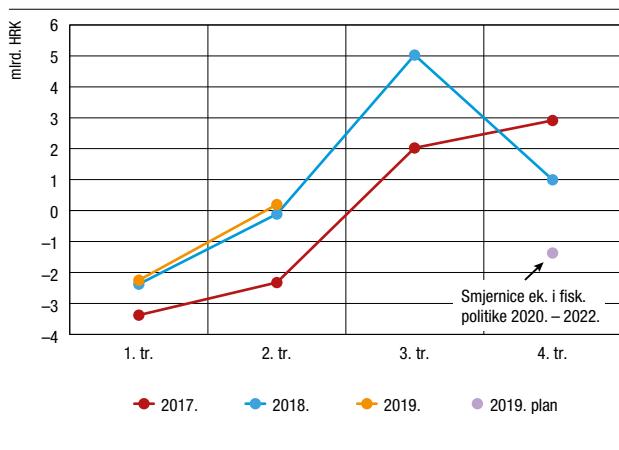
Kada je riječ o prihodnoj strani proračuna (ESA 2010), primjetan je bio rast ukupnih prihoda (7,5%) u prvom polugodištu u odnosu na isto razdoblje 2018. godine. Najznačajniji pozitivan doprinos godišnjem rastu dali su neizravni porezi, pri čemu malo usporavanje rasta u odnosu na stopu rasta ostvarenu u 2018. vjerojatno odražava porezne izmjene provedene u sustavu PDV-a i trošarina. Nadalje, rastu ukupnih prihoda snažno su pozitivno pridonijeli ostali prihodi. Dinamika te kategorije, koja u sebi sadržava subvencije, vlasničke dohotke i

ostale tekuće transfere, vjerojatno zrcali pojačanu apsorpciju sredstava iz fondova EU-a, a djelomično bazni učinak slabijeg ostvarenja u istom razdoblju prethodne godine. Porasli su i izravni porezi, pod utjecajem pozitivnih gospodarskih kretanja te povoljne situacije na tržištu rada. Socijalni su doprinosi također bili podržani povoljnim kretanjima zaposlenosti i plaća, pri čemu su u suprotnom smjeru djelovale izmjene provedene u sustavu socijalnih doprinosa. Naime, od 1. siječnja 2019. ukinuti su doprinosi na plaću za zapošljavanje u iznosu od 1,7% bruto plaće i za zaštitu zdravlja na radu u iznosu od 0,5%, a povećan je doprinos za zdravstveno osiguranje s 15% na 16,5%.

Na rashodnoj je strani proračuna konsolidirane opće države (ESA 2010) u prvom polugodištu 2019. također zabilježeno značajno povećanje (7,2%) u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Promatrano po kategorijama, rastu rashodne strane ponajviše je pridonijelo povećanje ostalih rashoda, koje također vjerojatno odražava rast povlačenja sredstava iz fondova EU-a, ali i pojačanu uplatu sredstava u proračun EU-a u prvom polugodištu 2019. Osim toga, na ovu je kategoriju, slično ostalim prihodima, utjecao i bazni učinak. Uz ostale rashode ostvarenom se stopom rasta ističu investicije opće države, a rastu ukupnih rashoda podjednako kao investicije pridonijele su naknade zaposlenicima, intermedijarna potrošnja i socijalne naknade. Suprotno tome, rashodi za kamate blago su smanjeni u odnosu na isto razdoblje prethodne godine jer su se nastavili povoljni uvjeti na financijskom tržištu, a u istom su se smjeru kretali i rashodi za subvencije, kod kojih se smanjenje može objasniti razlikama u unutargodišnjem rasporedu isplata.

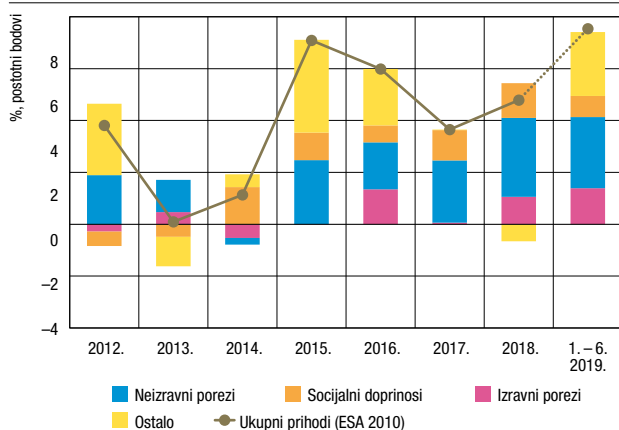
Dug konsolidirane opće države na kraju lipnja 2019. iznosio je 298,0 mlrd. kuna, što je za oko 11,9 mlrd. kuna više nego na kraju 2018. godine, unatoč povoljnom utjecaju aprecijacije tečaja kune prema euru u promatranom razdoblju. Navedeno u prvom redu odražava izdavanje inozemne obveznice u iznosu od 1,5 mlrd. EUR u lipnju, pri čemu je država iskoristila povoljne okolnosti na financijskim tržištima kako bi osigurala sredstva za otplatu inozemne obveznice istog iznosa

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



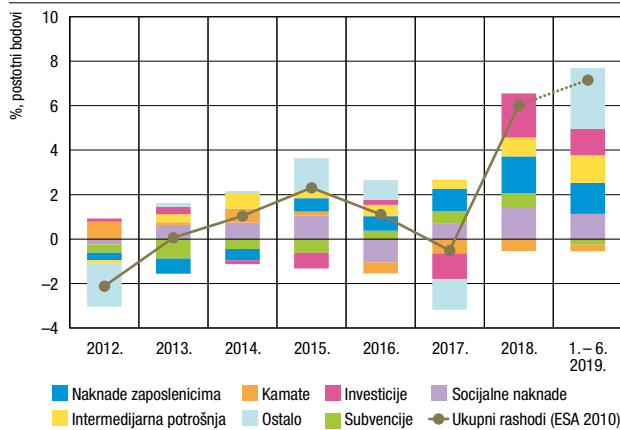
Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

