



# Makroekonomska kretanja i prognoze

godina V · broj 8 · srpanj 2020.



**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.

ISSN 2459-8089

# Sadržaj

## Osnovne informacije o Hrvatskoj

### 1. Uvod

### 2. Kretanja u globalnom okružju

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri  
Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika  
Projicirana kretanja

### 3. Agregatna ponuda i potražnja

Agregatna potražnja  
Agregatna ponuda  
Projicirana kretanja  
Okvir 1. Alternativni scenarij projekcije monetarne politike uz pretpostavku drugog vala pandemije

### 4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost  
Plaće i jedinični trošak rada  
Projicirana kretanja  
Okvir 2. Analiza poslovnih subjekata kojima su isplaćene potpore Vlade RH za očuvanje radnih mjesta

### 5. Inflacija

Inflacijska očekivanja  
Projicirana kretanja  
Okvir 3. Metodološki pristup izračunu indeksa potrošačkih cijena u vrijeme pandemije COVID-19

### 6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Vanjska trgovina i konkurentnost

iv	Dohoci i transakcije s EU-om	29
	Projicirana kretanja	30
3	Okvir 4. Ekonomsko značenje europskih fondova u Hrvatskoj i ostalim novim zemljama članicama EU-a	31
5		
6	7. Financiranje privatnog sektora	34
6	Projicirana kretanja	38
7		
	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	38
9	Projicirana kretanja	39
10		
12	9. Monetarna politika	40
14	Okvir 5. Mjere monetarne politike HNB-a za ublažavanje negativnih posljedica pandemije	42
15		
	10. Javne financije	43
16	Saldo proračuna opće države	43
16	Javni dug	45
17	Program konvergencije Republike Hrvatske	45
18	Okvir 6. Mjere fiskalne politike za ublažavanje negativnih posljedica pandemije	46
19		
22	11. Odstupanja od prethodne projekcije	48
24		
24	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	50
25	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	50
27	Kratice i znakovi	55
27		

# Osnovne informacije o Hrvatskoj

## Ekonomski indikatori

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Površina (km <sup>2</sup> )	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594
Broj stanovnika (mil.) <sup>a</sup>	4,303	4,290	4,280	4,268	4,256	4,238	4,204	4,174	4,125	4,089	4,067
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) <sup>b</sup>	330.771	328.824	333.215	330.509	331.209	331.343	339.696	351.169	366.426	382.965	400.102
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	45.067	45.130	44.822	43.966	43.732	43.426	44.640	46.640	49.118	51.654	53.969
BDP po stanovniku (EUR)	10.474	10.520	10.472	10.301	10.275	10.247	10.619	11.174	11.907	12.632	13.270
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	-7,4	-1,5	-0,3	-2,2	-0,5	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,7	2,9
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) <sup>c</sup>	-2.959	-974	-799	-789	-461	111	1.452	994	1.702	951	1.499
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-6,6	-2,2	-1,8	-1,8	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,5	1,8	2,8
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	32,7	36,2	38,9	39,6	40,5	43,3	46,4	47,7	50,1	50,5	52,3
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	38,3	37,9	40,6	41,2	42,5	43,7	46,1	46,5	49,4	51,3	52,5
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) <sup>c</sup>	48.173	49.423	49.117	47.575	48.471	49.095	48.230	44.714	43.683	42.710	40.877
Inozemni dug (% BDP-a)	106,9	109,5	109,6	108,2	110,8	113,1	108,0	95,9	88,9	82,7	75,7
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	327,0	302,3	282,0	273,4	273,6	260,9	232,7	201,0	177,5	163,6	144,8
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) <sup>d</sup>	56,0	51,2	42,5	46,1	43,5	46,3	44,0	35,7	33,1	27,1	29,6
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	18.560
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	7,2	7,5	7,4	7,5	8,3	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	7,9
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,3062	7,3852	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578	7,5136	7,4176	7,4426
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	5,0893	5,5683	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685	6,2697	6,4692	6,6499
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,3396	7,2862	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294	7,4601	7,4141	7,4136
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	5,2804	5,5000	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037	6,6224	6,2784	6,6223
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) <sup>e</sup>	-20.005	-21.261	-26.369	-17.695	-17.677	-17.725	-11.262	-3.338	2.920	850	1.553
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) <sup>e</sup>	-6,0	-6,5	-7,9	-5,4	-5,3	-5,3	-3,3	-1,0	0,8	0,2	0,4
Dug opće države (% BDP-a) <sup>e</sup>	48,7	57,8	64,4	70,1	81,2	84,7	84,3	80,8	77,8	74,7	73,2
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.)	48,2	46,5	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6	45,8	46,9	47,7

<sup>a</sup> Procjena stanovništva RH za 2000. temelji se na popisu iz 2001., a podaci za razdoblje od 2001. do 2017. zasnivaju se na popisu iz 2011. godine. Podaci za 2019. privremeni su.

<sup>b</sup> Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2018. i 2019. privremeni su.

<sup>c</sup> Podaci platne bilance i inozemnog duga temelje se na metodologiji koju propisuje šesto izdanje Priručnika za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja (BPM6) te na novoj sektorskoj klasifikaciji institucionalnih jedinica u skladu sa standardom ESA 2010. Podaci platne bilance i inozemnog duga zasnivaju se na posljednjim dostupnim podacima o platnoj bilanci zaključno s prvim tromjesečjem 2020. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju ožujka 2020.

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

<sup>e</sup> Proračunski podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: DZS; MF; HNB





---

# Makroekonomska kretanja i prognoze



## 1. Uvod

Pandemija novoga koronavirusa zdravstveni je i ekonomski šok koji je snažno utjecao na svjetsko i domaće gospodarstvo. U prvom je tromjesečju 2020. tako zabilježeno široko rasprostranjeno pogoršanje ekonomskih kretanja u međunarodnom okružju, koje nije bilo jednakog intenziteta u svim dijelovima svijeta s obzirom na razlike u epidemiološkoj situaciji i različito vrijeme uvođenja mjera za suzbijanje širenja virusa. Unatoč pogoršanju gospodarskih kretanja bez presedana, zahvaljujući snažnom odgovoru središnjih banaka te izrazito ekspanzivnoj monetarnoj politici, financijska su tržišta ostala stabilna, a uvjeti financiranja razmjerno povoljni. Kao i u velikom broju zemalja svijeta, realni se BDP Hrvatske u prva tri mjeseca 2020. smanjio na tromjesečnoj razini, što je pratilo i usporavanje rasta na godišnjoj razini, pri čemu su na takvu dinamiku poglavito utjecala ostvarenja u ožujku, kada su zabilježena negativna kretanja uvjetovana razbuktavanjem pandemije u Hrvatskoj odnosno učinci mjera za obuzdavanje širenja virusa u domaćoj populaciji. Mjesečni podaci dostupni uglavnom za travanj i svibanj, kada je zamjetan dio gospodarske aktivnosti u zemlji bio ograničen epidemiološkim mjerama, upućuju na izražen pad aktivnosti u drugom tromjesečju. Realni BDP Hrvatske na razini cijele 2020. mogao bi se tako smanjiti za 9,7%, što je izraženija kontrakcija u odnosu na pad ekonomske aktivnosti zabilježen nakon eskalacije globalne financijske krize. Pritom se očekuje smanjenje svih sastavnica domaće i inozemne potražnje. Tijekom 2021. očekuje se godišnji rast gospodarske aktivnosti od 6,2%, koji značajnim dijelom odražava bazni učinak, pri čemu je važno istaknuti da je rast izložen negativnim rizicima (poglavito izbijanja drugog vala pandemije) te da spomenuta stopa rasta u sljedećoj godini neće omogućiti dosezanje pretkrizne razine gospodarske aktivnosti. Iako se očekuje zamjetan pad broja zaposlenih osoba i povećanje stope nezaposlenosti, reakcija tržišta rada na snažni pad gospodarske aktivnosti u tekućoj godini bit će ublažena aktiviranim mjerama ekonomske politike, dok se u nastavku projekcijskog horizonta predviđa postupan oporavak pokazatelja tržišta rada. Ograničenja gospodarske aktivnosti i mogućnosti potrošnje te potencijalne promjene u obrascima ponašanja ekonomskih subjekata ostavili su traga i na očekivanom kretanju inflacije. U Hrvatskoj se tako tijekom 2020. očekuje usporavanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena na -0,1%, nakon čega bi se u 2021. mogla povećati na 0,7%. U obje godine najveći utjecaj na dinamiku inflacije imat će kretanje cijena energije, odnosno promjena cijena naftnih prerađevina. U ekonomskim odnosima Hrvatske s inozemstvom u 2020. očekuje se primjetno smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu zbog snažnog pada prihoda od turizma, a s oporavkom turističke aktivnosti u 2021. višak bi se mogao povećati. Trend smanjivanja relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti mogao bi se u 2020. privremeno prekinuti zbog pada nominalnog BDP-a, dok se sljedeće godine očekuje nastavak pretkriznog trenda poboljšavanja. HNB je promptno i snažno reagirao mjerama monetarne politike na nepovoljna kretanja nizom mjera, kojima je osigurana stabilnost tečaja kune prema euru i kreirana dodatna likvidnost za nastavak kreditne aktivnosti domaćih banaka i očuvanje povoljnih uvjeta financiranja za sve domaće sektore uz stabiliziranje tržišta državnih obveznica. U prvih se pet mjeseci 2020. kreditiranje stanovništva usporilo, što je uglavnom bilo posljedica smanjenja gotovinskih nenamjenskih kredita. S druge strane, za kreditiranje poduzeća zabilježen je snažan porast tijekom veljače i ožujka, na što je utjecalo povećanje investicijskih kredita i kredita za obrtna sredstva, no taj je rast u travnju i svibnju zaustavljen. U nastavku projekcijskoga horizonta središnja će banka zadržati ekspanzivan karakter monetarne politike održavajući stabilnost tečaja kune prema euru te nastaviti podržavati dostatnu deviznu i kunsku likvidnost financijskog sustava. Očekuje se nastavak usporavanja kredita stanovništvu i jače financiranje poduzeća, čemu bi mogle pogodovati i mjere za ublažavanje negativnih posljedica pandemije. Vlada Republike Hrvatske također je brzo reagirala na šok primjenom paketa mjera koje, između ostaloga, obuhvaćaju potpore za očuvanje radnih mjesta, otpise i odgode poreza i doprinosa te nabavu dodatne medicinske opreme. S obzirom na izvanredne okolnosti, odnosno očekivano smanjenje proračunskih prihoda i rast proračunskih rashoda, prema izmjenama i dopunama proračuna za 2020. u tekućoj bi se godini mogao ostvariti manjak proračuna opće države u iznosu od 6,8% BDP-a, a za 2021. predviđa se zamjetno niži manjak (2,4% BDP-a). Nakon izraženog povećanja u 2020., omjer duga opće države i BDP-a mogao bi se u 2021. ponovno naći na silaznoj putanji.

Realni se BDP u prvom tromjesečju 2020. smanjio za 1,2% u odnosu na posljednja tri mjeseca 2019., što je pratilo i usporavanje rasta na godišnjoj razini (0,4%). Promatrajući po mjesecima, na pogoršanje gospodarske aktivnosti u prvom tromjesečju poglavito su utjecali podaci koji se odnose na ožujak 2020., a koji su prvi pokazali negativna kretanja uvjetovana razbuktavanjem pandemije novoga koronavirusa odnosno učinke restriktivnih mjera za obuzdavanje njegova širenja u populaciji. Promatrano po sastavnicama, niska stopa rasta realnog BDP-a ponajprije je posljedica pada izvoza robe i usluga te smanjenja zaliha u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Izvoz usluga snažno se smanjio kao rezultat pada izvoza turističkih usluga. Iako su osobna potrošnja i bruto investicije u fiksni kapital dale pozitivan doprinos godišnjem rastu BDP-a, u prvom je tromjesečju ove godine zabilježeno snažno usporavanje njihova rasta, a najveći je

pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu dalo smanjenje uvoza robe i usluga. Doprinosi neto inozemne potražnje rastu bio je pozitivan.

