

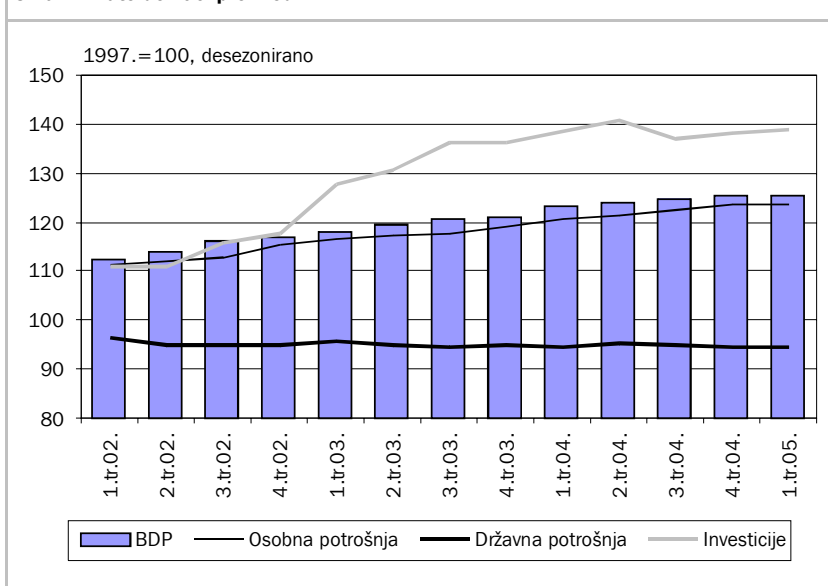
I. Naznake snažnog oporavka u drugom tromjesečju

Rast BDP-a u prvom tromjesečju 1,8 posto

Bruto domaći proizvod Republike Hrvatske je u prvom tromjesečju 2005. godine porastao za 1,8 posto u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Ostvarena međugodišnja stopa gospodarskog rasta najniža je stopa od recesije iz 1999. godine, čime su se potvrdila predviđanja o usporavanju gospodarske aktivnosti početkom ove godine. Ipak, prema posljednjim podacima o kretanju aktivnosti u pojedinim djelatnostima (prije svih u industriji, ali i u trgovini na malo), u drugom se tromjesečju može očekivati prilično snažan oporavak ukupne gospodarske aktivnosti.

Osobna potrošnja je u prvom tromjesečju 2005. godine porasla na međugodišnjoj razini za 2,4 posto. Iako je ostvarena stopa rasta nešto veća nego kod ostalih komponenti bruto domaćeg proizvoda u prvom tromjesečju 2005., to je ujedno najniža stopa rasta osobne potrošnje od trećeg tromjesečja 2001. godine. Desezonirani podaci čak pokazuju da osobna potrošnja stagnira od kraja prošle godine. Unatoč slabljenju, ona je dala najveći doprinos ukupnom gospodarskom rastu promatrano na međugodišnjoj razini. Povećanje osobne potrošnje bi samo za sebe donijelo porast bruto domaćeg proizvoda od 1,5 posto, a da su u isto vrijeme sve druge komponente bruto domaćeg proizvoda ostale na razini kao u istom razdoblju prethodne godine.

Slika 1. **Bruto domaći proizvod**



Izvor za originalne podatke: Državni zavod za statistiku.

Investicije su u prvom tromjesečju 2005. godine porasle za 0,3 posto na međugodišnjoj razini, što je također najniža stopa rasta u posljednjih nekoliko godina. Na ovakvo kretanje najveći je utjecaj imao pad obujma građevinskih radova. U prva četiri mjeseca 2005. građevinski radovi su manji za 6,6 posto u odnosu na isto promatrano razdoblje prethodne godine. Desezonirani podaci o kretanju investicija su malo manje «okrutni», te čak ukazuju na blagi oporavak u odnosu na kraj prethodne godine. U prvom je tromjesečju 2005. zabilježen porast zaliha za 15,6 posto na međugodišnjoj razini, što je vjerojatno posljedica snažnijeg usporavanja od očekivanja gospodarskih subjekata.

Državna je potrošnja početkom godine ponovo zabilježila negativnu međugodišnju stopu rasta, -0,1 posto. Desezonirani podaci pokazuju da je time nastavljen trend blagog pada potrošnje države koji je, uz povremene oscilacije, prisutan u posljednje četiri godine. Time se nastavlja prelijevanje učinaka konsolidacije državnih financija na smanjenje realne potrošnje.

Tablica 1. Glavni ekonomski pokazatelji				
	2003.	2004.	2005.	
REALNA GOSPODARSKA AKTIVNOST				
Bruto domaći proizvod, realni (%-tna promjena)	4,3	3,8	1,8	siječanj-ožujak
Industrijska proizvodnja, fizički obujam (%-tna promjena)	4,1	3,6	4,7	siječanj-lipanj
Trgovina na malo, realni promet (%-tna promjena)	6,1	2,7	2,2	siječanj-svibanj
Građevinarstvo, fizički obujam (%-tna promjena)	22,9	2,0	-6,6	siječanj-svibanj
Turizam, noćenja (%-tna promjena)	4,3	2,0	2,7	siječanj-svibanj
ZAPOSLENOST, PLAĆE I CIJENE				
Stopa registrirane nezaposlenosti	19,1	18,0	18,0	svibanj
Neto plaća (%-tna promjena)	5,9	5,9	3,8	travanj
Potrošačke cijene (%-tna promjena)	1,5	2,1	2,9	lipanj
VANJSKOTRGOVINSKA RAZMJENA				
Izvoz roba, USD (%-tna promjena)	25,7	29,7	11,6	siječanj-svibanj
Izvoz roba i usluga, USD (%-tna promjena)	41,2	19,3	6,4	siječanj-ožujak
Uvoz roba, USD (%-tna promjena)	32,4	16,7	14,6	siječanj-svibanj
Uvoz roba i usluga, USD (%-tna promjena)	31,6	17,3	9,9	siječanj-ožujak
PRORAČUN, KAMATNE STOPE I TEČAJ				
Saldo konsolidiranog proračuna (sred. država, mlrd. kuna)	-9,38	-5,74	-5,48	siječanj-ožujak
Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite bez valutne klauzule (kraj razdoblja, u % na godišnjoj razini)	11,80	11,71	11,79	travanj
ZIBOR (prekonoćni krediti, u % na god. razini, kraj razdoblja)	6,67	2,04	3,20	lipanj
Tečaj EUR (kraj razdoblja)	7,65	7,67	7,31	lipanj
Tečaj USD (kraj razdoblja)	6,12	5,64	6,06	lipanj

Napomena: Postotne promjene su u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Ministarstvo financija RH i www.infoforum.hr.

Realni je izvoz roba i usluga, prema podacima iz statistike nacionalnih računa, u prvom tromjesečju 2005. godine porastao za 1,0 posto u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, dok je uvoz roba i usluga porastao za 2,1 posto. Nakon što smo u posljednje dvije godine navikli na visoke međugodišnje stope rasta izvoza, početkom ove godine došlo je do usporavanja njegovog rasta. Štoviše, prema desezoniranim podacima o kretanju iz tromjesečja u tromjesečje izvoz roba i usluga zabilježio je manji pad u odnosu na prethodno tromjesečje. Desezonirane vrijednosti uvoza roba i usluga ostale su u prvom tromjesečju približno na razini s kraja prošle godine. Na taj se način i izvoz i uvoz uklapaju u sliku usporene gospodarske dinamike početkom ove godine.