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



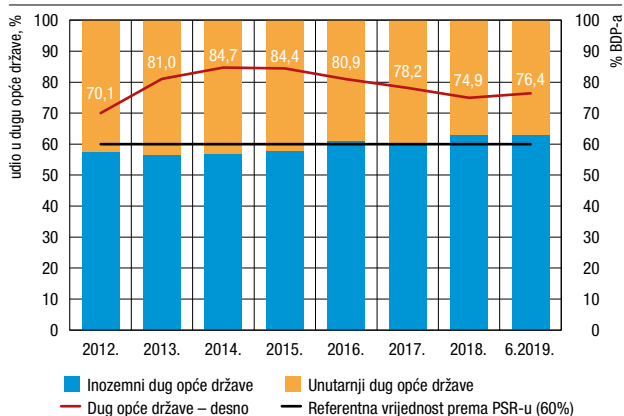
Izvori: Eurostat (izračun HNB-a)

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



Izvori: Eurostat (izračun HNB-a)

Slika 10.4. Dug opće države  
stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju lipnja 2019. upotrijebljen je nominalni BDP u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

Izvor: HNB

koja dospijeva u studenome. Razina javnog duga povećana je i zbog resektorizacije većeg broja statističkih jedinica u sektor opće države (pretežno se to odnosi na uključivanje lučkih uprava, a vrijedi za razdoblje od travnja 2001.). Kada je riječ o ostvarenim izdavanjima vrijednosnih papira, ona su se u prvom polugodištu odvijala pod povoljnim uvjetima i na domaćem i na međunarodnom financijskom tržištu. Tome je pridonijela i ostvarena fiskalna konsolidacija, koja je utjecala na smanjenje percepcije rizičnosti domaćega gospodarstva.



## 11. Upravljanje međunarodnim pričuvama

Međunarodne pričuve nastavile su u prvom polugodištu 2019. pokazivati snažan trend rasta, koji je prisutan od 2017. Upravljanje međunarodnim pričuvama u strateškom je i taktičkom smislu slijedilo ista načela kao i u prethodnim razdobljima te se struktura neto pričuva nastojala u okvirima zadanih ciljeva upravljanja pričuvama optimalno prilagoditi dugom razdoblju niskih i negativnih kamatnih stopa na financijskom tržištu, kao i priljevima i dospijecima u portfeljima neto pričuva. Osnovni cilj upravljanja međunarodnim pričuvama ostao je nepromijenjen, a to je osiguranje visoke razine likvidnosti i sigurnosti međunarodnih pričuva, uz postizanje odgovarajuće razine zarade.

Strategiju i politiku upravljanja međunarodnim pričuvama određuje Savjet HNB-a, pri čemu se precizno definiraju smjernice, kriteriji i limiti glede izloženosti rizicima. U skladu s ciljevima koje je postavio Savjet HNB-a Komisija za upravljanje pričuvama razvija strategije njihova ulaganja te donosi taktičke odluke vodeći računa o tržišnim kretanjima i uzimajući u obzir osnovni cilj upravljanja međunarodnim pričuvama.

HNB upravlja međunarodnim pričuvama ovisno o izvoru njihova formiranja na dva načina: u skladu s vlastitim odrednicama ili u skladu s preuzetim obvezama. Dijelom međunarodnih pričuva koji je formiran otkupom deviza od banaka i MF-a, na osnovi članstva u MMF-u te iz prihoda od ulaganja međunarodnih pričuva i druge imovine koja pripada HNB-u, HNB upravlja u skladu s vlastitim odrednicama (za taj dio pričuva rabi se pojam neto pričuve).

Drugim dijelom pričuva, koji se sastoji od sredstava MF-a, sredstava na osnovi repo ugovora s bankama, na osnovi *swap* intervencija na domaćem deviznom tržištu te na osnovi članstva u MMF-u i druge imovine koja je vlasništvo drugih pravnih osoba, HNB upravlja u skladu s preuzetim obvezama.

### 11.1. Struktura i kretanje međunarodnih pričuva

Međunarodne pričuve HNB-a na dan 30. lipnja 2019. iznosile su 19.880,8 mil. EUR, što je za 2.442,1 mil. EUR, odnosno 14,0% više u odnosu na kraj 2018., kad su iznosile 17.438,8 mil. EUR. U istom su razdoblju neto pričuve porasle za 904,4 mil. EUR, tj. za 5,7%, s razine od 15.820,0 mil. EUR na 16.724,4 mil. EUR.

Na rast međunarodnih pričuva u prvom polugodištu 2019. utjecali su otkup deviza od banaka radi sprječavanja aprecijacijskih pritisaka na tečaj kune i otkup od MF-a, viša razina ugovorenih repo poslova te priljev deviza na račun MF-a.

U strukturi ulaganja međunarodnih pričuva najveći udio na kraju prvog polugodišta 2019. činili su vrijednosni papiri država i državnih institucija, obratni repo ugovori i depoziti kod središnjih banaka.

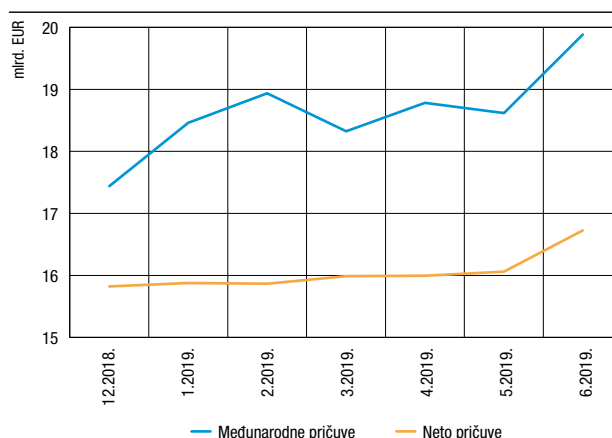
HNB ulaže sredstva kod financijskih institucija i država investicijskoga kreditnog rejtinga, a ocjena kreditne sposobnosti temelji se na rejtinzima koje su objavile međunarodne agencije za procjenu rejtinga (Moody's, Standard & Poor's i Fitch Ratings) te na temelju interno razvijenog modela procjene kreditne sposobnosti.

Kako HNB upravlja međunarodnim pričuvama vodeći se prije svega načelom sigurnosti, ulaganja kod pojedinih financijskih institucija i zemalja te ulaganja u pojedine instrumente

podliježu ograničenjima pa se na taj način diversificira kreditni rizik. Krajem lipnja 2019. oko polovine sredstava međunarodnih pričuva HNB-a bilo je uloženo u države, banke i institucije čiji se kreditni rejting nalazi unutar dva najviša ranga, potom kod BIS-a i MMF-a te u efektivni strani novac u trezoru HNB-a.