Dostupni podaci, većinom za travanj i svibanj, kada je zamjetan dio ukupne gospodarske aktivnosti zemlje bio ograničen zbog epidemioloških mjera, upućuju na dodatno pogoršanje ekonomske dinamike u drugom tromjesečju u odnosu na ožujak, zbog čega se ocjenjuje da bi realni BDP na razini cijele 2020. mogao biti smanjen za 9,7%. Pritom se očekuju nepovoljna kretanja svih sastavnica agregatne potražnje, a najveći bi negativan doprinos mogao doći od izvoza robe i usluga. Osim toga, očekuje se snažna kontrakcija investicijske aktivnosti i pad osobne potrošnje. S druge strane, očekuje se rast državne potrošnje. Zbog pada domaće i inozemne potražnje očekuje se i snažna kontrakcija uvoza robe i usluga pa bi doprinos neto inozemne potražnje

kretanju realnog BDP-a u 2020. mogao biti izrazito negativan. Gospodarska bi se aktivnost u 2021. mogla povećati za 6,2% u odnosu na prethodnu godinu, odražavajući velikim dijelom bazni učinak oporavka očekivanog krajem ove godine. Iako se očekuje visoka stopa rasta, ona neće biti dovoljna za povratak na razinu prije izbijanja pandemije. Gospodarskom oporavku u 2021. najviše bi mogao pridonijeti rast ukupnog izvoza, a očekuje se i povećanje svih sastavnica domaće potražnje. S obzirom na oporavak domaće i inozemne potražnje očekuje se i rast uvoza, pri čemu se projicira da bi doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu mogao biti pozitivan. Ocjenjuje se da su uz središnju ocjenu i projekciju rasta realnog BDP-a u 2020. i 2021. godini rizici dominantno negativno raspršeni. Ocijenjene i projicirane veličine BDP-a i njegovih sastavnica izložene su iznimno velikom stupnju neizvjesnosti koji je poglavito vezan uz razvoj epidemiološke situacije, odnosno uspjeha u ograničavanju širenja virusa i istodobnom reaktiviranju gospodarske aktivnosti, odnosno mogućnosti izbijanja novog vala pandemije prije nego što se pronade učinkovito medicinsko rješenje ili virus mutacijama znatnije oslabi. U tom kontekstu razmotren je i pesimistični scenarij koji uključuje drugi val epidemije, a kojim se predviđa pad realnog BDP-a Hrvatske od 11,4% u 2020. godini. Pritom treba istaknuti da ni osnovni ni pesimistični scenarij Projekcije monetarne politike HNB-a ne uključuju moguće učinke prijedloga Europske komisije o osnivanju dodatnog fonda za potrebe financiranja mjera gospodarskog oporavka od posljedica pandemije, a koje bi, ako se usvoje, u idućim godinama podržale brži gospodarski oporavak članica Europske unije.

Očekuje se da će reakcija tržišta rada u odnosu na ocijenjeni pad gospodarske aktivnosti u 2020. godini biti ublažena ponajprije mjerama Vlade RH za očuvanje radnih mjesta. Tako se nakon višegodišnjih povoljnih trendova na tržištu rada, za 2020. procjenjuje pad zaposlenosti od 3,2%, dok bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla povećati na 9,1% radne snage sa 6,6%, koliko je iznosila 2019. godine. Kada je riječ o plaćama, očekuje se pad plaća, i to ponajprije zbog smanjenja plaća u privatnom sektoru. Tijekom 2021. očekuje se postupan oporavak pokazatelja na tržištu rada.

Usporavanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena s 0,8% u 2019. na ocijenjenih -0,1% u 2020. ponajviše je rezultat očekivanoga znatnog pada cijena energije, zbog pojeftinjenja naftnih derivata. U nešto manjoj mjeri očekivano usporavanje inflacije u 2020. moglo bi biti i rezultat smanjenja prognozirane godišnje stope rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije, zbog smanjenja potražnje u uvjetima pandemije, koje se očekuje posebno u segmentu usluga povezanih s turizmom, usluga rekreacije i kulture te određenih polutrajnih i trajnih potrošnih dobara (primjerice odjeće i obuće, namještaja, automobila i sl.). Očekivano usporavanje godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2020. donekle poništava poskupljenje cigareta te zašćerenih i alkoholnih pića zbog povećanja trošarina u travnju 2020. Također, porast jediničnih troškova rada koji se očekuje s obzirom na znatan pad produktivnosti rada ublažavat će pritiske na smanjenje cijena. Za razliku od cijena energije i neprehrambenih proizvoda, ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja stopa rasta cijena hrane u 2020. mogla

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
<b>Nacionalni računi (realne stope promjene, %)</b>											
BDP	-0,3	-2,2	-0,5	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,7	2,9	-9,7	6,2
Osobna potrošnja	1,0	-2,4	-1,6	-2,5	0,2	3,1	3,2	3,2	3,6	-5,3	4,6
Državna potrošnja	0,5	-1,4	-0,1	1,8	-0,9	0,5	2,2	1,3	3,3	1,9	3,4
Investicije u fiksni kapital	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	6,5	5,1	4,1	7,1	-12,1	6,8
Izvoz robe i usluga	2,3	-1,5	2,5	7,4	10,3	7,0	6,8	3,7	4,6	-38,1	44,5
Uvoz robe i usluga	3,2	-2,9	3,3	3,2	9,4	6,5	8,4	7,5	4,8	-30,8	36,5
<b>Tržište rada</b>											
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,3	2,3	-3,2	2,0
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,4	11,6	9,2	7,6	10,6	9,2
Stopa nezaposlenosti (anketna)	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6	9,1	7,8
<b>Cijene</b>											
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	-0,1	0,7
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene na kraju razdoblja, %)	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,4	-0,6	1,1
<b>Vanjski sektor</b>											
Tekući račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,8	-1,8	-1,1	0,2	3,3	2,1	3,5	1,8	2,8	-0,4	0,5
Tekući i kapitalni račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,6	-1,5	-0,9	0,6	4,0	3,6	4,6	3,3	4,8	2,0	2,7
Bruto inozemni dug (u % BDP-a)	109,6	108,2	110,8	113,1	108,0	95,9	88,9	82,7	75,7	81,7	76,5
<b>Monetarna kretanja (stope promjene, %)<sup>a</sup></b>											
Ukupna likvidna sredstva – M4	5,6	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,5	2,9	8,1	2,7
Ukupna likvidna sredstva – M4 <sup>b</sup>	4,4	3,5	3,8	2,4	4,6	5,3	3,2	6,1	3,5	6,5	2,8
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	4,8	2,9
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru <sup>b</sup>	3,5	-1,2	0,8	-1,5	-2,3	1,1	2,9	4,4	4,2	3,7	3,1
Plasmani kreditnih institucija poduzećima <sup>b</sup>	7,6	-1,5	1,8	-3,7	-3,0	3,2	2,5	1,9	0,4	6,9	3,4
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu <sup>b</sup>	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,8	0,5	4,0	6,2	7,4	1,5	3,3

<sup>a</sup> Pokazatelji monetarnih kretanja isključuju učinak repo kredita. <sup>b</sup> Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu HNB-a br. 221).



ubrzzati zbog povećane potražnje, kao i šokova na strani ponude hrane uzrokovanih pandemijom, a koji se odnose na prekide u lancima nabave zbog zatvaranja granica, moguće ograničavanje izvoza hrane pojedinih zemalja i sl. Uz to, ubrzanje godišnjeg rasta cijena hrane u 2020. rezultat je i pozitivnog učinka baznog razdoblja zbog prestanka djelovanja izmjena u sustavu PDV-a s početka 2019. na godišnju stopu inflacije te rasta cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu. U 2021. očekuje se ubrzanje inflacije potrošačkih cijena na 0,7% kao rezultat povećanja godišnje stope promjene cijena energije, ponajviše zbog očekivanog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane, uravnoteženi.

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao bi u 2020. biti primjetno manji u odnosu na ostvarenje iz 2019. kao rezultat snažnog smanjenja prihoda od turizma i time nižeg neto izvoza usluga. Nasuprot tome, nepovoljna bi kretanja moglo ublažiti poboljšanje salda na svim ostalim podračunima, a posebno u robnoj razmjeni s inozemstvom, u kojoj se očekuje izraženija kontrakcija robnog uvoza nasuprot izvozu. Iako će pad inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera negativno utjecati na robni izvoz, još izrazitiji očekivani pad uvoza posljedica je prognoziranog pada osobne i investicijske potrošnje te uvozne ovisnosti izvoza. Kod tokova kapitala očekuje se daljnje razduživanje domaćih sektora, ali bi se unatoč tome relativni pokazatelj bruto inozemne zaduženosti mogao pogoršati zbog pada nominalnog BDP-a. U 2021. višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se povećati kao rezultat oporavka prihoda od turizma, uz nastavak prekriznog trenda poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemnih obveza, privremeno prekinutog u 2020. godini.

Na pogoršanje gospodarskih i financijskih uvjeta uzrokovano pandemijom koronavirusa HNB je reagirao nizom mjera s ciljem očuvanja stabilnosti tečaja kune prema euru i održavanja

povoljnih uvjeta financiranja za domaće sektore. Kako bi spriječio slabljenje kune i osigurao dostatnu deviznu likvidnost, HNB je prodao bankama ukupno 2,7 mlrd. EUR, od čega je najveći dio prodan krajem ožujka i početkom travnja, nakon čega se tečaj kune uglavnom stabilizirao. Kunsku likvidnost povučenu prodajom deviza HNB je i više nego nadomjestio drugim mjerama monetarne politike, uključujući strukturne i redovite operacije, smanjenje stope obvezne pričuve i kupnju državnih obveznica na sekundarnom tržištu koju je HNB započeo u ožujku radi stabilizacije tržišta državnih vrijednosnih papira. Zahvaljujući tome, kunska se likvidnost zadržala na visokim razinama, a prinosi na državne obveznice i troškovi zaduživanja kod domaćih banaka uglavnom nisu znatnije porasli. Ipak, slabljenje gospodarske aktivnosti odrazilo se na pooštavanje standarda odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu te na usporavanje kreditiranja stanovništva. S druge strane, kod kreditiranja poduzeća zabilježen je snažan porast tijekom veljače i ožujka, na što je utjecalo povećanje investicijskih kredita i kredita za obrtna sredstva, no taj je rast u travnju i svibnju zaustavljen. U nastavku godine očekuje se nastavak usporavanja kredita stanovništvu i jače financiranje poduzeća, čemu bi mogle pogodovati i mjere za ublažavanje negativnih posljedica pandemije.

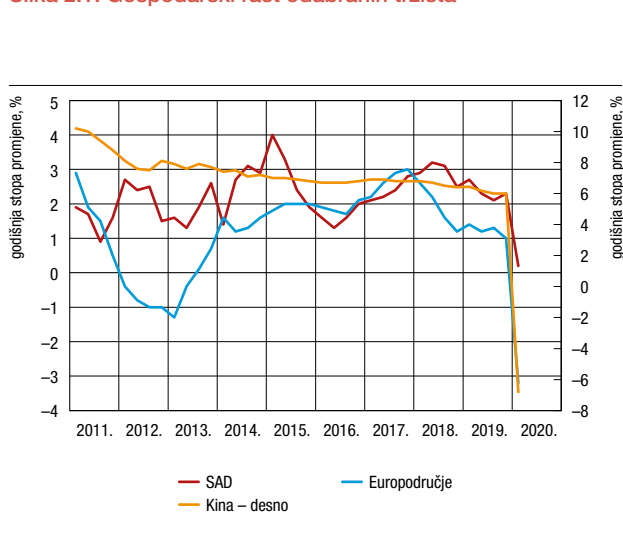
Kada je riječ o fiskalnoj politici, prema Programu konvergencije RH za 2020. i 2021. te izmjenama i dopunama proračuna za 2020. godinu, nakon viška proračuna opće države u 2019. od 0,4% BDP-a, u 2020. bi, pod utjecajem globalne i domaće recesije, mogao biti ostvaren manjak opće države u iznosu od 6,8% BDP-a. Za 2021. godinu predviđa se manjak opće države u iznosu od 2,4% BDP-a. Proljetne projekcije Europske komisije iz svibnja 2020. godine predviđaju nešto viši manjak u 2020. godini (7,1% BDP-a), ali i manje izražen manjak u 2021. godini (2,2% BDP-a). Istodobno, nakon izraženog povećanja omjera duga opće države i BDP-a u 2020., on bi se u 2021. trebao ponovno naći na silaznoj putanji.