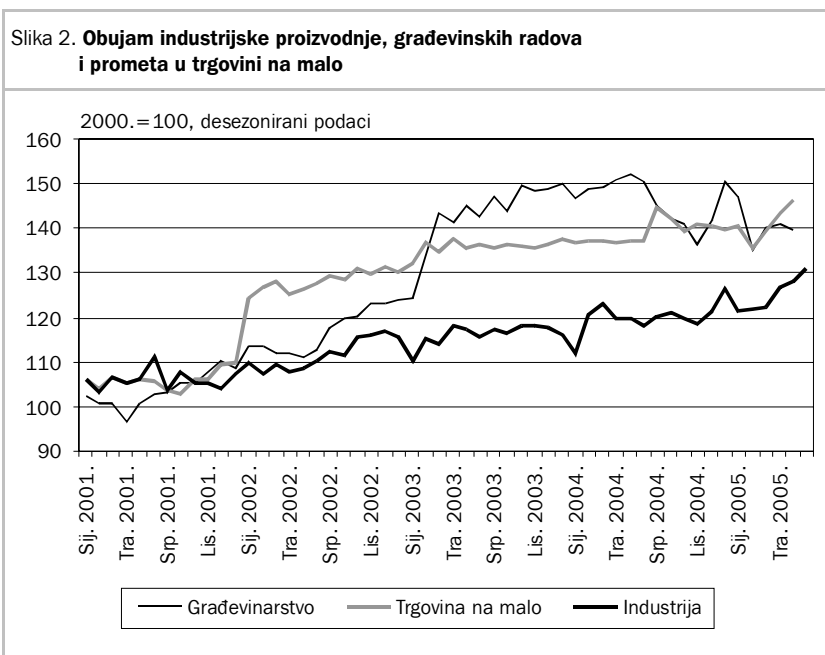
U prvih pet mjeseci podbacio izvoz brodova

Podaci statistike robne razmjene s inozemstvom dostupni su na mjesečnoj razini, i u pravilu su raspoloživi nekoliko mjeseci ranije nego podaci iz statistike nacionalnih računa. Tako su podaci za robni izvoz i uvoz dostupni već za prvih pet mjeseci 2005. Oni pokazuju da je u prvih pet mjeseci ove godine, za razliku od prošle godine, uvoz roba rastao brže od izvoza što je utjecalo na postizanje vanjskotrgovinskog robnog deficita u iznosu od čak 22,2 milijarde kuna, što je 9,5 posto više nego u isto vrijeme prethodne godine. Izvoz je u prvih pet mjeseci ove godine bio za 4,0 posto veći u odnosu na isto razdoblje prošle godine (mjereno u kunama prema tekućim cijenama). Glavni razlog usporavanja rasta izvoza nalazi se u znatno slabijem izvozu brodova (za čak 41 posto u prvih pet mjeseci ove godine u odnosu na isto razdoblje prethodne godine) dok je izvoz ostalih proizvoda rastao po razmjerno visokim stopama. Tako je izvoz hrane povećan za 30,7 posto, pri čemu izvoz šećera i proizvoda od šećera za 264,3 posto. S druge strane, uvoz je u prvih pet mjeseci porastao za 6,8 posto (u kunama) u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Takvo kretanje uvoza rezultat je snažnog rasta uvoza mineralnih goriva i maziva (51,8 posto), a pogotovo električne energije za 61,4 posto, što je većim dijelom uzrokovano snažnim rastom cijena nafte na svjetskim tržištima. Pokrivenost uvoza izvozom iznosila je na kraju prvih pet mjeseci ove godine 47,3 posto.

Snažan rast industrijske proizvodnje u drugom tromjesečju

Nakon usporavanja aktivnosti u industrijskoj proizvodnji u prvom tromjesečju ove godine, u travnju je uspostavljen trend snažnog rasta koji je nastavljen u svibnju i lipnju. Tako je u prvom tromjesečju ove godine proizvodnja porasla za 0,2 posto na međugodišnjoj razini, a u drugom iznimno visokih 16,4 posto. Isti je trend prisutan i u prerađivačkoj industriji, koja je najvažnija sastavnica ukupne industrijske proizvodnje. Ovakva su kretanja značajnim dijelom uvjetovana trendovima u proizvodnji hrane i pića te u području izdavačke i tiskarske djelatnosti. Proizvodnja hrane i pića u prvom tromjesečju bilježi neznatan rast na međugodišnjoj razini, koji je dijelom posljedično vezan uz liberalizaciju domaćeg

tržišta odnosno uz sve veći uvoz prehrambenih proizvoda. Ipak, drugo tromjesečje donosi oporavak ove djelatnosti koji je uz snažan rast izdavačke i tiskarske djelatnosti pozitivno utjecao na kretanje ukupne industrijske proizvodnje.



Izvor za originalne podatke: Državni zavod za statistiku.

Stagnacija umjesto oporavka građevinske aktivnosti

Trend pada građevinskih aktivnosti, posebice izražen u veljači ove godine zaustavljen je u ožujku, da bi u travnju i svibnju došlo do stagniranja aktivnosti. Desezonirani podaci ukazuju da je obujam građevinskih radova u svibnju manji za 5,3 posto u odnosu na siječanj. U prvih pet mjeseci ove godine zabilježen je pad aktivnosti za 6,6 posto u odnosu na isto razdoblje 2004. godine. Ovakva kretanja su djelomično i očekivana, budući da se usporavanje cestogradnje snažno odrazilo i na ukupna kretanja u građevinarstvu. Međutim, u drugom su tromjesečju izvođeni završni radovi na auto-cesti Zagreb-Split, tako da se očekivalo da će oni

donijeti snažniji oporavak građevinske aktivnosti, koji je za sada izostao. Zasižno je da će dinamika građevinskih aktivnosti u narednim mjesecima znatno ovisiti o državnom financiranju izgradnje novih dionica cesta predviđenih u razdoblju od 2005. do 2008. godine. Ukoliko bi izostala značajnija ulaganja, buduća kretanja bi mogla biti obilježena silaznim trendom budući da je već dostignuta razmjerno visoka razina aktivnosti.

Povećana prodaja motornih vozila

Nakon usporavanja trgovine na malo u prva dva mjeseca ove godine, u ožujku, travnju i svibnju je došlo do snažnog rasta realnog prometa. U odnosu na isti mjesec 2004. godine realni promet je u svibnju bio veći 6,8 posto, dok je u odnosu na travanj ove godine promet bio veći 2 posto. Promatrajući kumulativno prvih pet mjeseci ove godine realni promet u trgovini na malo porastao je 2,2 posto u odnosu na isto razdoblje 2004. godine. Rast prodaje posebno je izražen kod trgovine motornim gorivima i mazivima, što bi se moglo pripisati povećanju cijena nafte i naftnih derivata kao i većem broju osobnih automobila u odnosu na prethodne godine. Pored toga, rast prodaje u trgovini na malo značajnim je dijelom uvjetovan i oporavkom prodaje motornih vozila kao i porastom prodaje u nespecijaliziranim prodavaonicama živežnim namirnicama.