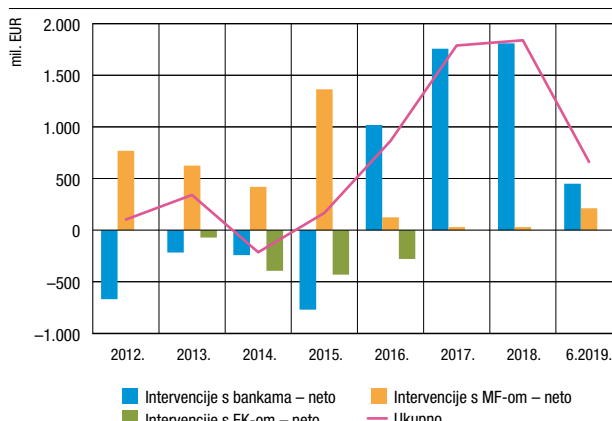
Valutna struktura međunarodnih pričuva u prvom polugodištu 2019. promijenila se u korist američkog dolara, što je bilo posljedica više razine dolarskih sredstava na računu Ministarstva financija te više razine ugovorenih repo poslova u američkim dolarima krajem prvog polugodišta. Tako je udio eura kraja prvog polugodišta 2019. iznosio 80,5%, a na kraju 2018. godine 85,1%. U istom razdoblju udio američkog dolara, koji je na kraju 2018. u međunarodnim pričuvama iznosio 12,7%, povećao se na 17,7%. Udio SDR-a u međunarodnim pričuvama blago se smanjio, s 2,1% na 1,9%.

Slika 11.1. Mjesečno kretanje ukupnih i neto međunarodnih pričuva HNB-a u prvom polugodištu 2019.



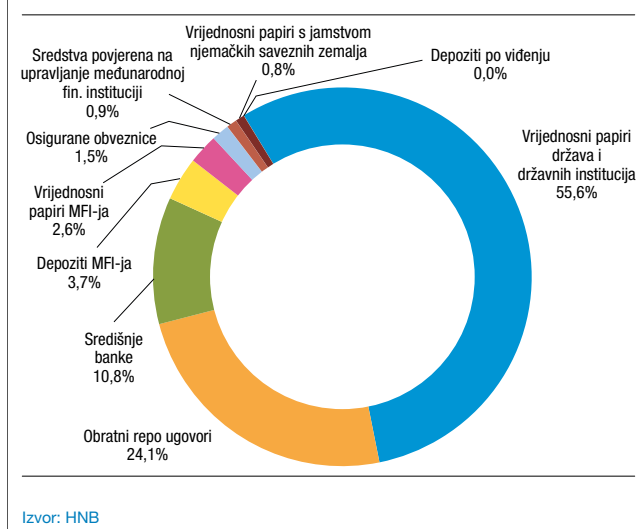
Izvor: HNB

Slika 11.2. Devizne intervencije HNB-a s bankama, EK-om i MF-om u neto iznosima

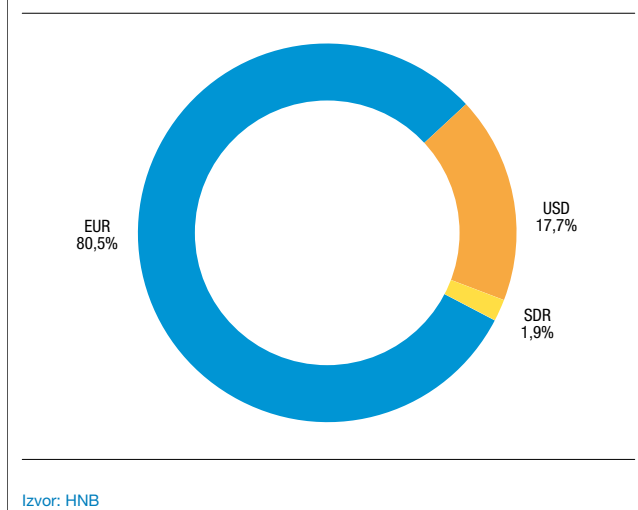


Napomena: Pozitivna vrijednost označuje otkup, a negativna prodaju deviza HNB-a.  
Izvor: HNB

Slika 11.3. Struktura ulaganja međunarodnih pričuva na dan 30. lipnja 2019.



Slika 11.4. Valutna struktura međunarodnih pričuva na dan 30. lipnja 2019.



## 11.2. Financijska tržišta i rezultat upravljanja međunarodnim pričuvama u prvom polugodištu 2019.

Financijska tržišta u prvom polugodištu 2019. obilježio je zaokret od prethodno očekivanog nastavka normalizacije monetarnih politika u uvjetima povećane zabrinutosti glede usporevanja globalnog rasta i potisnute inflacije. Kolebljivosti na financijskim tržištima najviše su pridonosile učestale trgovinske napetosti (posebice između SAD-a i Kine) i neizvjesnosti povezane s njihovim mogućim nepovoljnim utjecajem na svjetske trgovinske tokove. U Europi su dodatnu neizvjesnost unosila politička previranja u vezi s fiskalnom pozicijom Italije, europski parlamentarni izbori i proces Brexita, koji je odgođen za kraj listopada 2019.

Europska središnja banka kamatne je stope ostavila nepromijenjenima, ali je osnažila akomodativnu retoriku i produljila horizont zadržavanja niskih kamatnih stopa. Prinosi gotovo

svih europskih državnih vrijednosnih papira pali su u prvom polugodištu 2019. pa je više od polovine državnih vrijednosnih papira zemalja članica europodručja nosilo negativan prinos. Njemačka krivulja prinosa nalazila se krajem lipnja u negativnom području za sva dospijeca do dvadeset godina.

Američka središnja banka prekinula je ciklus podizanja referentnih kamatnih stopa te najavila buduće labavljenje monetarne politike. Američki prinosi u prvom polugodištu 2019. znatno su se spustili duž cijele krivulje, a prosječan je pad iznosio oko 60 baznih bodova. Pritom se krivulja invertirala odnosno prinos na desetogodišnju obveznicu spustio se ispod prinosa tromjesečnoga trezorskog zapisa.