## 2. Kretanja u globalnom okružju

Pandemija koronavirusa snažno se odrazila na svjetsko gospodarstvo te je u prvom tromjesečju 2020. zabilježeno široko rasprostranjeno pogoršanje kretanja u međunarodnom okružju. Ipak, pogoršanje nije bilo jednakog intenziteta u svim dijelovima svijeta s obzirom na različitu epidemiološku situaciju i različito vrijeme uvođenja epidemioloških mjera (Slika 2.1). Tako je najizraženiji pad gospodarske aktivnosti bio u Kini, gdje su u velikom dijelu zemlje najstrože epidemiološke mjere bile na snazi upravo tijekom prva tri mjeseca ove godine, dok je pad u europodručju bio primjetno manji jer je većina članica karantenu uvela tek potkraj tromjesečja. Za razliku od toga, SAD je bio posljednji među razvijenim zemljama koje su uvele najstrože mjere, zbog čega je u SAD-u u prvom tromjesečju na godišnjoj razini zabilježen blagi rast gospodarske aktivnosti. Ipak, rani pokazatelji upućuju na rekordan pad gospodarske aktivnosti u razvijenim zemljama u drugom tromjesečju. Pogoršanje gospodarskih kretanja bez presedana rezultiralo je snažnim pooštavanjem uvjeta financiranja na novčanim tržištima i izrazitim padom vrijednosti vodećih burzovnih indeksa. Međutim, zahvaljujući snažnom odgovoru središnjih banaka diljem svijeta te izrazito ekspanzivnoj monetarnoj politici, financijska su tržišta vrlo brzo stabilizirana, a uvjeti financiranja ostali su razmjerno povoljni, posebice ako se promatraju prinosi na državne obveznice.

Vrlo dobra ostvarenja američkoga gospodarstva krajem

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta



Izvori: Eurostat; BEA; NBS; MMF

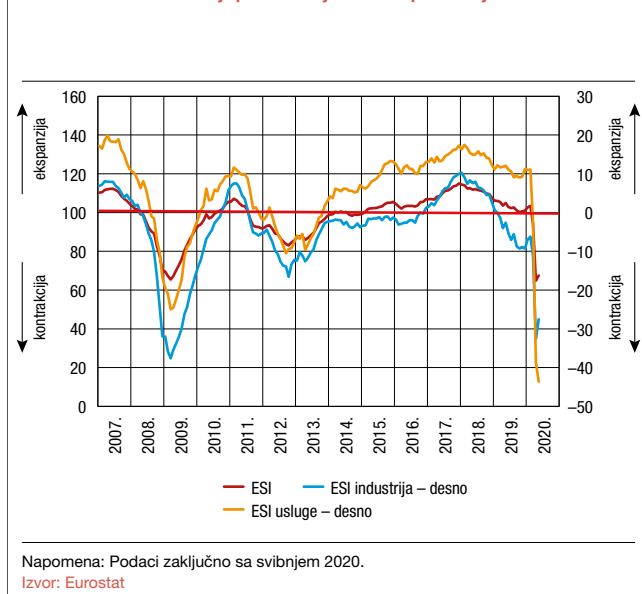
prošle godine sugerirala su da je zaustavljen trend usporavanja rasta koji je započeo još u proljeće 2018. nakon intenziviranja

trgovinskih napetosti s glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, posebice Kinom. Ipak, nakon izbijanja pandemije i u razvijenim zemljama rast američkoga gospodarstva na godišnjoj se razini primjetno usporio: s 2,3% u posljednjem tromjesečju 2019. na samo 0,2% u prva tri mjeseca 2020. godine. Izrazito se snažna kontrakcija očekuje u drugom tromjesečju s obzirom na restriktivne epidemiološke mjere koje su na snazi bile tijekom najvećeg dijela travnja i svibnja. Nepovoljnim kretanjima u prva tri mjeseca pridonijele su sve sastavnice agregatne potražnje, pri čemu je ostvaren snažan pad investicija i izvoza.

Tijekom cijele 2019. gospodarstvo europodručja bilo je opterećeno problemima u prerađivačkoj industriji, posebice onoj izvozno orijentiranih članica zbog snažnog slabljenja inozemne potražnje, a s približavanjem kraja godine bili su sve vidljiviji znakovi prelijevanja nepovoljnih kretanja i na uslužni sektor (Slika 2.2.). Stoga je ekonomski šok izazvan pandemijom koronavirusa zatekao europsko gospodarstvo u prilično nepovoljnim okolnostima, posebno ako se uzme u obzir da je pandemijom najpogođenija Italija, odnosno članica čije je gospodarstvo već opterećeno makroekonomskim neravnotežama i strukturnim slabostima. Tako je u prva tri mjeseca u europodručju zabilježena kontrakcija od 3,2% na godišnjoj razini. Iako su pad zabilježile sve članice europodručja, on je ipak bio najizraženiji kod najvećih članica poput Italije, Španjolske i Francuske, dok je u Njemačkoj bio nešto manji, što se djelomično može povezati s povoljnijom epidemiološkom situacijom. Međutim, rani indikatori gospodarske aktivnosti za drugo tromjesečje pokazuju da se s pogoršanjem epidemiološke situacije kontrakcija u europodručju dodatno produbila te da bi mogla biti primjetno snažnija negoli tijekom globalne financijske krize (2008./2009.) te javnodružničke krize u Europi (2010. – 2012.).

Nakon nekoliko desetljeća neprekidnog rasta kinesko je gospodarstvo u prvom tromjesečju 2020. iskazalo pad gospodarske aktivnosti od 6,8% na godišnjoj razini. Naime, nakon izbijanja epidemije početkom godine kineske su vlasti uvele restriktivne epidemiološke mjere već u siječnju, stoga je onemogućen normalan rad kineske prerađivačke industrije, što se negativno odrazilo na globalne lance vrijednosti. Snažnom padu kineskoga gospodarstva dodatno je pridonijela činjenica da su se mjere ograničenja kretanja ljudi vremenski podudarale s novogodišnjim praznicima, odnosno razdobljem u godini kada stanovnici Kine tradicionalno najviše troše i putuju.

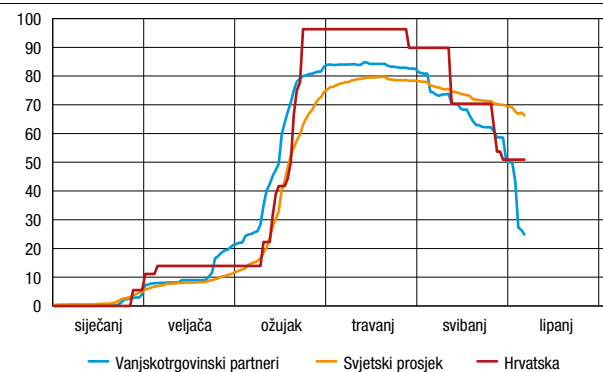
Slika 2.2. Pokazatelji pouzdanja u europodručju



## Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod svih najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera u prva tri mjeseca 2020. zabilježena su izrazito nepovoljna gospodarska kretanja. To se posebno odnosi na trgovinske partnere iz europodručja, ponajprije Italiju koja je pandemijom jedna od najpogođenijih zemalja svijeta. Istodobno je pad gospodarske aktivnosti kod ostalih značajnih partnera iz europodručja poput Slovenije, Austrije ili Njemačke bio zamjetno manji. S druge strane, nepovoljni su trendovi bili znatno manje izraženi kod trgovinskih partnera izvan europodručja, a koji se nalaze u neposrednom okružju poput Mađarske ili u jugoistočnoj regiji poput Bosne i Hercegovine i Srbije, što se može povezati sa znatno povoljnijom epidemiološkom situacijom u spomenutim zemljama negoli u europodručju u tom razdoblju. Iako se u drugom tromjesečju kod glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera očekuje rekordni pad gospodarske aktivnosti, ipak treba naglasiti da je spomenuta skupina zemalja od početka svibnja primjetno brže ublažavala rigoroznost epidemioloških mjera u odnosu na ostatak svijeta (Slika 2.3.), što bi se moglo povoljno odraziti na brzinu ekonomskog oporavka.

Slika 2.3. Indeks rigoroznosti epidemioloških mjera glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera u odnosu na svjetski prosjek



## Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika

Što se tiče cijena sirovina, početak 2020. godine obilježio je trend pada cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Cijena barela sirove nafte tipa Brent tako je na kraju travnja iznosila 24 USD, te je bila za 65% niža u odnosu na cijenu krajem 2019. godine. Pad cijena tijekom prva četiri mjeseca može se objasniti činiteljima i na strani potražnje i na strani ponude. Činitelji na strani potražnje odnose se na smanjenje globalne potražnje zbog pandemije koronavirusa, dok činitelji na strani ponude obuhvaćaju nepostizanje dogovora između Saudijske Arabije i Rusije o smanjenju proizvodnje nafte te sve većih zaliha najvećih svjetskih proizvođača sirove nafte.

Trend pojeftinjenja sirove nafte zaustavljen je početkom svibnja, nakon čega je cijena barela do kraja mjeseca porasla do 37 USD. Rast cijena prije svega odražava dogovor između zemalja članica OPEC-a i drugih proizvođača nafte o smanjenju proizvodnje kao odgovor na smanjenje potražnje za naftom prouzročeno pandemijom koronavirusa. Rastu cijena pridonijelo je i ranije popuštanje ograničenja uvedenih zbog pandemije koronavirusa, što je utjecalo na povećanje potražnje za naftom.

Cijene sirovina bez energije tijekom prvih su se pet mjeseci

2020. godine smanjile. Na to je najviše djelovalo pojeftinjenje metala i prehrambenih sirovina pod utjecajem pandemije koronavirusa. Izraženiji pad cijena metala dogodio se tijekom prva četiri mjeseca 2020. godine, nakon čega su se s ponovnim pokretanjem industrije u Kini te povećanjem potražnje cijene djelomično oporavile. Istodobno se pad cijena prehrambenih sirovina odnosio na većinu ovih proizvoda, a ponajviše na ulja i masnoće te žitarice. Među rijetkim su proizvodima čije su cijene porasle bili šećer, zbog manje proizvodnje u Indiji kao najvećem svjetskom proizvođaču nego što se očekivalo, te riža.

Nakon nekoliko godina postupne normalizacije monetarna se politika u SAD-u brzim djelovanjem ponovno vratila u područje nekonvencionalne monetarne politike. Kako bi ublažio negativne ekonomske posljedice pandemije, Fed je već na prve naznake pogoršanja epidemiološke slike u svijetu snažno reagirao i na više izvanrednih sastanaka smanjio referentni raspon kamatne stope na najnižu razinu te uveo više programa financiranja koji su rezultirali snažnim povećanjem bilance Feda. Istodobno je ESB s ciljem održavanja financijske stabilnosti i povoljnih uvjeta financiranja svih sektora gospodarstva također vrlo snažno reagirao nizom mjera monetarne politike poput dodatnog programa otkupa državnih i korporativnih obveznica te dodatnih operacija dugoročnog financiranja banaka. U istom razdoblju i Fed i ESB sklopili su ugovore o valutnoj zamjeni s velikim brojem središnjih banaka kako bi osigurali dostatnu dolarsku odnosno eursku likvidnost svjetskoga gospodarstva.

Trenutačna kretanja na financijskim tržištima, posebice kretanje prinosa na državne obveznice, pokazuju da su središnje banke u najvećem broju slučajeva uspjele održati financijsku stabilnost i povoljne uvjete financiranja. No uvjeti financiranja mjereni indeksom EMBI za europska tržišta u nastajanju, među koje se ubraja i Hrvatska, donekle su se popravili nakon inicijalnoga vidljivog pogoršanja, tako da su i dalje razmjerno povoljni. Osim toga, globalni uvjeti financiranja ostali su relativno povoljni unatoč snažnom pogoršanju fiskalnih pozicija najvećeg broja zemalja svijeta zbog smanjenja proračunskih prihoda tijekom obustave gospodarske aktivnosti te izrazitog povećanja rashoda za potrebe financiranja mjera za suzbijanje ekonomskih posljedica pandemije, ponajprije usmjerenih na tržište rada. Iako je odgovor fiskalne politike bio izrazito snažan i na globalnoj razini iznosio je oko devet trilijuna dolara<sup>1</sup>, on se primjetno razlikovao među zemljama s obzirom na relativno značenje i strukturu fiskalnog paketa. Ujedno su velike razlike između fiskalnih paketa SAD-a i članica europodručja.<sup>2</sup>

Recentna kretanja u međunarodnom okružju snažno su se odrazila i na kretanja na svjetskom deviznom tržištu. Tako je američki dolar tijekom prvih pet mjeseci 2020. snažno ojačao prema euru te je na kraju svibnja 2020. tečaj dolara prema euru iznosio 1,09 EUR/USD, što je za 1,9% manje u odnosu na kraj 2019. Jačanje dolara odraz je specifične uloge koju ta valuta ima u globalnoj ekonomiji, odnosno povećane nesklonosti investitora riziku po izbijanju epidemije i stoga veće potražnje za sigurnom imovinom, među koju spada i američki dolar. Trend jačanja dolara zaustavljen je tek nakon što je Fed sklopio ugovore o valutnim zamjenama s većim brojem središnjih banaka i time osigurao dostatnu dolarsku likvidnost svjetskoga gospodarstva. Slična su kretanja zabilježena i kod tečaja švicarskog franka. Tako je tečaj švicarskog franka prema euru na kraju svibnja bio za 3,2% niži nego na kraju prosinca 2019. te je iznosio 1,06 EUR/CHF.