Rast turističkih noćenja inozemnih gostiju

Podaci o broju dolazaka i noćenja turista u prvih pet mjeseci ove godine ukazuju na rast aktivnosti u ovoj djelatnosti. U tom je razdoblju ostvareno 2,5 posto više dolazaka i 2,7 posto više noćenja turista u komercijalnim smještajnim objektima u odnosu na isto razdoblje 2004. godine. Pri tome je zabilježen pad noćenja domaćih gostiju za 2,1 posto, dok su noćenja stranih gostiju porasla 4,2 posto. Domaći turisti su ostvarili 22,7 posto noćenja, a strani 77,3 posto. U strukturi noćenja stranih turista najviše noćenja ostvarili su turisti iz Njemačke - 34 posto, Austrije - 13 posto, Francuske - 9 posto, Slovenije - 8,5 posto. Dobar početak turističke sezone ispunio je očekivanja temeljena na pojačanom interesu za Hrvatsku na međunarodnim turističkim sajmovima.

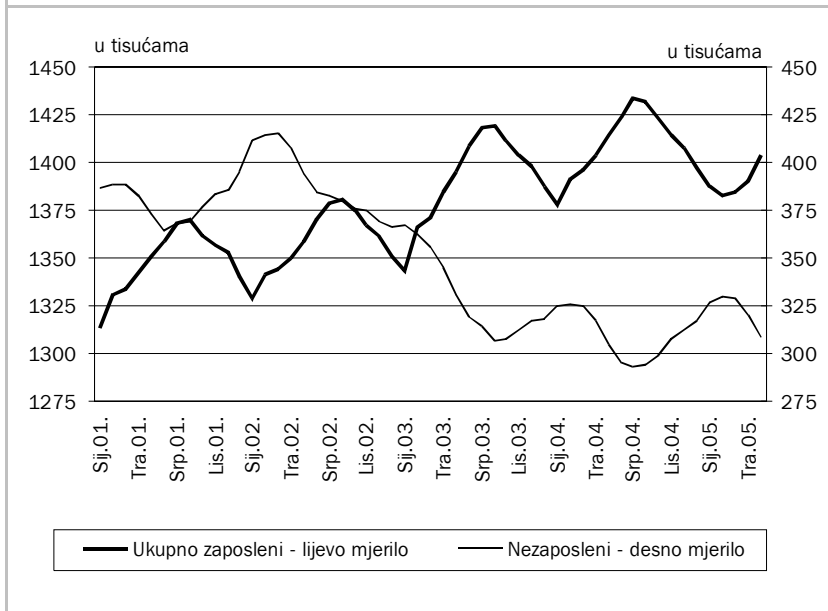
Usporava se dinamika zapošljavanja

U svibnju 2005. godine bilo je registrirano ukupno 1.403.404 zaposlenih osoba. U usporedbi s istim mjesecom prethodne godine to je 0,8 posto manje, čime je nastavljen trend negativnih međugodišnjih stopa rasta zaposlenosti započeo u veljači 2005. godine, što se može povezati s usporavanjem ukupne gospodarske aktivnosti. U odnosu na travanj, broj zaposlenih je u svibnju bio 0,9 posto veći, a u odnosu na veljaču 1,5 posto veći, ali su ovakvi podaci rezultat uobičajenog sezonskog utjecaja, zbog čega se sa zahuktavanjem turističke sezone može i u nadolazećim mjesecima očekivati sličan razvoj događaja. U prvih pet mjeseci 2005. godine ukupan broj zaposlenih bio je za 0,5 posto manji u odnosu na isto promatrano razdoblje prethodne godine.

U svibnju je broj zaposlenih u pravnim osobama (tj. u poduzećima i ustanovama), kao najvećem dijelu ukupno zaposlenih, smanjen za 1,0 posto na međugodišnjoj razini, dok je u odnosu na travanj porastao za 0,8 posto. U svibnju je nastavljen trend pozitivnih međugodišnjih stopa rasta zaposlenih u obrtu (2,2 posto), no ukoliko se ostvarena stopa rasta uspoređi s prethodno ostvarivanim stopama koje su bile osjetno više, može se zaključiti kako dinamika rasta zaposlenih u obrtu usporava. Podaci o kretanju broja zaposlenih u obrtu također otkrivaju sezonsku komponentu, te je u svibnju broj zaposlenih bio za 1,6 posto veći u odnosu na travanj, a takvo kretanje bi se moglo nastaviti i tijekom ljetnih mjeseci. Broj individualnih poljoprivrednika se i dalje kontinuirano smanjuje, te je tako u svibnju taj broj manji za 9,5 posto na međugodišnjoj razini, odnosno za 0,9 posto u odnosu na travanj 2005.

Ukupan broj nezaposlenih osoba krajem svibnja 2005. godine iznosio je 308.311, što je 1 posto više nego u istom mjesecu prethodne godine, ali za 3,7 manje nego u travnju 2005. Time je potvrđeno očekivano kretanje broja nezaposlenih i zaposlenih, pri čemu na međugodišnjoj razini uslijed smanjene mogućnosti gospodarstva za daljnjim povećanjem zapošljavanja raste broj nezaposlenih. No, uslijed naglašene sezonske komponente u tijeku ljetnih mjeseci dolazi do prividnog oporavka. Stopa registrirane nezaposlenosti u svibnju je iznosila 18,0 posto.

Slika 3. Zaposlenost i nezaposlenost

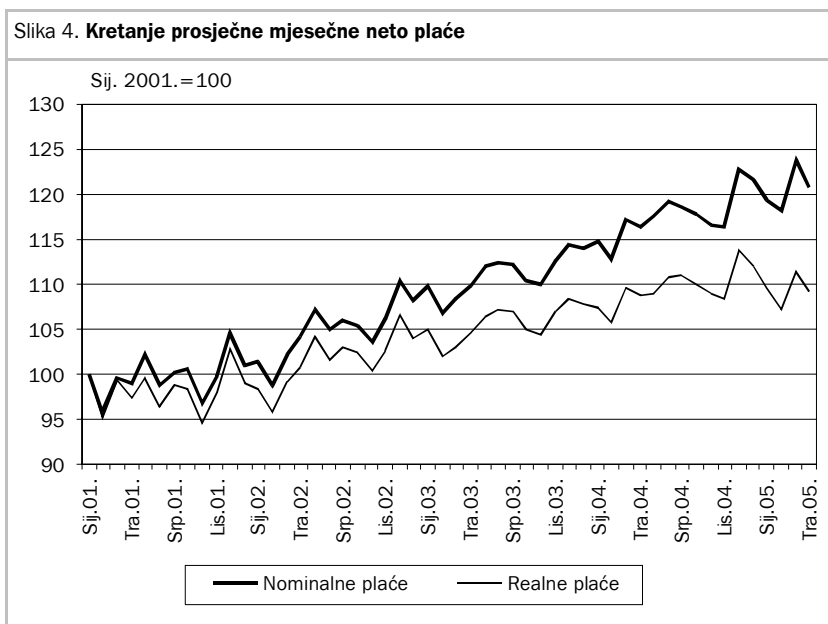


Izvor: Državni zavod za statistiku.