Međunarodne pričuve kojima HNB upravlja u skladu s vlastitim odrednicama sastoje se od portfelja za trgovanje, investicijskih portfelja, sredstava povjerenih na upravljanje vanjskom upravitelju te efektivnoga stranog novca u trezoru.

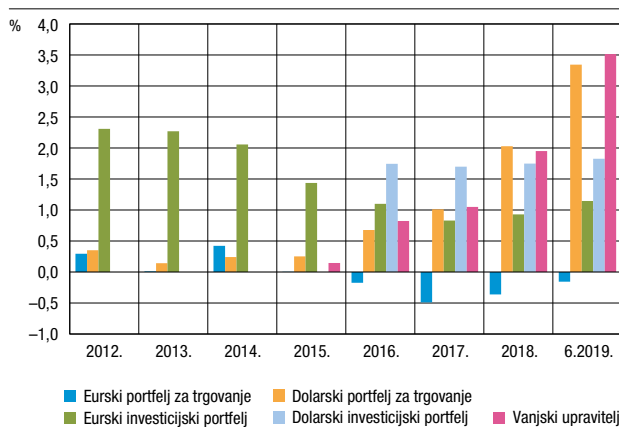
Ukupno je ulaganjima neto međunarodnih pričuva u prvih šest mjeseci 2019. ostvaren prihod od 48,7 mil. EUR ili 361,4 mil. kuna.

Unatoč negativnim stopama eurskog dijela krivulje cjelokupnim eurskim portfeljem neto pričuva ostvarena je u prvom polugodištu 2019. godišnja stopa povrata od 0,31%, dok je stopa povrata za cjelokupni dolarski portfelj iznosila 2,57% na godišnjoj razini. Ako se promatraju zasebno trgovinski i investicijski portfelji, onda je eurskim portfeljem za trgovanje u prvom polugodištu 2019. ostvarena godišnja stopa povrata od -0,16%, dok je dolarski portfelj za trgovanje imao godišnju stopu povrata od 3,35%. Eurski investicijski portfelj u prvih šest mjeseci 2019. ostvario je povrat od 1,15% na godišnjoj razini, a dolarski od 1,83%, također na godišnjoj razini.

Portfelji za trgovanje, koji čine oko 59% neto pričuva, kratkog su prosječnog dospijeca i služe kao izvor likvidnosti. Investicijski portfelji, koji čine oko 37% neto pričuva, duljeg su prosječnog dospijeca i služe kao izvor stabilnijih dugoročnijih prihoda.

Dolarska sredstva povjerena na upravljanje međunarodnoj financijskoj instituciji ostvarila su u prvom polugodištu 2019. godišnju stopu povrata od 3,51%. Ona su omogućila dodatnu diversifikaciju i razmjenu znanja na području upravljanja financijskim ulaganjima.

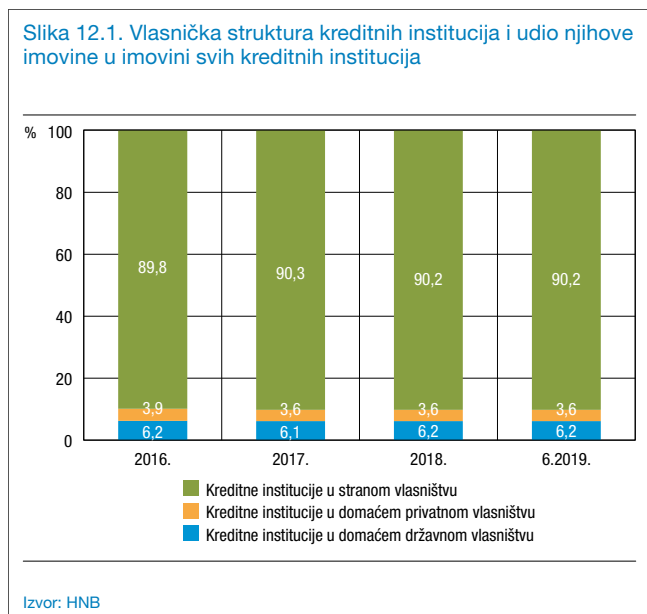
Slika 11.5. Godišnje stope povrata deviznih portfelja HNB-a od 2012. do prvog polugodišta 2019.



## 12. Poslovanje kreditnih institucija

U prvoj polovini 2019. nastavio se blagi trend smanjivanja broja kreditnih institucija, prisutan od 2010. Broj kreditnih institucija smanjio se za jedan nakon pripajanja Jadranske banke d.d. Hrvatskoj poštanskoj banci d.d., pa je na kraju lipnja 2019. u Republici Hrvatskoj poslovalo 20 banaka i četiri stambene štedionice. Poslovala je također jedna podružnica kreditne institucije iz EU-a, dok je oko 190 institucija iz EU-a (i Europskoga gospodarskog prostora) obavijestilo HNB o namjeri neposrednog pružanja uzajamno priznatih usluga na području RH.<sup>24</sup>

Smanjivanjem broja kreditnih institucija povećava se razina pokazatelja koncentracije bankovnog sustava. Taj utjecaj vidljiv je u dugogodišnjem uzlaznom trendu Herfindahl-Hirschmanova indeksa (HHI) za imovinu, koji se osobito ubrzao u 2018., a dodatnim povećanjem u prvoj polovini 2019. dosegnuo je vrijednost od 1.638. No, premda povećan, HHI i dalje upućuje na umjerenu koncentriranost tržišta. Sustavom su i nadalje dominirale kreditne institucije u stranom vlasništvu, na koje se odnosilo 90,2% ukupne imovine kreditnih institucija. Jednaki udio odnosio se i na imovinu OSV banaka<sup>25</sup>, a imovina ostalih banaka imala je udio u visini od 8,5% ukupne imovine kreditnih institucija. Preostalih 1,4% odnosilo se na imovinu stambenih štedionica.