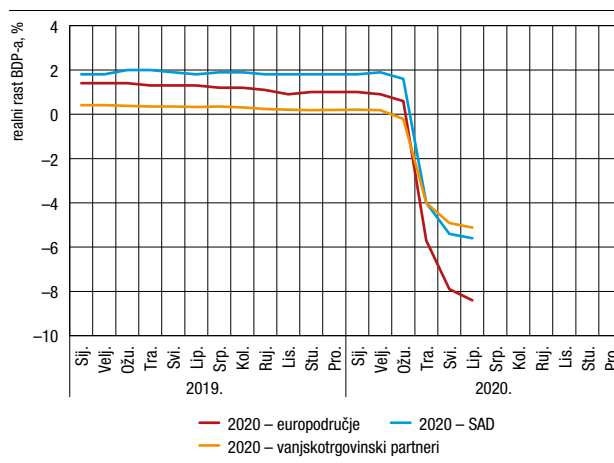
<sup>1</sup> Prema podacima Deutsche Bank Research

<sup>2</sup> EU trenutačno ne primjenjuje fiskalna pravila iz Pakta o stabilnosti i rastu. S obzirom na to da je kriza uzrokovana bolešću COVID-19 događaj koji je izvan kontrole država i koji uvelike utječe na javne financije, primjenjuje se odredba Pakta o neuobičajenom događaju.

## Projicirana kretanja

Nakon izbijanja pandemije koronavirusa očekivanja rasta svjetskoga gospodarstva snažno su se pogoršala. Još u ožujku očekivala se pozitivna stopa realnog rasta BDP-a u 2020. u SAD-u i europodručju te stagnacija najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, a već sljedećeg mjeseca očekivala se kontrakcija snažnija negoli tijekom globalne financijske krize (Slika 2.4.).

Slika 2.4. Kretanje očekivanog rasta realnog BDP-a u 2020. za odabrane zemlje

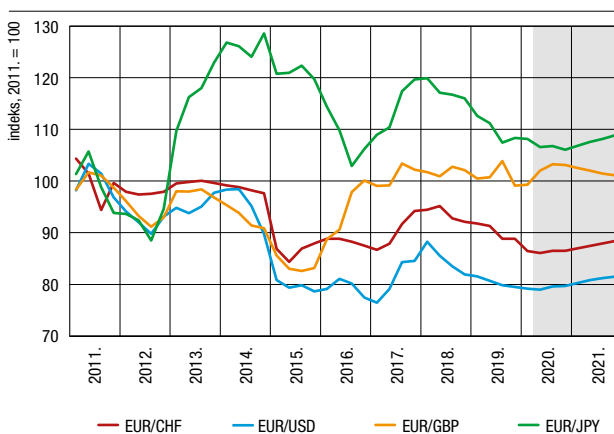


Izvor: Consensus Forecasts

Projekcija se temelji na pretpostavci stabilizacije epidemiološke situacije u svijetu tijekom druge polovine 2020. te postupnoj normalizaciji i oporavku gospodarske aktivnosti i svjetske trgovine. Pritom se očekuje nastavak izrazito ekspanzivne monetarne politike Feda i ESB-a. Nadalje, očekuje se postupni oporavak cijena sirove nafte, dok bi se cijene ostalih sirovina bez energenata u 2020. mogle blago smanjiti.

Prema očekivanjima objavljenima u *Foreign Exchange Consensus Forecasts* iz lipnja, nakon slabljenja u 2020., do kraja 2021. očekuje se oporavak eura na svjetskom deviznom tržištu (Slika 2.5.). Pritom bi prosječni tečaj američkog dolara prema euru u 2020. mogao iznositi 1,11 EUR/USD, što je za 1,3%

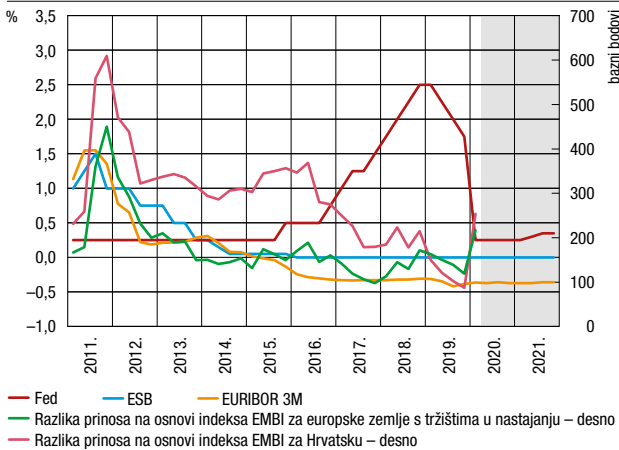
Slika 2.5. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.

Izvori: Eurostat; Foreign Exchange Consensus Forecasts (lipanj 2020.)

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



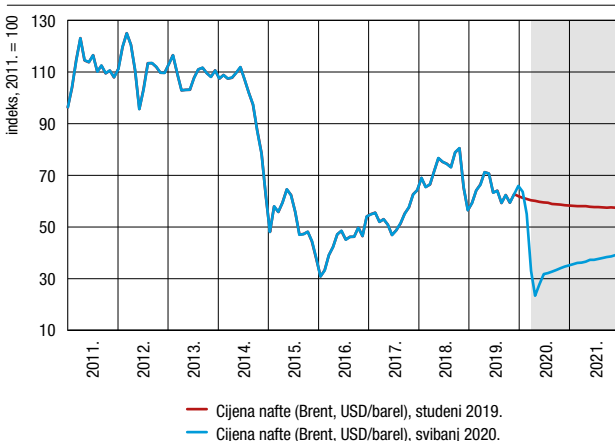
Izvor: Bloomberg

niže od 1,12 EUR/USD ostvarenih u 2019. Kada je riječ o švicarskom franku, prosječni bi tečaj u 2020. mogao iznositi 1,07 EUR/CHF ili za 4,2% niže nego u 2019. godini.

Tržišta do daljnjeg očekuju nastavak izrazito ekspanzivne monetarne politike. Ključne kamatne stope mogle bi ostati na sadašnjim vrlo niskim razinama tijekom najvećeg dijela projekcijskog razdoblja, a posebice u 2020. i 2021. godini (Slika 2.6.). Za sada se očekuje samo blago podizanje referentnog raspona kamatne stope Feda u drugoj polovini 2021. godine. Kada je riječ o normalizaciji monetarne politike, ponovno bi prvi korak mogao učiniti Fed, i to ukidanjem nekonvencionalnih mjera, poput različitih programa financiranja svih sektora ekonomije, ali za sada nema jasnih naznaka kada bi to moglo biti.

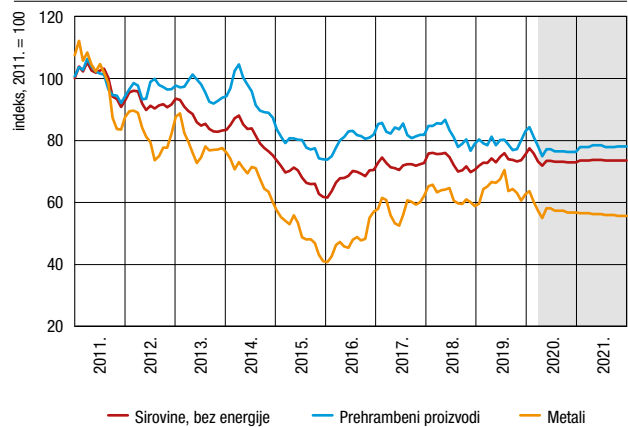
Kada je riječ o cijenama sirovina na svjetskom tržištu, tržišna očekivanja upućuju na to da bi se u nastavku tekuće, kao i u sljedećoj godini, cijena sirove nafte mogla djelomično oporaviti (Slika 2.7.). Na oporavak bi pritom moglo utjecati daljnje smanjenje proizvodnje sirove nafte od strane zemalja članica OPEC-a i drugih svjetskih proizvođača nafte kao i oporavak globalne potražnje za naftom brži od očekivanog. Unatoč takvom očekivanju, na kraju 2021. cijena bi mogla biti gotovo za trećinu niža u

**Slika 2.7. Cijene sirove nafte na svjetskom tržištu**



Izvori: Bloomberg (Brent crude oil futures); ocjena HNB-a

**Slika 2.8. Cijene sirovina bez energije na međunarodnom tržištu**



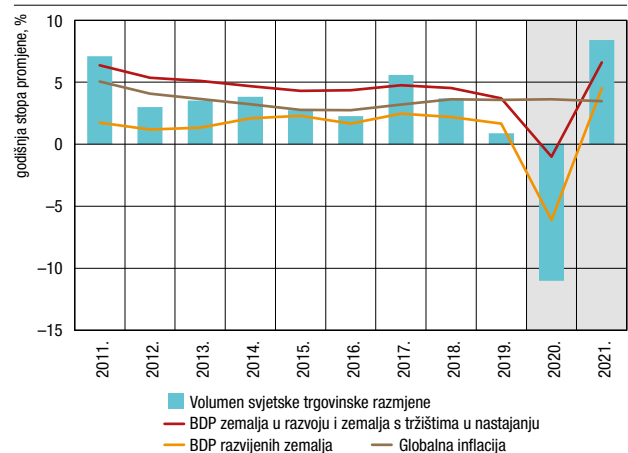
Izvor: MMF

usporedbi s prognoziranom cijenom iz studenoga 2019. godine.

Nasuprot tome, cijene ostalih sirovina mogle bi se na razini cijele 2020. blago smanjiti (Slika 2.8.). Pritom bi pojeftinjenje metala, prehrambenih proizvoda i poljoprivrednih sirovina moglo biti tek djelomično poništeno rastom cijena pića. U nastavku progiciranog razdoblja cijene sirovina bez energije mogle bi tek neznatno pasti, ponajviše zbog očekivanog pada cijena metala te u manjoj mjeri poljoprivrednih sirovina.

Prema projekcijama MMF-a (WEO, travanj 2020.), uz pretpostavku da se pandemija suzbije i nestane u drugoj polovini godine, očekuje se pad svjetskoga gospodarstva od 3,0% u 2020., što je zamjetno snažnija kontrakcija negoli primjerice za vrijeme globalne financijske krize tijekom 2008. i 2009. godine (Slika 2.9.). Pritom bi pad gospodarske aktivnosti mogao biti široko rasprostranjen, i među razvijenim zemljama i među zemljama s tržištima u nastajanju. Iznimke su Kina i Indija, u kojima se očekuje blagi rast gospodarstva na godišnjoj razini, ali primjetno slabijom dinamikom u odnosu na pretkrizna ostvarenja. Za razliku od toga, u 2021. očekuje se snažan oporavak svjetskoga gospodarstva, od 5,8%, ponovno ponajviše zahvaljujući rastu u zemljama s tržištima u nastajanju, pri čemu treba napomenuti

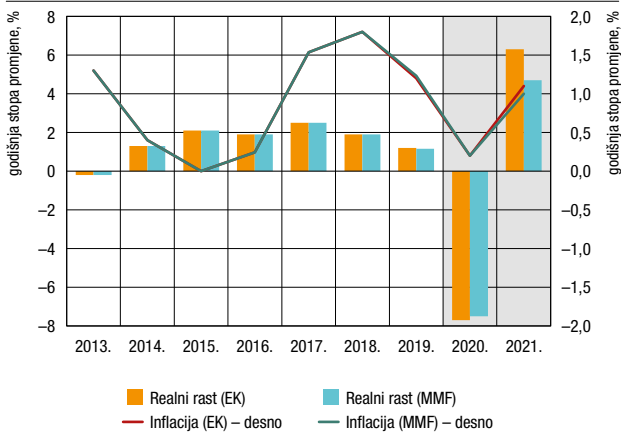
**Slika 2.9. Globalna gospodarska kretanja**



Izvor: MMF (WEO, travanj 2020.)