U prva četiri mjeseca nominalni porast plaća 4,6 posto, a realni 1,3 posto

Prosječna mjesečna nominalna neto plaća po zaposlenom u pravnim osobama isplaćena u travnju 2005. godine iznosila je 4.287 kuna (585 EUR, 744 USD). Na međugodišnjoj razini to je porast za 3,8 posto, a realno za 0,3 posto. Kumulativno, u prva četiri mjeseca 2005. prosječna neto plaća bila je nominalno viša za 4,6 posto, a realno za 1,3 posto, u usporedbi s istim razdobljem lani. Praćenjem porasta plaća na međugodišnjoj razini u posljednjih godinu dana vidljivo je usporevanje rasta plaća, kako nominalnih, tako i realnih, pri čemu je posebice uočljiv pad visine stopa rasta početkom ove godine. Usporevanje stope rasta plaća se također može povezati s kretanjima ukupne gospodarske aktivnosti, što se isto tako može uočiti, ako se u obzir uzme kretanje plaća po pojedinim djelatnostima. U prvom tromjesečju 2005. godine ispodprosječni rast plaća na međugodišnjoj razini ostvaren je u djelatnostima poljoprivrede, građevinarstva, trgovine na malo i

veliko, javnoj upravi, obrazovanju i ostalim društvenim, socijalnim i osobnim uslužnim djelatnostima. Iz statistike nacionalnih računa se može vidjeti kako su upravo ove djelatnosti ostvarile najniže stope rasta u prvom tromjesečju.



Izvor: Državni zavod za statistiku.

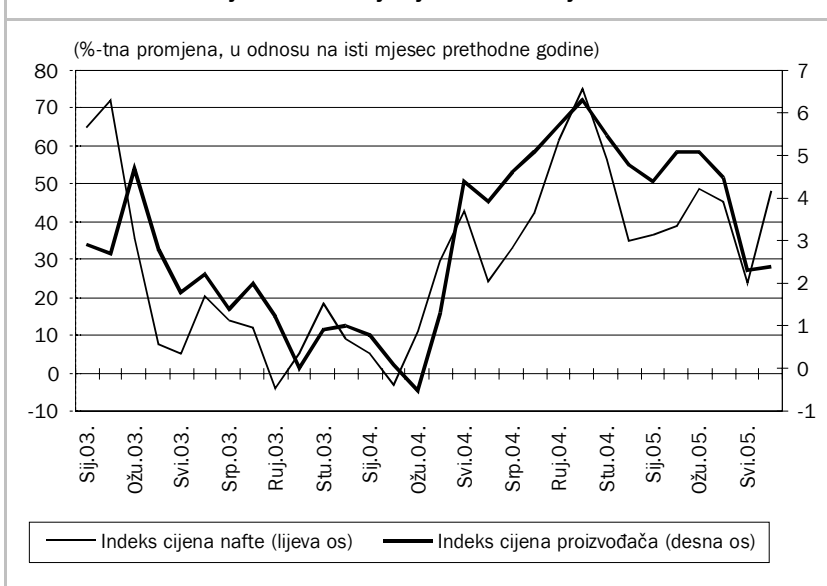
Inflacija pod prijetnjom rastućih cijena nafte

Tijekom lipnja ove godine razina potrošačkih cijena smanjila se za 0,1 posto u odnosu na svibanj dok je godišnja inflacija porasla za 0,1 postotna boda, i to s 2,8 posto ostvarenih u svibnju na 2,9 posto u lipnju. Ovakav pritisak na rast inflacije bio je i očekivan s obzirom na visoke cijene nafte na svjetskim tržištima pod čijim su utjecajem maloprodajne cijene svih naftnih derivata u Hrvatskoj tijekom lipnja dosegnule svoje povijesne razine.

Na mjesečnoj razini najveći doprinos smanjenju indeksa potrošačkih cijena dalo je pojeftinjenje cijena prehrane za 1,0 posto i to prvenstveno zbog pada cijena povrća od 10,8 posto. Nadalje, smanjene su i cijene prometa za 0,3 posto pri čemu su

najviše pojeftinili automobili te motocikli i bicikli. Alkoholna pića i duhan također su zabilježila smanjenje cijena od 0,1 posto. S druge strane, najveći mjesečni rast cijena imale su cijene ugostiteljskih usluga odnosno cijene usluga smještaja (14,3 posto) što se može pripisati ulaganjima u povećanje standarda i kvalitete smještajne ponude. To posebno pokazuje i indeks u odnosu na prosjek 2001. godine, od kada su cijene povećane za čak 41,6 posto.

Slika 5. **Proizvođačke cijene u Hrvatskoj i cijena nafte na svjetskom tržištu**



Napomena: Cijena nafte odnosi se na mjesečne prosjeke dnevnih cijena nafte tipa NYMEX Light Sweet Crude Oil.

Izvori: WTRG Economics i Državni zavod za statistiku.

Potrošačke cijene u usporedbi s lipnjem 2004. godine pokazuju povećanje cijene dobara za 3,1 posto te rast cijena usluga za 2,2 posto. Pritom su cijene prehrane i bezalkoholnih pića bile više za 4,2 posto što je najizravnija posljedica povećanih cijena mesa koje, zbog velikog pondera od 9,7 posto u košarici za izračun indeksa potrošačkih cijena, imaju priličan utjecaj na ukupnu domaću inflaciju. Na godišnju inflaciju znatan utjecaj imale su i povećane cijene goriva i maziva za osobna vozila (7,4 posto) kao i cijene prometnih usluga (5,9 posto). No, promatraju li se cijene prometa, vidljivo je da su one niže za 0,3 posto što je

rezultat sniženja cijena automobila od prosječno 10,7 posto u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritisak na godišnju stopu inflacije dolazio je i od cijene alkoholnih pića i duhana (10,2 posto), čemu su pridonijele i povećane trošarine na duhanske proizvode iz srpnja prethodne godine.

Cijene industrijskih proizvoda pri proizvođačima su u lipnju po prvi put ove godine na mjesečnoj razini, zabilježile smanjenje od 0,2 posto što je svakako imalo utjecaja i na kretanje godišnje stope rasta proizvođačkih cijena koja se zadržala na razini od 2,4 posto. Kretanje cijena naftnih derivata na svjetskim tržištima odrazilo se na rast cijena od 10,8 posto u djelatnosti proizvodnje koksa i naftnih derivata, a neizravni utjecaj na rast od 8,5 posto ostvaren je i u proizvodnji kemikalija te proizvodnji guma (5,9 posto). Cijene u opskrbi električnom energijom, plinom i vodom također su porasle 1,5 posto, što je posljedica rasta cijena skupljanja, pročišćavanja i distribucije vode od 5,2 posto zbog utjecaja prošlogodišnjeg zagrebačkog porasta cijena vode za pročišćavanje.