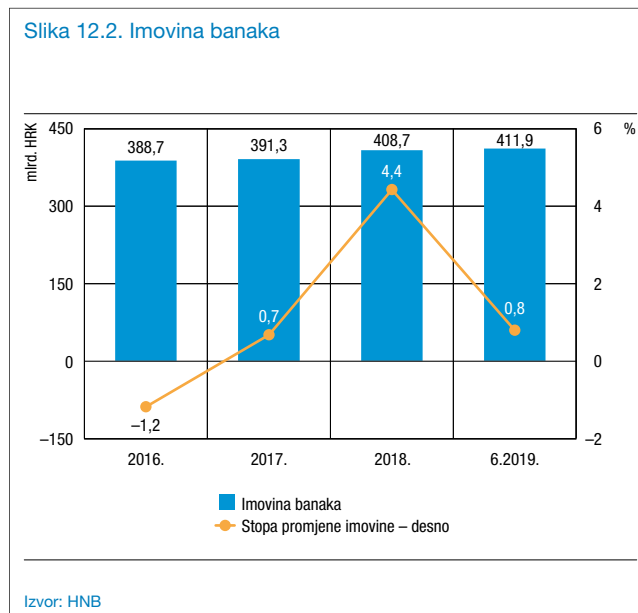


### 12.1. Banke

Na kraju prve polovine 2019. imovina banaka iznosila je 411,9 mlrd. kuna, što je u odnosu na kraj 2018. povećanje za 3,2 mlrd. kuna (0,8%, Slika 12.2.).<sup>26</sup> Povećanje je najviše

rezultat većih ulaganja u vrijednosne papire, pri čemu su zamjetno porasla ulaganja u vrijednosne papire domaće središnje države, i to u obveznice RH i trezorske zapise MF-a. U strukturi imovine time se povećao udio vrijednosnih papira na 14,9%. Važnost tih ulaganja, uz ostale visokolikvidne stavke, ogledala se također u nadalje visokim vrijednostima pokazatelja kratkoročne likvidnosne pokrivenosti, LCR-a (165,0% na kraju prve polovine 2019., Slika 12.3.). Sredstva na računima za namiru kod HNB-a, u skladu s uobičajenim sezonskim kretanjima vezanim uz pripremu turističke sezone, djelomično su se pretila na račune gotovine, a depoziti kod inozemnih financijskih institucija smanjili su se.

Udio ključne stavke imovine banaka, odnosno neto kredita, smanjio se na 57,9%, odnosno na najniži udio u posljednjih petnaest godina. Posljedica je to snažnije promjene ostalih važnijih oblika imovine, osobito spomenutog porasta vrijednosnih papira, ali i slabog povećanja danih kredita. U odnosu na kraj 2018. njihov iznos porastao je samo za 0,5%, što je rezultat nešto izraženijih suprotnih kretanja kod pojedinih sektora. Najveći utjecaj na ukupnu promjenu imao je nastavak jačanja kreditne aktivnosti usmjerene prema stanovništvu, osobito putem gotovinskih nenamjenskih kredita. Kontinuiranim višegodišnjim rastom gotovinski nenamjenski krediti dosegli su petinu ukupnih danih kredita banaka, te se na kraju prve polovine 2019. njihov udio u ukupnim kreditima približio najzastupljenijim stambenim kreditima. Radi ublažavanja potencijalnih rizika koji proizlaze iz prekomjernoga kreditnog rasta nestambenih kredita potrošačima, HNB je izdao preporuke kreditnim institucijama<sup>27</sup>, kojima preporučuje da bi trebale uspostaviti strože uvjete dugoročnoga gotovinskoga nenamjenskoga kreditiranja



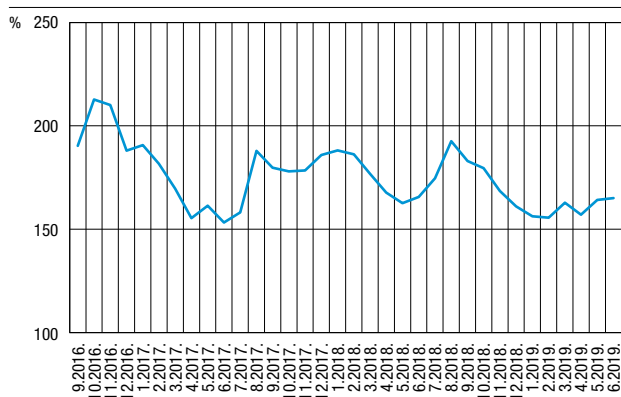
24 Ažurne informacije o kreditnim institucijama koje posluju na području Republike Hrvatske mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

25 Ostale sistemski važne (OSV) kreditne institucije jesu institucije kod kojih poremećaj u poslovanju ili prestanak poslovanja mogu dovesti do sistemskog rizika u Republici Hrvatskoj. Informacije o posljednjem preispitivanju utvrđivanja OSV kreditnih institucija mogu se pronaći na ovoj [poveznici](#).

26 Više podataka o poslovanju kreditnih institucija može se pronaći na ovoj [poveznici](#).

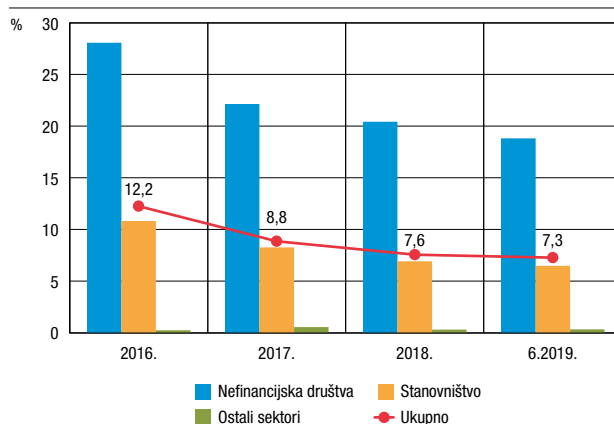
27 [Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima](#)

Slika 12.3. Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR)



Izvor: HNB

Slika 12.4. Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima banaka



Izvor: HNB

te evidenciju o instrumentima osiguranja i drugim podacima o kreditu. Osim toga, kreditnim su institucijama izražena i supervizorska očekivanja HNB-a o adekvatnom uključivanju rizika koji proizlaze iz te vrste kreditiranja u proces procjene adekvatnosti internoga kapitala kreditnih institucija (engl. *Internal Capital Adequacy Assessment Process* ili, skraćeno, ICAAP). Povećanju kredita nefinancijskim društvima najviše je pridonio daljnji trend kreditiranja djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Krediti ostalim sektorima smanjili su se, najviše središnjoj državi. Kreditiranje u kunama nastavilo se, a osobit utjecaj na to kretanje imali su gotovinski nenamjenski krediti stanovništvu. Udio kunske sastavnice u ukupnim kreditima tom sektoru porastao je na 54,9%.