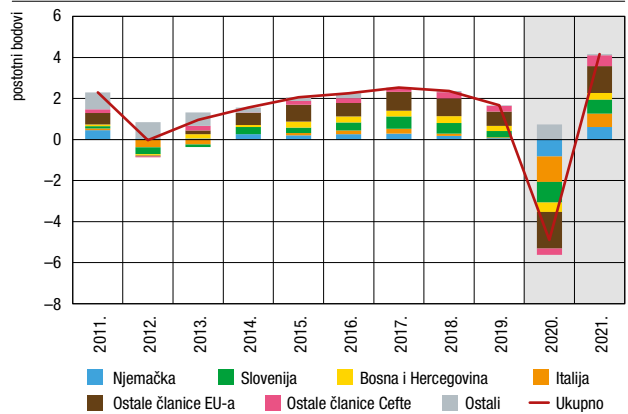


Slika 2.10. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: MMF (WEO, travanj 2020.); EK (svibanj 2020.)

Slika 2.11. Inozemna potražnja doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



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

Izvor: MMF (WEO, travanj 2020.)

da je projekcija u najvećoj mjeri izložena negativnim rizicima, posebno glede mogućih novih valova zaraze, koji bi dodatno usporili dinamiku gospodarskog oporavka.

Kontrakcija ekonomije europodručja u 2020. mogla bi prema procjenama MMF-a iznositi 7,5%, što je unatoč snažnom i brzom odgovoru monetarne i fiskalne politike najznačajniji pad gospodarske aktivnosti među razvijenim zemljama (Slika 2.10.). Također, MMF istodobno očekuje da bi u 2021. mogao biti zabilježen oporavak gospodarske aktivnosti od 4,7%. S druge strane, EK je u svibnju ove godine ocijenio pad gospodarske aktivnosti u 2020. u europodručju na 7,5%, ali za razliku od MMF-a očekuje u 2021. primjetno snažniji oporavak, koji bi mogao iznositi 6,3%. Na tragu projekcija spomenutih institucija, u projekciji monetarne politike HNB-a pretpostavlja se pad gospodarske aktivnosti u europodručju u 2020. od 7,5% na godišnjoj razini, praćen oporavkom u 2021. od 5,5%. Pritom treba naglasiti da se ni u jednom osnovnom scenariju projekcija spomenutih institucija ne očekuje brz povratak na razinu BDP-a iz 2019. godine.

U skladu s opisanim trendovima u globalnom gospodarstvu tijekom 2020. očekuje se snažan pad potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima (Slika 2.11.). Tome bi najviše mogao pridonijeti slabiji uvoz ključnih partnera iz europodručja, posebice Slovenije, Italije i Njemačke. S druge strane, u 2021. očekuje se snažan oporavak inozemne potražnje, čemu bi osim članica europodručja snažno mogle pridonijeti i države EU-a izvan zajedničkoga valutnog područja.

Trenutačno najveći rizik za globalnu ekonomiju čini visoka razina neizvjesnosti povezana sa samim kretanjem pandemije,

pogotovo glede novih valova pandemije, učinaka eventualnih epidemioloških mjera i pronalaska djelotvornoga medicinskog rješenja (lijeka ili cjepiva). U slučaju novih valova zaraze moguće je ponovno uvođenje i/ili pooštavanje mjera tjelesnog distanciranja. Publikacije vodećih međunarodnih financijskih institucija, poput MMF-a i ESB-a, objavljene nakon zaključenja projekcijskog ciklusa pokazuju da se trend pogoršavanja očekivanja glede globalnih gospodarskih kretanja nastavio<sup>5</sup>. S druge strane, osim rizika koji su izravno povezani s razvojem pandemije, pogoršanje ekonomskih prilika u svijetu dodatno povećava mogućnost materijalizacije ostalih rizika i idiosinkratskih ekonomskih šokova zbog akumuliranih makroekonomskih neravnoteža u svim najvažnijim gospodarstvima svijeta. Tako je dodatno naglašen rizik jačanja trenda usporavanja rasta ili recesije kineske ekonomije opterećene visokim i rastućim razinama duga svih ekonomskih sektora. Iako je Fed zasad uspio stabilizirati financijska tržišta, očekivana recesija u SAD-u povećava mogućnost naglašenije korekcije na američkom tržištu korporativnih obveznica koje je posljednjih godina snažno raslo zahvaljujući izrazito povoljnim uvjetima financiranja i potrazi ulagača za prinosom. Osim toga, snažan rast fiskalnih neravnoteža u europodručju ponovno dovodi u pitanje održivost javnog duga pojedinih članica, posebice Italije. Također, postoji mogućnost da kriza izazvana pandemijom dodatno ojača deglobalizacijske i protekcionističke trendove, iako su do trenutka izbivanja epidemije ti rizici bili primjetno ublaženi, s obzirom na to da je Ujedinjena Kraljevina formalno napustila EU uz ograničen dogovor s europskim vlastima, a SAD i Kina postigli su prvi dio trgovinskog sporazuma.

### 3. Agregatna ponuda i potražnja

Realni se BDP smanjio početkom 2020. za 1,2% u odnosu na prethodno tromjesečje, što je najznačajniji pad na tromjesečnoj razini od 2012. godine. Takva su kretanja posljedica snažnoga negativnog utjecaja pandemije koronavirusa na globalnu, a potkraj tromjesečja i domaću gospodarsku aktivnost. Niža ostvarenja u usporedbi s prethodnim tromjesečjem zabilježena su kod većine sastavnica BDP-a, pri čemu se najizraženije smanjio izvoz robe i usluga, a zatim i osobna potrošnja. Istodobno se državna

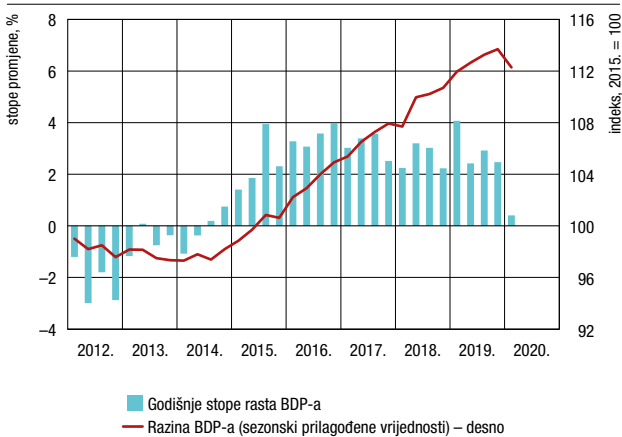
potrošnja povećala, dok je za investicijsku aktivnost zabilježen tek neznatan rast u usporedbi s krajem protekle godine.

Dostupni mjesečni pokazatelji za drugo tromjesečje upućuju na dodatno pogoršanje ekonomskih kretanja pa se očekuje snažan pad realnog BDP-a na tromjesečnoj razini.

<sup>5</sup> Primjerice MMF u ažuriranom lipanjskom izvješću WEO očekuje da bi kontrakcija gospodarske aktivnosti u 2020. mogla iznositi 4,9%, što je za 1,9 postotnih bodova više negoli u projekciji iz travnja.

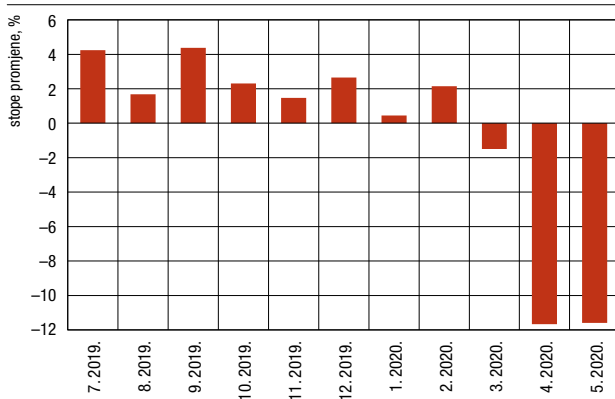


**Slika 3.1.a. Bruto domaći proizvod**  
realne vrijednosti



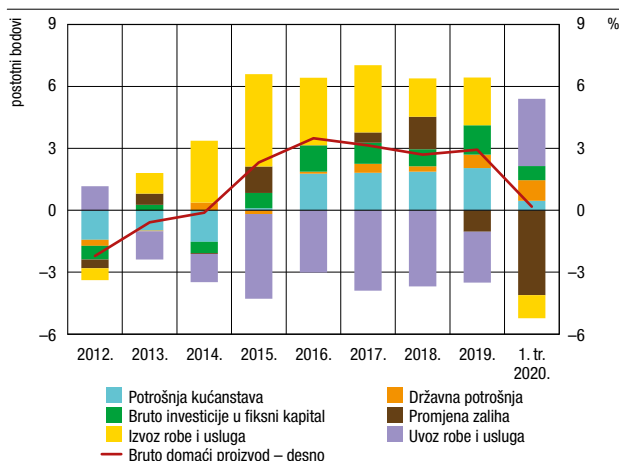
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.1.b. Procjena promjene BDP-a u pojedinim**  
mjesecima u odnosu na isto razdoblje prethodne godine



Izvor: HNB

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



Napomena: Podaci za 2020. godinu odnose se na prvo tromjesečje.

Izvor: DZS

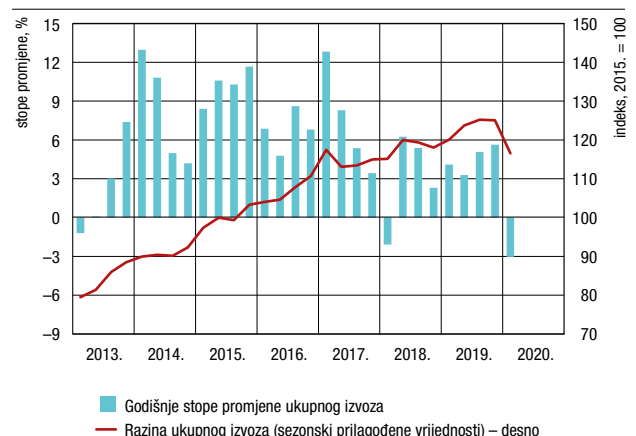
Slabljenje gospodarske aktivnosti početkom 2020. u odnosu na kraj prethodne godine rezultiralo je snažnim usporavanjem gospodarskog rasta na godišnjoj razini. Tako se realni BDP u prvom tromjesečju u usporedbi s istim razdobljem 2019. povećao samo za 0,4%, što je prosjek pozitivnih godišnjih stopa rasta u siječnju i veljači i negativne godišnje stope rasta u ožujku (Slika 3.1.b.). Godišnjem rastu BDP-a pozitivno je pridonio snažan pad uvoza robe i usluga te rast sastavnica domaće potražnje. Nasuprot tome, snažan negativan doprinos došao je od ukupnog izvoza i promjene zaliha (Slika 3.2.).

Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje kako se bruto dodana vrijednost smanjila za 0,7% u odnosu na prethodno tromjesečje, pri čemu je najviše pao BDV u djelatnostima trgovine na veliko i malo, prijevoza i skladištenja, smještaja te pripreme i usluživanja hrane, a smanjenje na tromjesečnoj razini zabilježeno je i za industriju, zatim financijske djelatnosti te ostale uslužne djelatnosti. Takva su kretanja rezultirala usporavanjem na godišnjoj razini pa je realni BDV u prvom tromjesečju ove godine bio za 1,0% viši u odnosu na isto razdoblje 2019. Negativna razlika između stopa rasta BDP-a i BDV-a pritom vjerojatno odražava manji iznos ostvarenih prihoda od indirektnih poreza u odnosu na godinu prije.