Okvir 1. MEĐUNARODNO OKRUŽENJE

U prvom tromjesečju 2005. godine na području Europske unije (EU 25) ostvaren je rast bruto domaćeg proizvoda od 1,6 posto u odnosu na prvo tromjesečje 2004. godine, što je najslabija stopa rasta ostvarena od kraja 2003. godine. Glavni pokretači rasta Unije bili su osobna potrošnja i investicije, čemu su posebno pogodovale niske kamatne stope. Slab gospodarski rast u skladu je s projekcijama Europske središnje banke prema kojemu se tijekom 2005. godine očekuje rast bruto domaćeg proizvoda na području Europske unije od 1,9 posto (*Monthly Bulletin*, No. 07/2005). Snažan rast cijena nafte na svjetskim tržištima predstavlja snažnu kočnicu ubrzavanju rasta i potencijalnu opasnost u vidu jačanja inflacije. Unatoč tome, rast potrošačkih cijena u Uniji u svibnju je usporen na 1,9 posto, Pad cijena telekomunikacija, odjevnih predmeta i informatičke tehnologije pogodovao je usporavanju rasta cijena. Temeljna inflacija (bez cijena energije) iznosila je u svibnju 1,5 posto. Prve projekcije za lipanj ukazuju na nešto brži porast cijena.

Okvir 1. - Nastavak

Fiskalna politika predstavlja glavnu kritičnu točku u gospodarskoj politici Unije. Iako je prosječni deficit opće države na području Europske unije za 2005. godinu procijenjen na ispod 3 posto bruto domaćeg proizvoda, očekuje se da će Njemačka, Grčka i Italija, koje su i u 2004. imale veći deficit od 3 posto, ostvariti neuspjeh u smanjivanju deficita ispod granične vrijednosti prema Maastrichtskim kriterijima, a da će istovremeno porasti fiskalni deficit u nekim drugim članicama Unije (primjerice, u Portugalu). U sljedećoj godini očekuje se porast javnog duga na području Europske unije, s prosječno 63,8 posto BDP-a u 2004. na 71,7 posto u 2005. Daljnja provedba fiskalnih i strukturnih reformi u državama Unije nužna je žele li se ostvariti ciljevi jačanja produktivnosti i zaposlenosti, te postizanja većeg gospodarskog rasta.

Na globalnom planu, SAD i Kina su i dalje glavni pokretači svjetskog gospodarstva. U prvom tromjesečju 2005. godine u SAD-u je ostvarena stopa rasta bruto domaćeg proizvoda od 3,7 posto na godišnjoj razini što je prvenstveno rezultat rasta osobne potrošnje, izvoza i investicija. U istom razdoblju je u Kini ostvaren godišnji rast od čak 9,4 posto čemu su najviše doprinijeli snažan izvoz i domaća potrošnja. Tako je kineski izvoz u travnju porastao za 31,9 posto u odnosu isti mjesec 2004. godine.

Trend rasta cijena nafte nastavlja se i u drugoj polovici 2005. godine unatoč stalnim OPEC-ovim povećanjima proizvodnje. Cijene nafte su na svjetskim tržištima u lipnju prešle 60 dolara po barelu.

Novi instrumenti i nove mjere monetarne politike

Iako je količina primarnog novca u drugom tromjesečju porasla nakon sezonskog pada početkom godine, s ukupno 33,2 milijarde kuna u svibnju je bila samo 6,6 posto veća nego u istom razdoblju prošle godine, što upućuje na nastavak usporavanja rasta primarnog novca. Na porast primarnog novca utjecao je najviše porast gotovog novca izvan banaka, dok su depoziti banaka kod HNB-a blago smanjeni u odnosu na početak godine.

Novčana masa je u svibnju iznosila 36 milijardi kuna, što je gotovo 1,5 milijardi kuna ili 4,3 posto više nego krajem 2004. Nakon što je međugodišnja stopa rasta novčane mase u prosincu 2004. iznosila samo 2 posto, u svibnju 2005. povećana je na 8,6 posto. Depozitni je novac u prvih pet mjeseci porastao 888,7 milijuna kuna,

dok je gotov novac izvan banaka krajem svibnja iznosio 580,3 milijuna kuna više nego krajem 2004. U strukturi depozitnog novca opažaju se uobičajene sezonske promjene - dok su depozitna sredstva stanovništva porasla za više od milijardu kuna ili za 12 posto u odnosu na kraj 2004., depozitna su sredstva trgovačkih društava smanjena za 277,8 milijuna kuna ili 2,3 posto.

Ukupna su likvidna sredstva u prva četiri mjeseca padala, da bi u svibnju uslijedio njihov porast koji je i više nego kompenzirao prethodni pad, te su se ukupna likvidna sredstva neto povećala ove godine za 660,3 milijuna kuna. Međugodišnja stopa porasta ukupnih likvidnih sredstava u svibnju je iznosila 10,3 posto, što je najviša međugodišnja stopa rasta ukupnih likvidnih sredstava od siječnja 2004.

Ukupni plasmani banaka nebankarskom sektoru i dalje se povećavaju. Razina plasmana banaka nebankarskom sektoru u svibnju je dosegla 131,6 milijardu kuna ili 14,2 posto više nego u istom prošlogodišnjem mjesecu. U strukturi kredita i dalje prevladavaju krediti stanovništvu (kunski i devizni) koji iznose 68,2 milijarde kuna, što je za 12,6 milijardi kuna više od kredita trgovačkim društvima.

Rast međunarodnih pričuva se nastavlja i u drugom tromjesečju 2005. te one krajem lipnja iznose 7,6 milijardi eura, što je povećanje za 626,3 milijuna eura (9 posto) u odnosu na kraj ožujka. U dolarima, stanje međunarodnih pričuva iznosi 9,2 milijardi dolara, što je samo za 1,5 posto više nego krajem ožujka. Do snažnijeg rasta pričuva izraženih u eurima nego u dolarima došlo je zbog daljnjeg jačanje dolara u odnosu na euro u drugom tromjesečju. Na porast međunarodnih pričuva najviše su utjecale devizne intervencije HNB-a, izdvajanja obvezne pričuve, izdvajanje granične obvezne pričuve te ostvareni prihod s osnove njihovog ulaganja.

Početak travnja 2005. HNB je uvela operacije na otvorenom tržištu kao dopunski instrument monetarne politike za upravljanje likvidnošću, kamatnim stopama i tečajem. Smatra se da bi repo stopa uskoro trebala postati referentnom stopom na novčanom tržištu, a raspon repo stope će se kretati između $9\frac{1}{2}$ posto, koliko iznosi kamatna stopa na lombardni kredit, i $\frac{1}{2}$ posto, koliko iznosi kamatna stopa na prekonocne depozite banaka kod HNB-a. Kroz repo aukcije banke mogu povlačiti sredstva HNB-a s rokom povrata od tjedan dana, pri čemu

HNB određuje njihov granični iznos i cijenu, a kao kolateral služe trezorski zapisi Ministarstva financija. Operacije na otvorenom tržištu će, uz ostala dva instrumenta – obveznu pričuvu i devizne intervencije, postati jedan od najvažnijih instrumenata monetarne politike. Istodobno je omogućeno izravno povlačenje i polaganje sredstava u prekonočni depozit, za lombardni kredit ukinuto je ograničenje trajanja od maksimalno pet dana u obračunskom razdoblju te je dopušten unutardnevni kredit s ciljem poboljšanja protočnosti platnih transakcija tijekom radnog dana¹.