Povećanje imovine banaka djelomično je bilo i rezultat regulativnih promjena. Naime, od 1. siječnja 2019. započela je primjena Međunarodnog standarda financijskog izvještavanja 16 – Najmovi, kojim je promijenjen tretman operativnog najma u knjigama najmoprimaca. Analiza njegova inicijalnog učinka pokazala je da je po toj osnovi imovina banaka na poziciji materijalne imovine porasla za 1,3 mlrd. kuna, a u istom iznosu porasle su i obveze po najmu.

Kvaliteta izloženosti kreditnom riziku popravila se.<sup>28</sup> To se prije svega odnosi na kvalitetu ukupne izloženosti, kod koje se udio neprihodujućih izloženosti (engl. *Non-performing exposures ratio*) smanjio sa 7,1% na kraju 2018. na 6,2% na kraju prve polovine 2019.<sup>29</sup> Pad tog pokazatelja posljedica je smanjenja neprihodujućih izloženosti, pri čemu je ključan bio utjecaj provedbe nagodbe koncerna Agrokor.

Nešto blaže poboljšanje kvalitete odnosilo se i na portfelj kredita, kod kojeg se vrijednost relativnog pokazatelja kvalitete

(engl. *Non-performing loans ratio*; udio NPL-ova) smanjila sa 7,6% na 7,3% (Slika 12.4.).<sup>30</sup> Pretežiti utjecaj na kretanje pokazatelja imalo je smanjenje neprihodujućih kredita kod nefinancijskih društava, kod kojih je udio NPL-ova iznosio 18,8%. Najveći dio neprihodujućih kredita u sektoru nefinancijskih društava odnosio se na prerađivačku industriju. Udio NPL-ova kod sektora stanovništva smanjio se na 6,5%, a manji doprinos ukupnom kretanju te smanjenju neprihodujućih izloženosti kod obaju spomenutih sektora dale su prodaje potraživanja, koje su u prvoj polovini 2019. iznosile 0,5 mlrd. kuna. Ukupan iznos prodanih potraživanja zamjetno je niži negoli prethodnih godina, u kojima su te aktivnosti bile ključan alat u procesu smanjivanja neprihodujućih izloženosti.

Pad razine gubitaka po neprihodujućim izloženostima (odnosno pokrivenosti neprihodujućih kredita umanjnjima vrijednosti) prekinuo se (Slika 12.5.). Pokazatelj pokrivenosti povećao se na visokih 60,9%, zbog utjecaja njegova povećanja kod sektora stanovništva.

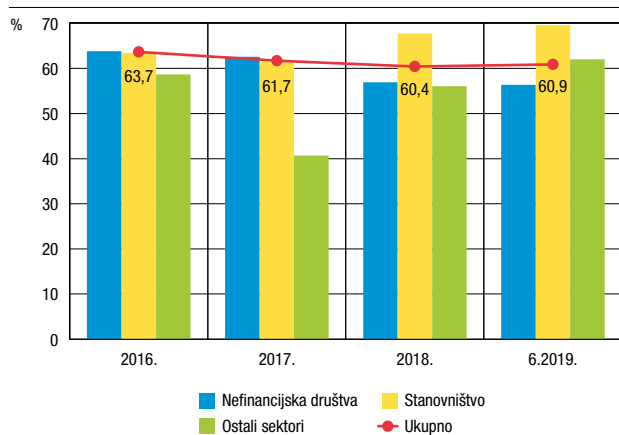
U odnosu na kraj 2018. ukupni primljeni depoziti neznatno su se smanjili (0,4%), a zamjetljiva kretanja u njihovoj ročnoj strukturi pretežito su posljedica daljnjeg prelijevanja oročenih depozita stanovništva u depozite na transakcijskim računima. Tom kretanju zasigurno pridonosi okružje niskih kamatnih stopa na oročenu štednju. Dugogodišnji trend opadanja udjela oročenih depozita u ukupnim depozitima banaka nastavio se, te je na kraju prve polovine 2019. iznosio 40,3%, najmanje do sada. Zbog toga se udio depozita na transakcijskim računima nadalje povećavao te je dosegao 54,2%, što je rezultiralo promjenom valutne strukture ukupnih depozita, te su kunski depoziti porasli na 45,1%.

28 Metodologija praćenja kvalitete izloženosti kreditnom riziku od lipnja 2019. zasniva se na primjeni pokazatelja koji su definirani na razini EU-a te koje upotrebljavaju Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo i Europska središnja banka. Ti se pokazatelji izračunavaju na osnovi podataka iz izvještaja propisanih Provedbenom uredbom Komisije (EU) br. 680/2014 o utvrđivanju provedbenih tehničkih standarda o nadzornom izvješćivanju institucija u skladu s Uredbom (EU) br. 575/2013 (tzv. FINREP). Prethodna metodologija praćenja kvalitete izloženosti kreditnom riziku bila je zasnovana na nacionalnom popisu o klasifikaciji izloženosti. Serija pokazatelja prikazana na slikama 12.4. i 12.5. korigirana je u skladu s izmijenjenom metodologijom.

29 Neprihodujuće izloženosti jesu izloženosti koje ispunjavaju bilo koji od sljedećih kriterija: a) značajne izloženosti koje su dospjele više od 90 dana; b) ocjenjuje se da nije vjerojatno da će dužnik u cijelosti otplatiti svoje kreditne obveze bez realizacije naplate iz kolaterala, neovisno o postojanju dospjelih iznosa ili broju dana od dospijeca.

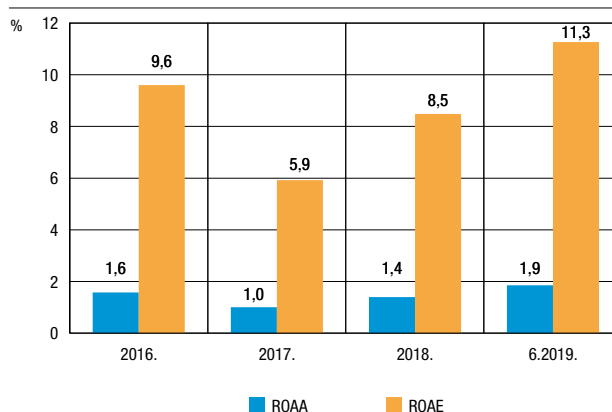
30 U analizi kvalitete izloženosti kreditnom riziku pojam krediti upotrebljava se kao skraćeni izraz za kategoriju instrumenata financijske imovine *Kredit i predujmovi*, a obuhvaća dužničke instrumente koji nisu vrijednosni papiri te koji se ne drže radi trgovanja.