### Agregatna potražnja

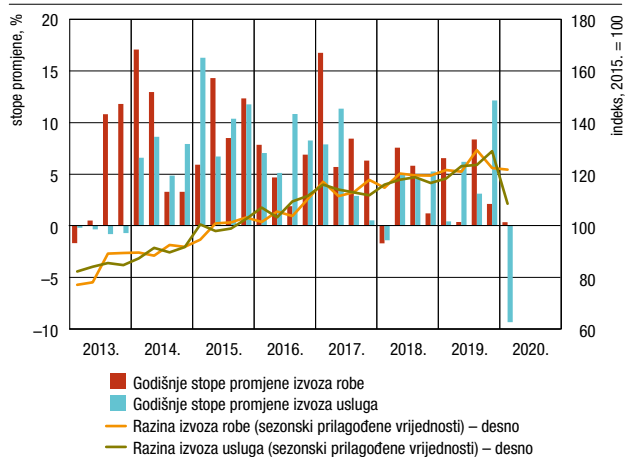
Realni izvoz robe i usluga u prvom se tromjesečju 2020. smanjio za 6,8% u odnosu na prethodno tromjesečje, nakon stagnantnih kretanja krajem protekle godine. To je posljedica izrazito loših ostvarenja u izvozu usluga, koji je u prvom tromjesečju bio za 15,8% manji u usporedbi s vrijednošću iz prethodna tri mjeseca. Spomenuti je pad u prvom redu bio rezultat nepovoljnih kretanja u turizmu, što odražava otežana putovanja zbog pandemije novoga koronavirusa, zbog čega je u prvom tromjesečju zabilježen godišnji pad noćenja stranih turista od 32,1% (godišnji pad od 72,7% u ožujku). Izvoz robe također je bio niži od ostvarenja iz prethodna tri mjeseca (-0,5%) pa se godišnji rast usporio na 0,3%. Nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju kako se u ožujku na mjesечноj razini smanjio izvoz svih glavnih industrijskih grupacija osim energije. Tako se u prva tri mjeseca ove godine, u usporedbi s prethodnim tromjesečjem, snažno smanjio izvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju i energije, dok je za ostale sastavnice GIG-a zabilježen rast zbog boljih ostvarenja na samom početku godine. Na godišnjoj se razini ukupan realni izvoz u prvom tromjesečju smanjio za 3,0% i time negativno

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



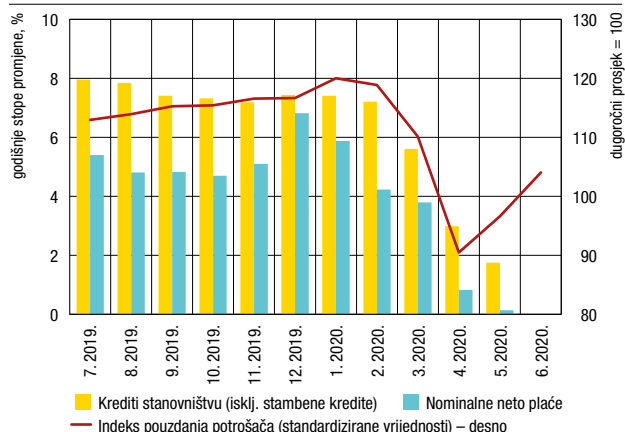
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Realni izvoz robe i usluga



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

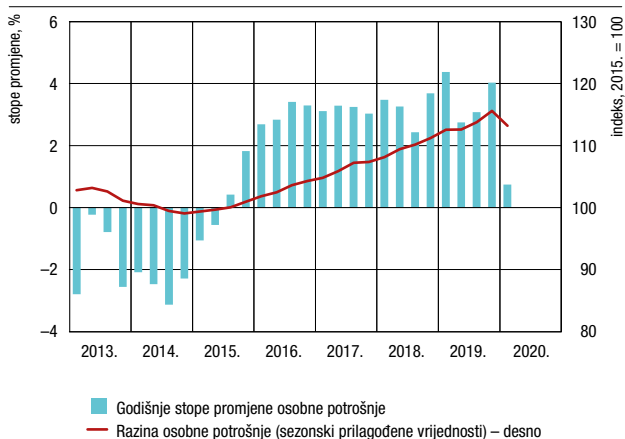
Slika 3.6.b. Odrednice osobne potrošnje nominalne vrijednosti i indeks



Napomena: Posljednji podaci za nominalne neto plaće i kredite stanovništvu odnose se na svibanj.

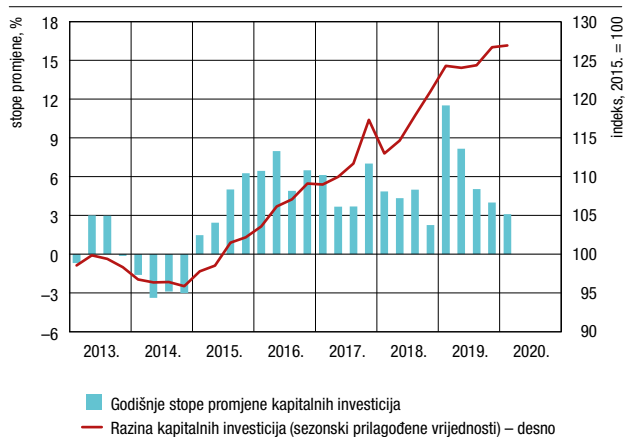
Izvori: DZS; Ipsos

Slika 3.5. Osobna potrošnja realne vrijednosti



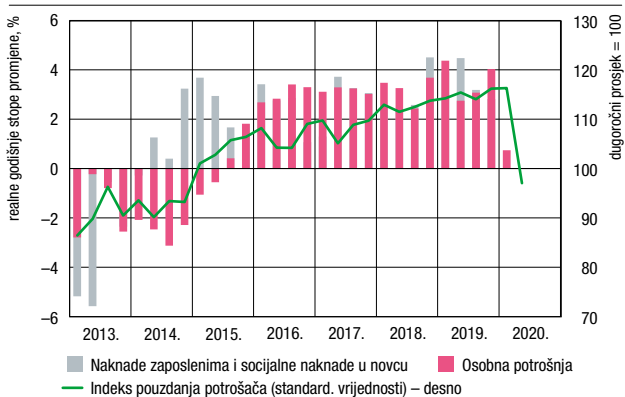
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

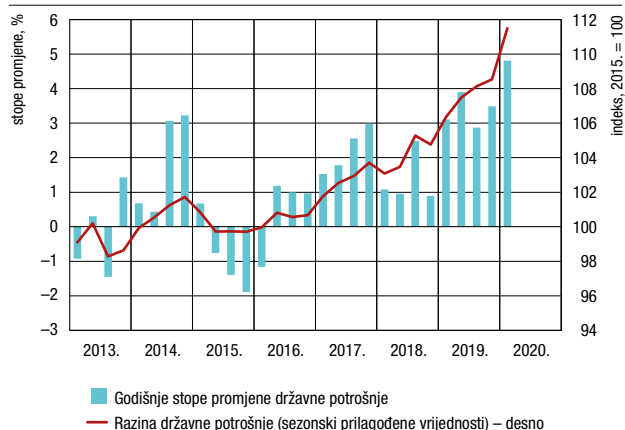
Slika 3.6.a. Odrednice osobne potrošnje realne vrijednosti i indeks



Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti Indeksa pouzdanja potrošača izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na lipanj 2020.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.8. Državna potrošnja realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

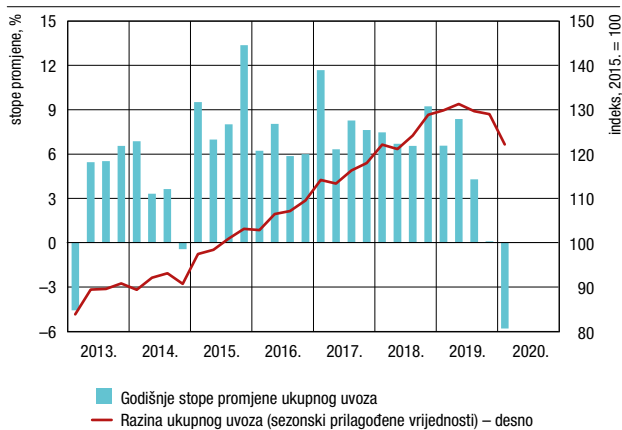
pridonio kretanju ukupne gospodarske aktivnosti.

Osobna se potrošnja u prvom tromjesečju 2020. smanjila za 2,1% u odnosu na prethodna tri mjeseca, što je prvo smanjenje na tromjesečnoj razini od 2014. godine i u njemu se ogledaju rast neizvjesnosti i nepovoljna kretanja na tržištu rada zbog pojave koronavirusa. U takvim je okolnostima snažno pao indeks pouzdanja potrošača te se spustio na iznimno nisku razinu. Potrošnja kućanstava ipak je pozitivno pridonijela kretanju ukupne gospodarske aktivnosti ostvarivši godišnji rast od 0,7% kao rezultat dobrih ostvarenja na samom početku godine.

Investicijska se aktivnost u prvom tromjesečju 2020. neznatno povećala (0,2% u odnosu na prethodno tromjesečje). Takva su kretanja rezultirala godišnjim rastom bruto investicija u fiksni kapital od 3,1%. Usporavanje godišnjeg rasta kapitalnih ulaganja (4,0% u prethodnom tromjesečju) vjerojatno odražava spori rast investicijske aktivnosti i privatnog sektora i opće države tijekom prva tri mjeseca ove godine, na što upućuju podaci o radovima na ostalim građevinskim objektima i zgradama, a na nepovoljna kretanja u privatnom sektoru upućuje pad uvoza kapitalnih dobara.

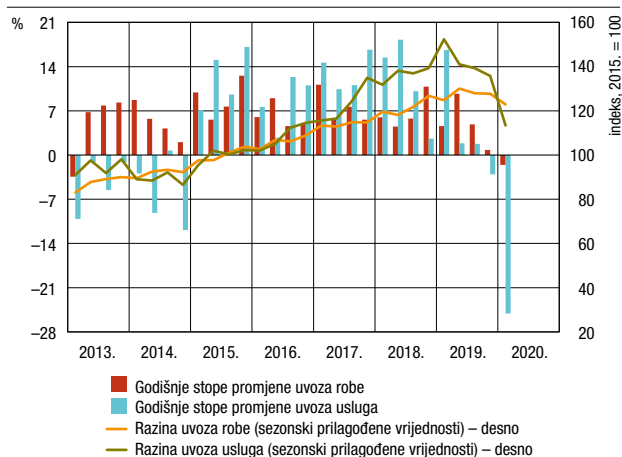
Državna potrošnja povećala se početkom 2020. za 2,7% u

**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)

odnosu na prethodna tri mjeseca pa se na godišnjoj razini rast ubrzao (4,8%). Time je u prvom tromjesečju ove godine državna potrošnja dala najveći pozitivan doprinos godišnjem rastu realnog BDP-a od svih sastavnica domaće potražnje.

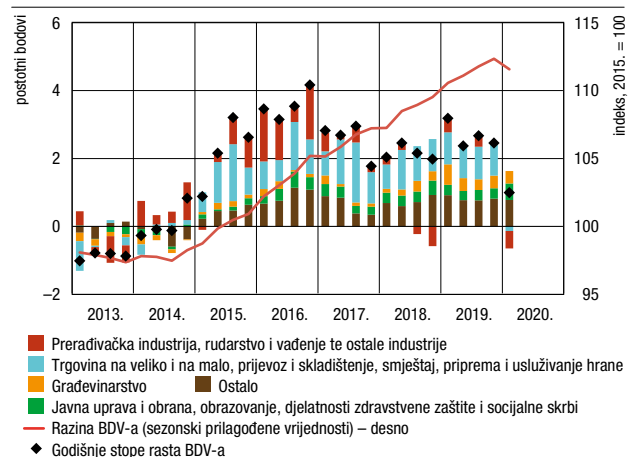
Uvoz robe i usluga snažno se smanjio početkom 2020., za 5,3% u odnosu na prethodno tromjesečje, odražavajući smanjenje ukupnog izvoza i osobne potrošnje, ali i slabljenje investicijske aktivnosti. Uvoz robe pao je za 3,8%, pri čemu nominalni podaci pokazuju da se od sastavnica glavnih industrijskih grupacija (GIG) na tromjesečnoj razini smanjio uvoz energije, kapitalnih proizvoda i trajnih proizvoda za široku potrošnju. Uvoz usluga smanjio se, u usporedbi s ostvarenjem iz prethodna tri mjeseca, za 16,5%. Takva su kretanja rezultirala godišnjim padom ukupnog uvoza od 5,8%, što je najsnažnija stopa smanjenja od 2010. godine. Budući da je pozitivan doprinos pada uvoza bio izraženiji od negativnog doprinosa pada izvoza, u prvom je tromjesečju doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu bio pozitivan (2,1 postotni bod).

### Agregatna ponuda

Bruto dodana vrijednost smanjila se za 0,7% u odnosu na prethodna tri mjeseca. Pad u odnosu na kraj protekle godine, kada je ostvareno povećanje od 0,5%, ponajprije je posljedica nižeg BDV-a u djelatnostima iz područja trgovine na malo, prijevoza i skladištenja. Osim toga, BDV se na tromjesečnoj razini smanjio u industriji, financijskim djelatnostima i ostalim uslužnim djelatnostima. Takva su kretanja rezultirala usporavanjem rasta BDV-a na godišnjoj razini od 1,0% (2,5% krajem protekle godine).