U svibnju je, zbog smanjene mogućnosti utjecanja na devizni tečaj u uvjetima visoke likvidnosti, HNB povećala kunski dio izdvajanja obvezne pričuve na devizne izvore sa 42 na 50 posto i propisala višu stopu izdvajanja obračunate obvezne pričuve u kunama (sa 60 na 70 posto). Novi paket mjera HNB-a sadrži i porast stope granične obvezne pričuve sa 30 na 40 posto, pri čemu je ova mjera odraz zabrinutosti središnje banke zbog snažnog rasta vanjskog duga.

Mjere HNB-a utjecale na novčano tržište

Visoka likvidnost koja je obilježila prvo tromjesečje prevladavala je i u prvom dijelu drugog tromjesečja. Kamatne stope reagirale su tako što je prekonočni ZIBOR prosječno iznosio 1,66 posto sve do izdvajanja obvezne pričuve u lipnju, dok je tromjesečni ZIBOR padao sa 6,26 posto koliko je iznosio na početku drugog tromjesečja, na 5¹/₂ posto koliko je iznosio prije objave novih mjera HNB-a sredinom svibnja. Iako su operacije na otvorenom tržištu započele početkom travnja, zbog visoke likvidnosti na novčanom tržištu tek su u trećoj tjednoj repo aukciji prihvaćene ponude trezorskih zapisa. I tada je iznos aukcije bio tek dva milijuna kuna, uz graničnu kamatnu stopu od 4¹/₂ posto. Iznosi prihvaćenih ponuda trezorskih zapisa na repo aukcijama su bili niski, a kamatne stope na novčanom tržištu su padale sve do sredine svibnja kada su nove mjere monetarne politike dovele do povlačenja veće količine kuna iz financijskog sustava. Nakon

¹ Unutardnevni kredit će biti uveden kada Središnja depozitarna agencija provede bruto načelo namire i isporuka uz plaćanje, tzv. *delivery vs. payment*. Na taj će se način olakšati i trgovina dužničkim vrijednosnim papirima.

objave uvođenja novih mjera HNB-a, kamatne stope na duža dospijeca porasle su zbog očekivanog porasta potražnje za kunama uvjetovanog novim mjerama, ali i skorim početkom glavnog dijela turističke sezone. Za razliku od toga, kamatne stope na kratkoročnija dospijeca su se značajnije povećale tek početkom lipnja, odnosno kod novog razdoblja izdvajanja obvezne pričuve.

Prva značajna operacija na otvorenom tržištu koincidirala je s prvim obračunom i izdvajanjem obvezne i granične pričuve banaka sukladno odredbama novih mjera te je iznos otkupljenih trezorskih zapisa tada iznosio 1,34 milijardi kuna, dok je granična repo stopa iznosila 3½ posto. Repo aukcija i devizne intervencije znatno su popravile likvidnost na novčanom tržištu te su se kamatne stope na prekonoične pozajmice počele smanjivati. Iduće repo aukcije koje su također polučile dobre rezultate doprinijele su stabiliziranju repo stope na 3½ posto, a time i stabilizaciji kamatnih stopa na novčanom tržištu. Naime, repo stopa je, očito, počela predstavljati referentnu kamatnu stopu, što potkrepljuje i činjenica da su sve pozajmice s rokom dospijeca dužim od tjedan dana imale kamatne stope više od repo stope.

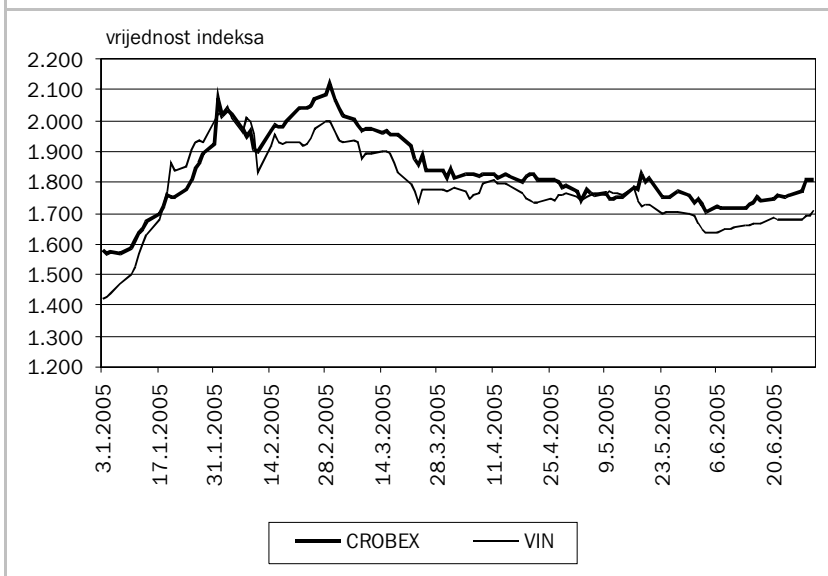
Kako interes zbog uvođenja novih mjera monetarne politike, tako i niske kamatne stope na novčanom tržištu te visoka kunska likvidnost činili su trezorske zapise atraktivnim sve do svibnja, te je njihov upis nastavio rasti. Istovremeno, prinosi na trezorske zapise su padali što je omogućilo i dalje relativno povoljno kratkoročno zaduživanje države. Prinosi na jednogodišnje trezorske zapise padali su do razine od 4½ posto, koliko je upravo iznosila repo stopa. Uz smanjenje likvidnosti na tržištu u svibnju je došlo do ponovnog porasta kamatnih stopa na trezorske zapise, koje su iskoristili nebankarski investitori, budući da njima likvidnost nije bila ugrožena. Stanje trezorskih zapisa na kraju drugog tromjesečja je iznosilo 12,9 milijardi kuna, što je za 3,8 milijardi više nego krajem prošle godine i za 2,7 milijardi više nego što je planirano ovogodišnjim proračunom.

Snažna aprecijacija kune u drugom tromjesečju

Na kretanje tečaja početkom drugog tromjesečju presudno je utjecalo kretanje kamatnih stopa, te je, unatoč visokoj likvidnosti financijskog sustava vrijednost

kune porasla sa razine od 7,43 kune za euro na početku tromjesečja na ispod 7,3 kune za euro sredinom svibnja, što je najniža vrijednost tečaja od kolovoza 2001. Samo u mjesec i pol dana tečaj kune je porastao za 1,8 posto, dok je u cijeloj ovoj godini kuna ojačala za 4,8 posto. Kako bi zaustavila jačanje kune, HNB je u drugom tromjesečju intervenirala tri puta na deviznom tržištu, otkupivši 176,2 milijuna eura, odnosno plasirajući 1,3 milijarde kuna. HNB je u zadnjih godinu i pol uzastopno čak 16 puta intervenirala u cilju zaustavljanja jačanja kune, dok je zadnja intervencija u smjeru zaustavljanja slabljenja kune bila još u siječnju 2004. godine. Međutim, tek su nove mjere monetarne politike usmjerene smanjenju likvidnosti, povezane s operacijama na otvorenom tržištu i deviznim intervencijama sredinom svibnja uspjele zaustaviti pad tečaja, te je krajem tromjesečja kuna stabilizirana na razini od 7,31 kunu za euro. U prvih šest mjeseci prosječni je tečaj kune prema euru iznosio 7,43 kuna za euro, dok je u istom razdoblju 2004. godine iznosio 7,52, a 2003. godine 7,56 kuna za euro.