Slika 12.5. Pokrivenost neprihodujućih kredita umanjenjima vrijednosti



Izvor: HNB

Slika 12.6. Profitabilnost prosječne imovine (ROAA) i prosječnoga kapitala (ROAE) banaka

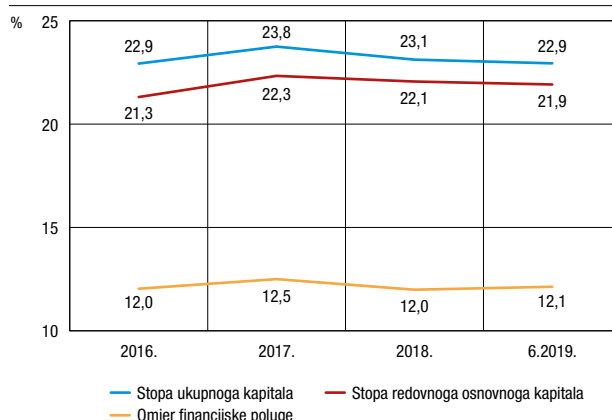


Izvor: HNB

Tijekom prve polovine 2019. dobit banaka (prije oporezivanja) iznosila je 3,8 mlrd. kuna, što je porast za 10,0% u odnosu na dobit ostvarenu u istom razdoblju prošle godine. S povećanjem dobiti porasli su pokazatelji profitabilnosti ROAA (prinos na prosječnu imovinu, engl. *Return on Average Assets*) i ROAE (prinos na prosječni kapital, engl. *Return on Average Equity*) te su iznosili 1,9% i 11,3% (Slika 12.6.). Povećanje dobiti može se objasniti porastom nekamatnih prihoda, i to najviše prihoda od dividendi, a potom i manjim troškovima umanjenja vrijednosti i rezervacija. Osnovni izvor prihoda banaka, odnosno kamatni prihod, nastavio se smanjivati na osnovi gotovo svih oblika financijske imovine, a ključan pritom bio je pad kamatnih prihoda od kredita. Na to kretanje i dalje zamjetno utječu učinci baznog razdoblja, tj. prve polovine 2018., u kojoj je pod povoljnijim uvjetima provedeno refinanciranje cestovnog sektora. Porasli su samo kamatni prihodi od gotovinskih nenamjenskih kredita stanovništvu i dosegli gotovo trećinu ukupnih kamatnih prihoda od kredita, što je osjetno više od njihova udjela u kreditnom portfelju. Zahvaljujući daljnjim uštedama na troškovima izvora financiranja koje se mogu pripisati promjeni u strukturi depozita i padu kamatnih stopa, banke su ipak ostvarile neznatno veći neto kamatni prihod (0,5%), a mali utjecaj na povećanje dobiti imao je i rast neto prihoda od provizija i naknada (2,2%). Stoga je ukupan neto prihod banaka porastao, a s obzirom na stagnaciju općih troškova poslovanja oporavila se troškovna efikasnost njihova poslovanja. Pokazatelj opterećenosti neto prihoda općim troškovima (engl. *cost-to-income ratio*, CIR) smanjio se i iznosio je 46,8%, pri čemu ključan utjecaj na visinu tog pokazatelja, jednako kao i na visinu pokazatelja profitabilnosti, imaju vodeće banke.

Dobit ostvarena u prvoj polovini 2019. te rast akumulirane ostale sveobuhvatne dobiti gotovo u cijelosti su amortizirali isplatu dividendi, u koju su osim glavnine prošlogodišnje dobiti banke usmjerile i dio zadržane dobiti. Povećanje akumulirane ostale sveobuhvatne dobiti povezano je sa strukturom portfelja vrijednosnih papira, u kojoj dominira portfelj financijske

Slika 12.7. Ključni pokazatelji kapitaliziranosti banaka



Izvor: HNB

imovine koji se vrednuje kroz ostalu sveobuhvatnu dobit, a u kojem većinski udio čine obveznice RH. Poboljšanje kreditnog rejtinga RH i s time povezan rast cijena obveznica stoga su povoljno utjecali na visinu te dobiti, a naposljetku i na regulatorni kapital, koji je porastao za 1,7%. No, relativno snažniji porast ukupne izloženosti rizicima (2,4%), od kojeg se glavni odnosila na rast kreditnog rizika, rezultirao je padom stope ukupnoga kapitala, na 22,9% (Slika 12.7.). Unatoč smanjenju tog pokazatelja visina stope ukupnoga kapitala, zajedno s neiskorištenim kapitalom u visini od 30,0% regulatornoga kapitala te financijskom polugom u visini od 12,0% (koja višestruko nadmašuje zamišljeni minimum), i nadalje upućuje na visoku kapitaliziranost bankovnog sustava.<sup>31</sup> Prosječni ponder kreditnog rizika neznatno je porastao, na 49,4%, pod utjecajem rasta izloženosti koje se ponderiraju višim ponderima rizika.

31 Uredbom (EU) 2019/876 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 575/2013 propisuje se novi zahtjev za omjer financijske poluge u iznosu od 3%, uz iznimke za određene poslovne modele i poslovne linije, izračunat kao omjer osnovnoga kapitala i mjere ukupne izloženosti institucije. Ta Uredba primjenjuje se od 28. lipnja 2021. uz neke iznimke ranije ili kasnije primjene.

## 12.2. Stambene štedionice

U prvoj polovini 2019. imovina stambenih štedionica porasla je za 3,6%. Pritom se povećanje uglavnom odnosilo na porast stambenih kredita, za 5,1%. Depoziti stambenih štediša porasli su samo za 1,8%, a njihov slabi rast djelomično može biti posljedica daljnjeg smanjenja državnih poticajnih sredstava za stambenu štednju.<sup>32</sup> Uobičajeno dobra kvaliteta kredita znatno se poboljšala smanjenjem udjela neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima, na 1,3%. Dobit stambenih štedionica

zamjetno je porasla u odnosu na isto razdoblje prošle godine (50,9%), gotovo isključivo zbog spomenutog poboljšanja kreditnog rejtinga RH te posljedičnog rasta cijene obveznica RH u kojima stambene štedionice drže svoje viškove likvidnosti. ROAA i ROAE time su se oporavili i iznosili su 0,4% i 4,1%. Blago se poboljšala i troškovna efikasnost, premda je i nadalje znatan dio ukupnoga neto prihoda stambenih štedionica opterećen općim troškovima poslovanja, na što upućuje vrijednost pokazatelja CIR od 80,1%. Stopa ukupnoga kapitala porasla je, na visokih 25,2%.