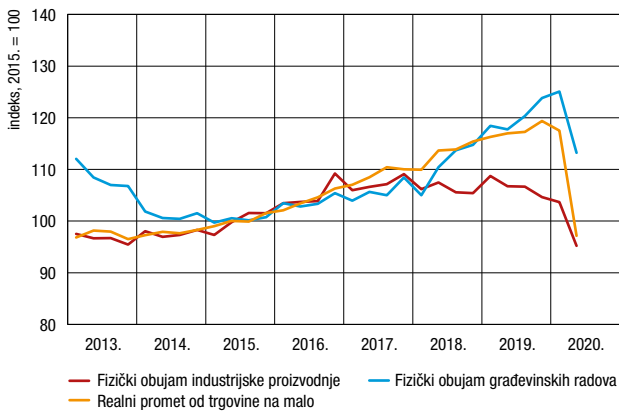
Model brze procjene BDP-a zasnovan na mjesečnim podacima, koji su dostupni uglavnom za travanj i svibanj, pokazuje da se gospodarska aktivnost u drugom tromjesečju ove godine snažno smanjila u odnosu na prethodna tri mjeseca. Industrijska je proizvodnja tako u svibnju snižena za 3,5% u odnosu na travanj, dok je u travnju i svibnju bila za 8,2% niža u odnosu na prosjek prvog tromjesečja 2020. Promatrano prema GIG-u, proizvodnja se na tromjesečnoj razini smanjila kod svih skupina dobara osim kod energije, a najsnažniji pad na tromjesečnoj razini (za gotovo 50%) zabilježila je proizvodnja trajnih proizvoda za široku potrošnju. Realni promet od trgovine na malo smanjio se u travnju za rekordnih 19,8% u odnosu na ožujak, a u svibnju je zabilježen oporavak jer je porastao za 23,5%. Promatrano na tromjesečnoj razini, promet od trgovine na malo u travnju

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



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

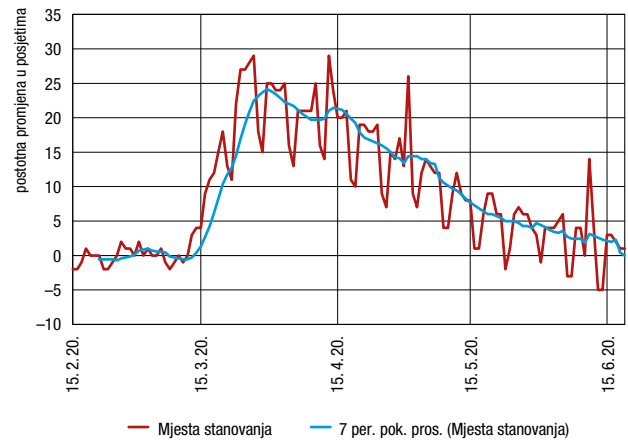
**Slika 3.12.a. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti sezonski prilagođene vrijednosti**



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za drugo tromjesečje 2020. za građevinu odnose se na travanj, a za industriju i trgovinu na travanj i svibanj.

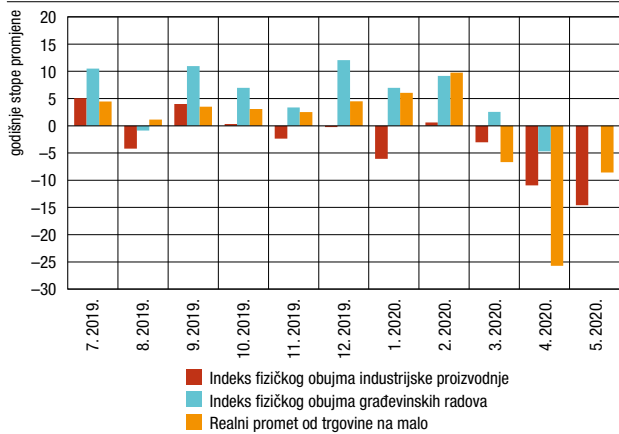
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.12.d. Trendovi mobilnosti za mjesta stanovanja**



Izvor: Google, Izvješće o mobilnosti populacije u vezi s pandemijom bolesti COVID-19

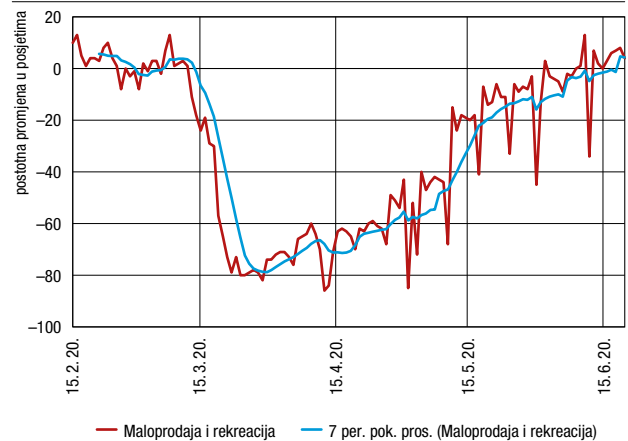
**Slika 3.12.b. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti godišnje stope promjene**



Napomena: Posljednji podatak za fizički obujam građevinskih radova odnosi se na travanj.

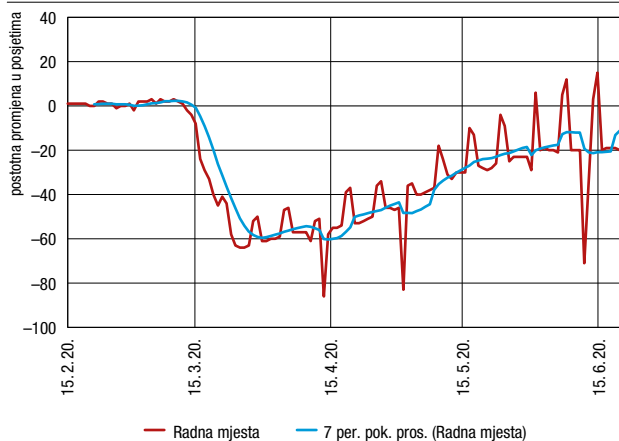
Izvor: DZS

**Slika 3.12.e. Trendovi mobilnosti za maloprodaju i rekreaciju**



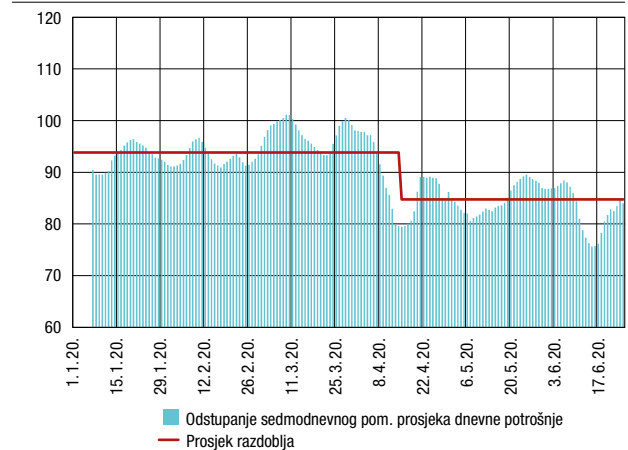
Izvor: Google, Izvješće o mobilnosti populacije u vezi s pandemijom bolesti Covid-19

**Slika 3.12.c. Trendovi mobilnosti za radna mjesta**



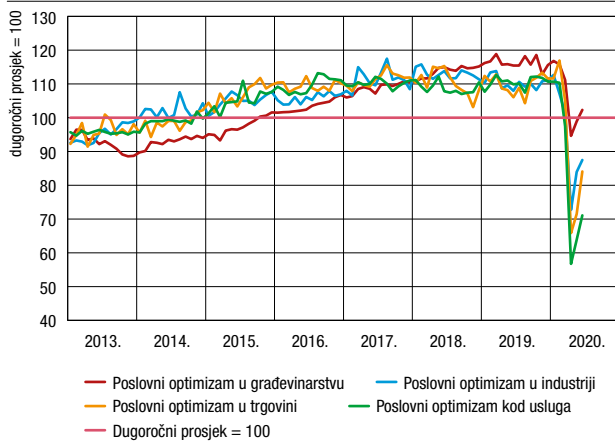
Izvor: Google, Izvješće o mobilnosti populacije u vezi s pandemijom bolesti COVID-19

**Slika 3.12.f. Odstupanje prosječne potrošnje električne energije u odnosu na isto razdoblje prethodne godine**



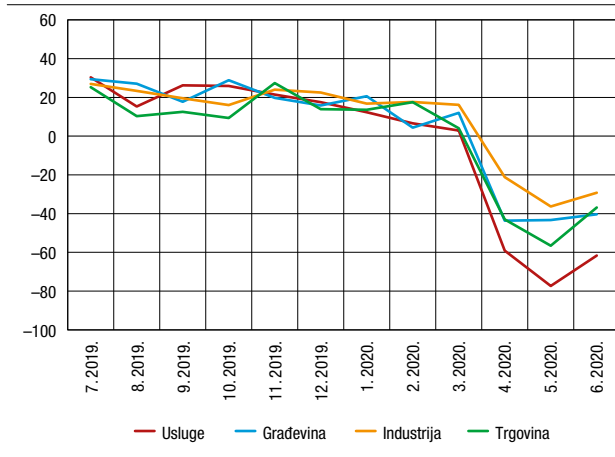
Izvor: ENTSOE Transparency Platform (izračun HNB-a)

**Slika 3.13.a. Pokazatelji poslovnog optimizma**  
standardizirane desezonirane vrijednosti



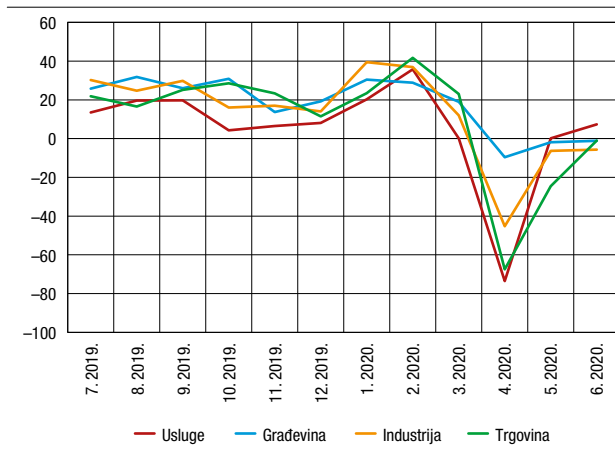
Izvori: Ipsos; HNB (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 3.13.b. Pokazatelji poslovnog optimizma**  
Poslovna situacija u vašem poduzeću u posljednja tri mjeseca  
bilanca odgovora



Izvori: Ipsos; HNB

**Slika 3.13.c. Pokazatelji poslovnog optimizma**  
Poslovna situacija u vašem poduzeću u sljedeća tri mjeseca  
bilanca odgovora



Izvori: Ipsos; HNB

i svibnju bio je za 17,3% niži nego u prvom tromjesečju. Tako nepovoljna kretanja nisu bila zabilježena ni za vrijeme globalne financijske krize. Građevinska aktivnost je u travnju 2020. nastavila padati drugi mjesec zaredom te je bila za 1,9% manja u odnosu na prethodni mjesec, odnosno za 9,5% u usporedbi s prosječnim ostvarenjem iz prvog tromjesečja. Na mjesečnoj se razini smanjio fizički obujam radova i na zgradama (-3,8%) i na ostalim građevinama (-2,2%), pri čemu su stope pada bile znatno manje nego u ožujku ove godine (-10,6% i -12,5%).

Rezultati Ankete o očekivanjima potrošača za lipanj 2020. upućuju na to da se indeks njihova pouzdanja tek nastavio oporavljati, pri čemu je poboljšanje ostvareno kod svih potkomponenta indeksa.<sup>4</sup> Ispitanici očekuju bolju financijsku situaciju u kućanstvu za 12 mjeseci u usporedbi sa stanjem danas, a znatno su se poboljšala i očekivanja povezana s ukupnom ekonomskom situacijom u Hrvatskoj. Podaci Ankete o pouzdanju poduzeća za lipanj 2020. također upućuju na oporavak očekivanja poslovnih subjekata u svim djelatnostima, iako se indeks pouzdanja i dalje nalazi na iznimno niskim razinama. Oporavak je u odnosu na razinu očekivanja iz svibnja najvidljiviji u trgovini, a najmanje primjetljiv u industriji.