Slika 6. Indeksi CROBEX i VIN u prvom polugodištu 2005.



Izvor: www.zse.hr i www.vse.hr.

Burzovni indeksi u očekivanju vijesti o početku pregovora o ulasku u EU

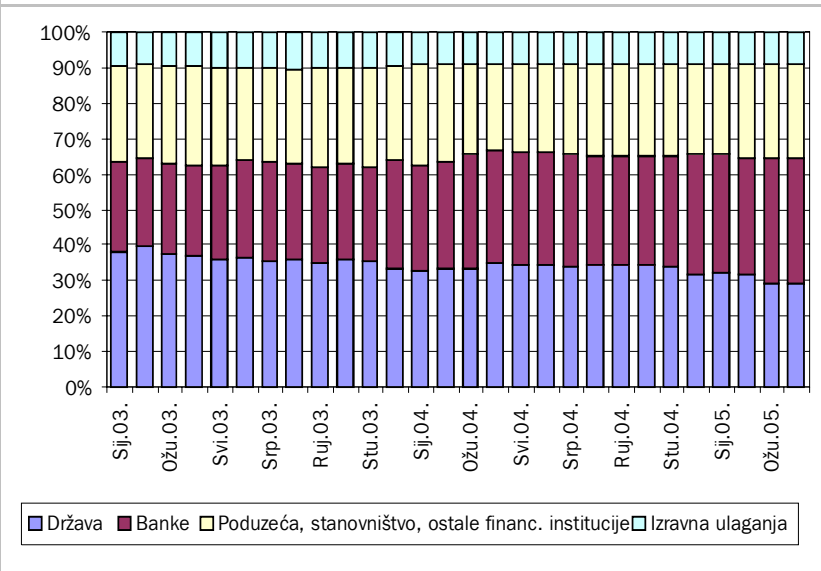
Promet dionicama na Zagrebačkoj burzi u prvih šest mjeseci iznosio je koliko i cjelokupni prošlogodišnji promet, čemu je osobito doprinio promet ostvaren u siječnju i veljači, kada je u dva mjeseca ostvareno više od polovice polugodišnjeg prometa dionicama. To je razdoblje obilježio snažan rast cijena dionica praćen naglim padom cijena dionica, koji je uzrokovao i pad vrijednosti CROBEX indeksa i pad prometa dionicama. Slična je situacija bila i na Varaždinskoj burzi, gdje je u prvih šest mjeseci ostvareno 91,2 posto prometa iz 2004. godine pri čemu je većina prometa ostvarena u prvom tromjesečju (71,3 posto polugodišnjeg prometa). U većem dijelu drugog tromjesečja vrijednost burzovnih indeksa je padala da bi se u lipnju ponešto oporavila, te je CROBEX krajem lipnja bio za 0,4 posto, a VIN indeks za 4,2 posto niži nego početkom tromjesečja.

U odnosu na maksimalne vrijednosti iz prvog tromjesečja, CROBEX je krajem lipnja bio gotovo 15 posto niži, a VIN 16,6 posto niži. Nepovoljna kretanja vrijednosti dionica u drugom tromjesečju mogu se objasniti odgodom pregovora za ulazak u EU te nedovoljno dobrim rezultatima vodećih hrvatskih kompanija.

Usporavanje rasta inozemnog duga

Ukupni inozemni dug je u travnju dosegao razinu od 23,3 milijarde eura što je 9,0 posto više nego u travnju prošle godine. Iako usporen, rast je ožujku i travnju nastavljen unatoč restriktivnim mjerama monetarne politike kojima je središnja banka povećanjem granične obvezne pričuve s 24 na 30 posto u veljači ove godine nastojala destimulirati zaduživanje banaka u inozemstvu. Deficit opće države je financiran zaduživanjem na domaćem financijskom tržištu što je utjecalo na rast unutrašnjeg javnog duga, dok je istovremeno zbog otplata inozemni dug države smanjen u godinu dana za 8,9 posto. Međutim, kako u strukturi duga države prevladava izdavanje obveznica ili krediti od banaka, stvarni efekt smanjenja zaduživanja države u inozemstvu je manji, jer država novim zaduživanjem, uglavnom kod banaka, indirektno utječe na zaduživanje u inozemstvu budući da se sada banke zadužuju u inozemstvu.

Slika 7. **Struktura inozemnog duga**



Izvor: Hrvatska narodna banka.

U strukturi inozemnog duga prevladavaju banke čiji je dug u inozemstvu krajem travnja dosegnuo razinu od preko 8,2 milijardi eura, što je za 20,4 posto više nego u isto vrijeme prošle godine. Takav rast upućuje da dosadašnje mjere Hrvatske narodne banke same za sebe nisu rezultirale zadovoljavajućim rezultatima. Učinci novih mjera u vidu daljnjeg povećanja granične obvezne pričuve na 40 posto koje se primjenjuju od lipnja bit će vidljivi tek u drugoj polovici godine.

Naplata proračunskih prihoda slabija od očekivane

Prihodi konsolidirane središnje države početkom godine rasli su nešto sporije nego što je bilo planirano proračunom za 2005. godinu. Osnovni je razlog takvom kretanju bilo usporavanje cjelokupne gospodarske aktivnosti u prvom tromjesečju. Ukupni prihodi konsolidiranog proračuna središnje države u razdoblju od siječnja do travnja 2005. iznosili su 27,2 milijarde kuna čime je ostvareno 29,2 posto proračunom planiranih prihoda za čitavu godinu. U isto vrijeme, rashodi

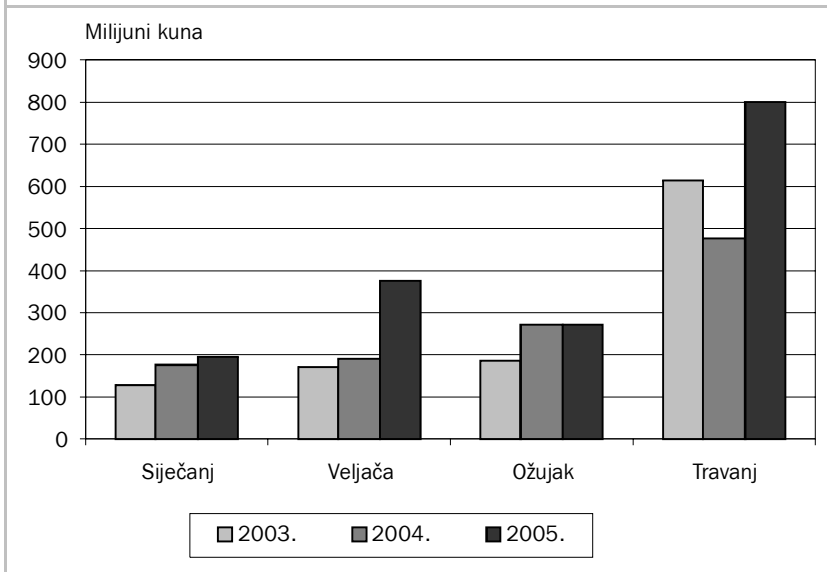
proračuna konsolidirane središnje države iznosili su 31,3 milijarde kuna što je 34 posto planiranog iznosa.