<sup>32</sup> Odlukom o iznosu državnih poticajnih sredstava za stambenu štednju prikupljenu u 2019. godini propisana je visina državnih poticajnih sredstava od 1,2%, odnosno najviše 60 kuna po stambenom štediši (NN, br. 4/2019.). Za usporedbu, državna poticajna sredstva za 1998., godinu u kojoj je uvedena stambena štednja, iznosila su 25%, odnosno najviše 1.250 kuna.

## Kratice i znakovi

### Kratice

BDP	–	bruto domaći proizvod
BDV	–	bruto dodana vrijednost
BZ	–	blagajnički zapisi
CHF	–	švicarski franak
CNY	–	juan renminbi
DZS	–	Državni zavod za statistiku
EBA	–	Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo
EEA	–	European Economic Area
ESB	–	Europska središnja banka
EU	–	Europska unija
EUR	–	euro
Fed	–	američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i> )
fik.	–	fiksni
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
HZMO	–	Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ	–	Hrvatski zavod za zapošljavanje
Ina	–	Industrija nafte d.d.
JPY	–	jen
MF	–	Ministarstvo financija
mil.	–	milijun
mlrd.	–	milijarda
NKD	–	Nacionalna klasifikacija djelatnosti
NRP	–	neto raspoložive pričuve
RH	–	Republika Hrvatska
ROAA	–	profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>Return on Average Assets</i> )
ROAE	–	profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>Return on Average Equity</i> )
SAD	–	Sjedinjene Američke Države
SDR	–	posebna prava vučenja
SMTK	–	Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija
tis.	–	tisuća
T-HT	–	Hrvatske telekomunikacije d.d.
USD	–	američki dolar
UFPIM	–	usluge financijskog posredovanja indirektno mjerene
VIKR	–	valutno inducirani kreditni rizik
ZOKI	–	Zakon o kreditnim institucijama

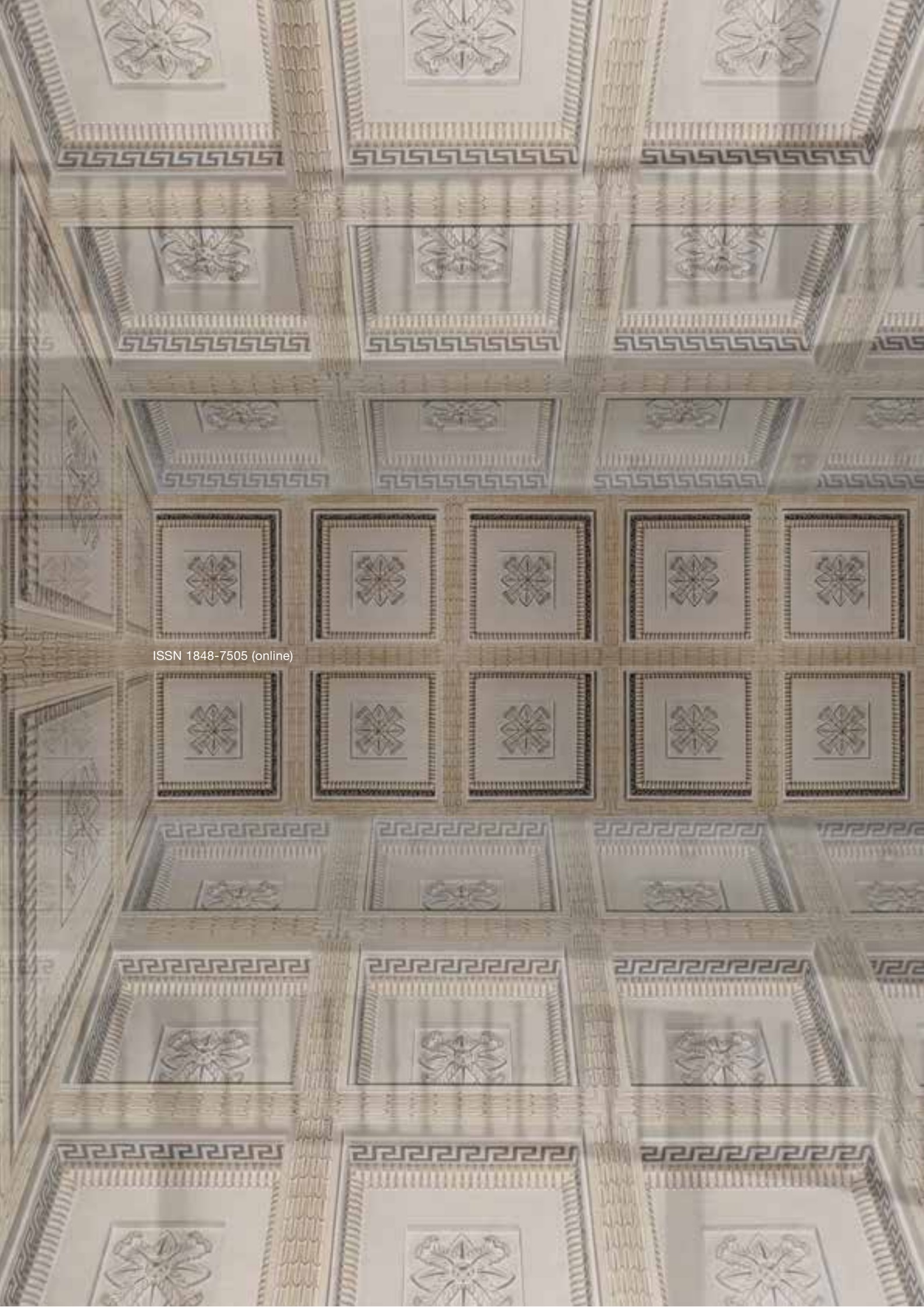
### Znakovi

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









ISSN 1848-7505 (online)