Iako je slabija naplata u prvom tromjesečju općenito vrijedila za sve vrste prihoda, neki od najvažnijih proračunskih prihoda osobito su podbacili. To se, prije svega, odnosi na prihode od trošarina i poreza na dodanu vrijednost. Naime, prihodi od poreza na dodanu vrijednost su u prva četiri mjeseca 2005. ostvareni u iznosu od 8,8 milijardi kuna što je 26,9 posto planiranog godišnjeg iznosa. Ovakvo ostvarenje prihoda od PDV-a izravna je posljedica nešto nižeg rasta trgovine na malo nego što se očekivalo. Slično tome, trošarine prikupljene u prva četiri mjeseca iznosile su 25,6 posto godišnjeg plana ili 3 milijardi kuna. Slabiji rezultat u ostvarenju trošarina najvećim je dijelom posljedica efekta sive ekonomije, posebice na području trgovine duhanom i naftnim derivatima. Naime, prikupljeni prihod od trošarina na duhan gotovo je jednak onome ostvarenom u prva četiri mjeseca 2004. godine, iako su od srpnja 2004. povećane trošarine na duhanske proizvode. Prihodi od pojedinih oblika trošarina ipak su ostvarili značajan rast u odnosu na 2004., kao npr. prihodi od trošarina na kavu (18,1 posto), prihodi od trošarina na bezalkoholna pića (16,8 posto) te prihodi od trošarina na automobile (14,3 posto). U narednom razdoblju očekuje se brži rast gospodarske aktivnosti, a time i povećanje prihoda od poreza na dodanu vrijednost i trošarina.

Prihodi od poreza na dobit u prva četiri mjeseca ostvareni su iznad očekivanja. Naime, samo u prva četiri mjeseca 2005. ostvareno je 1,6 milijardi kuna prihoda od poreza na dobit što čini međugodišnji rast od čak 47 posto. Ovako visok rast rezultat je razmjerno dobrog poslovanja hrvatskih poduzeća u 2004. godini.

Prihod od poreza na dohodak u prva četiri mjeseca iznosio je nešto više od milijarde kuna ili 2,1 posto više nego u istom razdoblju prošle godine. Prihodi od poreza na dohodak u ovom su razdoblju također rasli manje nego što je bilo planirano, a osnovni je razlog tome raniji početak povrata poreza po godišnjim prijavama.

Slika 8. **Prihodi od poreza na dobit u prva četiri mjeseca 2003., 2004. i 2005.**

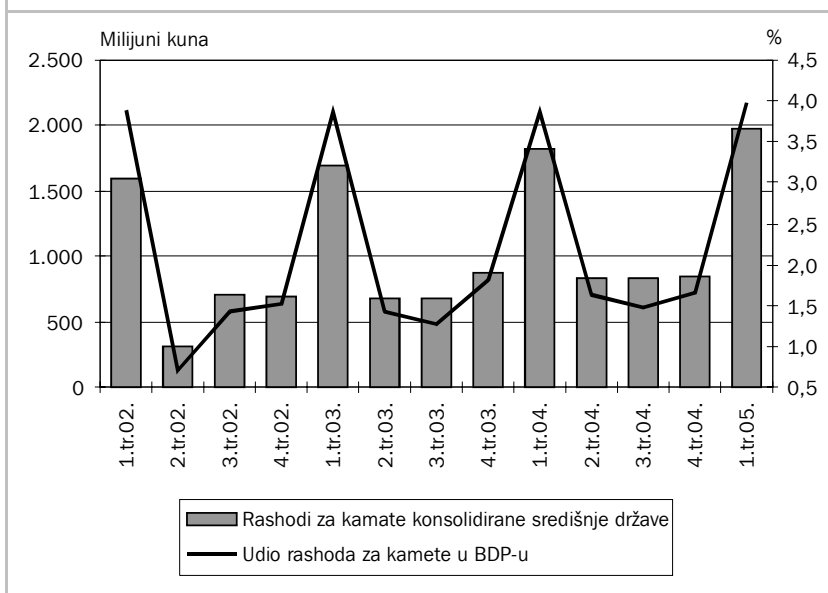


Izvor: *Ministarstvo financija Republike Hrvatske.*

Prihodi od socijalnih doprinosa u prva četiri mjeseca 2005. godine iznosili su 10 milijardi kuna, što je 31 posto godišnjeg plana. Ovi prihodi u prva četiri mjeseca bilježe međugodišnji rast od 6,6 posto što je zadovoljavajuće s obzirom na ukupnu gospodarsku aktivnost početkom godine.

Rashodi konsolidirane središnje države u prva četiri mjeseca ostvareni su u iznosu od 31,2 milijarde kuna, što je 34 posto planiranog iznosa na razini godine. Naknade zaposlenima u prva četiri mjeseca 2005. godine realizirane su u iznosu od 7,9 milijardi kuna, a taj je iznos najvećim dijelom utrošen za isplatu plaća. Rashodi za subvencije u istom razdoblju realizirani su u iznosu 2,1 milijardu kuna, te je potrošeno već 39,3 posto godišnjeg plana. Rashodi za kamate u prva četiri mjeseca ostvareni su u iznosu od 2,3 milijardi kuna što je gotovo pola planiranog godišnjeg iznosa. Rashodi za korištenje dobara i usluga ostvareni su u iznosu od 2,3 milijarde kuna što je gotovo 31 posto godišnjeg plana.

Slika 9. **Rashodi za kamate konsolidirane središnje države**



Izvor: *Ministarstvo financija Republike Hrvatske.*

Neto nabava nefinancijske imovine konsolidirane središnje države u prva četiri mjeseca 2005. iznosila je 2 milijarde kuna i rezultat je nabave zemljišta, zgrada i građevina od strane izvanproračunskih fondova, i prodaje zemljišta, zgrada i građevina od strane državnog proračuna. Neto financijska imovina konsolidirane središnje države je u prva četiri mjeseca 2005. iznosila 0,9 milijardi kuna i gotovo je u potpunosti bila domaća financijska imovina.

Ukupne neto obveze konsolidirane središnje države u prva četiri mjeseca 2005. iznosile su 7 milijardi kuna i najvećim dijelom činile su ih tuzemne obveze središnjeg državnog proračuna, u čemu su najzastupljenije bile obveze po osnovi zaduživanja vrijednosnim papirima osim dionica.