Budući da je neizvjesnost glede utjecaja pandemije na gospodarsku aktivnost velika, pri ocjeni tekućih kretanja uzeti su u obzir i neki netradicionalni pokazatelji. Podaci pokazuju da je pad gospodarske aktivnosti pratio uvođenje restriktivnih mjera, odnosno pojavio se usporedno s njihovom primjenom i bio je relativno strm. Iz većine takvih indikatora proizlazi da je pad bio najizraženiji tijekom travnja, a potom se aktivnost počela postupno oporavljati tijekom svibnja, također slijedeći postupno uklanjanje restriktivnih mjera. Potrebno je naglasiti da se pri interpretaciji ovih pokazatelja mora voditi računa o njihovim specifičnostima (primjerice kod Googleovih pokazatelja o mobilnosti referentno osnovno razdoblje odnosi se na pet tjedana u siječnju i veljači prije izbijanja epidemije) te ih stoga ne bi trebalo dovoditi u izravnu vezu s kretanjem gospodarske aktivnosti, već tretirati samo kao indikativne.

### Projicirana kretanja

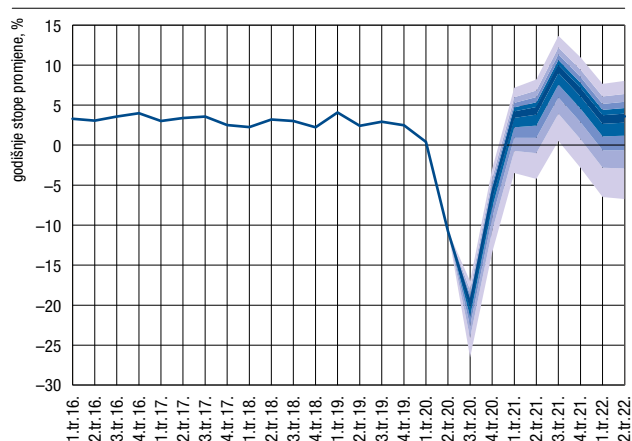
Pandemija novoga koronavirusa izazvala je sinkroniziran i snažan ekonomski šok, zbog čega se očekuje izražena kontrakcija gospodarske aktivnosti u 2020. godini. Ocijenjenom godišnjem padu realnog BDP-a od 9,7% najviše bi moglo pridonijeti smanjenje izvoza robe i usluga, a očekuje se da će negativan doprinos dati i pad investicijske aktivnosti te potrošnje kućanstava.

Izvoz robe i usluga mogao bi se u 2020. smanjiti za više od 38% u odnosu na 2019., odražavajući očekivani pad izvoza turističkih usluga u drugom i trećem tromjesečju, ali i smanjenje robnog izvoza zbog smanjenja inozemne potražnje i otežanoga prekograničnog poslovanja. Od sastavnica domaće potražnje najviše bi se mogle smanjiti bruto investicije u fiksni kapital (-12,2%), čemu bi mogao pridonijeti većim dijelom pad investicijske aktivnosti privatnog sektora te, u manjoj mjeri, i dinamika investicija javnog sektora. Na takva kretanja djelomično upućuju i dostupni recentni podaci za travanj i svibanj o pogoršanim očekivanjima poslovnih subjekata u budućem kratkoročnom razdoblju. Projicirano slabljenje potrošnje kućanstava odražava poglavito izravan negativan učinak snažne kontrakcije gospodarske aktivnosti (karantene) na tržište rada, odnosno na kretanja zaposlenosti, nezaposlenosti i plaća. Kao i u slučaju poduzeća, podaci iz Ankete o pouzdanju potrošača za ožujak i travanj 2020. pokazuju da su se njihova očekivanja glede ekonomske situacije

<sup>4</sup> Anketiranje je provedeno u prvoj polovini lipnja nakon ukidanja brojnih restriktivnih mjera odnosno u trenutku kad je epidemiološka situacija bila iznimno dobra.



Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

u državi i financijske situacije u kućanstvima u idućih godinu dana jako pogoršana u usporedbi s očekivanjima na samom početku godine, što bi moglo dodatno nepovoljno utjecati na kretanje osobne potrošnje. Potrošnja kućanstava mogla bi se smanjiti za 5,3% na godišnjoj razini i tako, s obzirom na visok udio u BDP-u, dati najveći negativan doprinos padu ukupne gospodarske aktivnosti od svih sastavnica domaće potražnje. Istodobno se očekuje blagi rast državne potrošnje. Uvoz robe i usluga u 2020. mogao bi se snažno smanjiti na godišnjoj razini (-30,2%) zbog kontrakcije domaće potražnje, drastičnog progiciranog pada

aktivnosti u turizmu te nižeg izvoza robe (koji je u Hrvatskoj izrazito uvozno ovisan). U skladu s očekivanjima glede kretanja ukupnog izvoza i uvoza doprinosi neto inozemne potražnje promjeni realnog BDP-a u 2020. godini mogao bi iznositi -3,9 postotnih bodova.

Gospodarska bi se aktivnost u 2021. mogla povećati za 6,2% u odnosu na 2020. velikim dijelom zbog baznog učinka. Iako je riječ o razmjerno visokoj stopi rasta, ne očekuje se da će ona biti dovoljna za povratak na razinu gospodarske aktivnosti prije izbijanja pandemije, što zrcali u projekciju ugrađena očekivanja o smanjenoj stopi potencijalnog rasta bruto domaćeg proizvoda. Gospodarskom oporavku u 2021. najznačajnije bi mogao pridonijeti izvoz robe i usluga, a očekuje se povećanje i svih sastavnica domaće potražnje. S obzirom na oporavak domaće i inozemne potražnje očekuje se i rast uvoza, pri čemu se projicira da bi doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu mogao biti pozitivan.

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici oko središnjih vrijednosti izrazito negativni. Ocijenjene i projicirane veličine BDP-a i njegovih sastavnica izložene su iznimno velikom stupnju neizvjesnosti, koji je poglavito vezan uz razvoj epidemiološke situacije, odnosno uspjeh u suzbijanju širenja novoga koronavirusa i istodobnoga postupnog reaktiviranja gospodarske aktivnosti, odnosno mogućnosti izbijanja novog vala pandemije prije nego što se pronađe učinkovito medicinsko rješenje ili virus mutacijama značajno oslabi. Kretanja, a time i moguća odstupanja od kvantifikacija u projekciji povezanih s realnom sferom ovisit će i o promjenama u obrascima ponašanja ekonomskih subjekata izazvanima pandemijom (potrošnja kućanstava i ponašanje investitora privatnog sektora), koje je trenutačno iznimno teško predvidjeti.

## Okvir 1. Alternativni scenarij projekcije monetarne politike uz pretpostavku drugog vala pandemije

Pod pretpostavkom novog vala pandemije u četvrtom tromjesečju tekuće godine pad realnog BDP-a mogao bi u cijeloj 2020. biti izraženiji u usporedbi s osnovnim projekcijskim scenarijem i iznositi 11,4%. S obzirom na to da bi se negativan šok iz posljednjeg tromjesečja 2020. djelomično prelio i na 2021. godinu, stopa rasta BDP-a u 2021. bila bi tek neznatno veća u odnosu na 2021. godinu iz osnovnog scenarija, bez obzira na izraženiji pad u 2020. godini. Povratak na razinu gospodarske aktivnosti iz 2019. u pesimističnom se scenariju očekuje tek tijekom 2023.

Pandemija koronavirusa snažno se negativno odražava na tekuću gospodarsku aktivnost. Neizvjesnost glede daljnjeg razvoja pandemije, ne samo u Hrvatskoj nego i u njezinim vanjskotrgovinskim partnerima, te neizvjesnost glede opsega i trajanja mjera za suzbijanje pandemije znatno otežavaju izradu makroekonomskih projekcija. Zbog tog je razloga uz osnovni razmotren i pesimistični scenarij uz pretpostavku drugog vala epidemije.

Ključne razlike između scenarija odnose se na epidemiološke pretpostavke i intenzitet šokova na domaću i inozemnu potražnju koji su posljedica pandemije i karantene (engl. *lockdown*), odnosno primijenjenih, strogih mjera za suzbijanje širenja virusa. U tom razdoblju gotovo su bile obustavljene sve gospodarske aktivnosti koje se ne smatraju nužnima. U scenarijima se stoga razlikuju početne pretpostavke o očekivanim gospodarskim kretanjima u europodručju, pretpostavlja se različito kretanje prihoda od izvoza turizma, određuje različiti intenzitet šoka osobne potrošnje i investicija te se također pretpostavlja različit negativni utjecaj šokova na potencijalni rast BDP-a.

U osnovnom se scenariju očekuje blaža kombinacija

nepovoljnih šokova. U drugom tromjesečju 2020. godine pretpostavlja se tako šok autonomne osobne potrošnje (smanjenje od 30,0%) i investicija (25,0%) u odnosu na osnovnu projekciju iz prosinca 2019. godine. Što se tiče inozemne potražnje, procijenjeni pad gospodarske aktivnosti u europodručju u 2020. mogao bi iznositi 7,5% na godišnjoj razini, dok se za 2021. očekuje oporavak od 5,5%. Međutim, s obzirom na prirodu šoka (globalna javnozdravstvena kriza), koji disproporcionalno utječe na globalna turistička kretanja u odnosu na neke druge gospodarske grane, domaća bi ekonomija zbog relativno velikog značenja turističke djelatnosti mogla biti posebno pogođena snažnim padom prihoda od turizma koji najvećim dijelom generiraju gosti iz inozemstva. Tako se u 2020. očekuje pad prihoda od turističke potrošnje gostiju iz inozemstva za 70% na godišnjoj razini, dok se za 2021. očekuje zamjetan rast, ali još uvijek prihod niži od onoga ostvarenog u 2019. godini. Konačno, pretpostavlja se da bi gospodarska kriza izazvana pandemijom mogla ostaviti trajne posljedice u domaćem gospodarstvu, pri čemu se očekuje blagi pad potencijalne stope rasta BDP-a.

U pesimističnom scenariju očekuje se da bi u četvrtom tromjesečju 2020. moglo doći do novog vala pandemije uz blažu reakciju nositelja ekonomske politike u odnosu na restriktivne mjere poduzete u prvom valu zbog iskustava stečenih u obuzdavanju pandemije. Konkretno, u ovom su scenariju u drugom tromjesečju šokovi kalibrirani kao u osnovnom scenariju, dok su u četvrtom tromjesečju uključeni šokovi upola manjeg intenziteta (pad od 15,0% za autonomnu osobnu potrošnju i 12,5% za investicije u odnosu na osnovnu projekciju iz 2019.). S obzirom na

Tablica 1. Rezultati modelske evaluacije u različitim scenarijima

	Osnovni				Pesimistični			
	2020.	2021.	2022.	2023.	2020.	2021.	2022.	2023.
BDP	-9,7	6,2	3,7	3,0	-11,4	6,3	4,3	3,3
Inflacija	-0,1	0,7	1,7	2,1	0,0	0,6	2,0	2,3

Izvor: projekcije HNB-a

očekivani novi val pandemije pad realnog BDP-a u europodručju bio bi veći i iznosio bi 10% na godišnjoj razini, uz nešto snažniji oporavak (7,0%) u 2021. negoli u osnovnom scenariju, a ponajviše zbog učinka baznog razdoblja. Kada je riječ o padu prihoda od turističke potrošnje stranih gostiju, uz pretpostavku da bi se mjere ograničenja putovanja u inozemstvo na glavnim emitivnim tržištima uvele i u četvrtom tromjesečju, očekuje se da bi se prihoda od pruženih usluga u turizmu dodatno smanjio te bi pad na godišnjoj razini iznosio 75%. Stoga bi u ovom scenariju dugoročni učinci krize na domaće gospodarstvo bili veći te se očekuje izraženije smanjenje potencijalne stope rasta BDP-a.

U oba navedena scenarija uključeni su šokovi fiskalne politike. Ti se šokovi odnose na odgodu plaćanja PDV-a (obračun po naplati u drugom tromjesečju), oslobođenje poreza na dohodak i dobit u maksimalnom trajanju od tri mjeseca, rast transfera države u obliku isplate plaća i doprinosa u maksimalnom trajanju od tri mjeseca te procijenjenog šoka smanjenja državne potrošnje zbog mjera štednje (za detalje vidi Okvir 6. Mjere fiskalne politike za ublažavanje negativnih posljedica pandemije). Primijenjene fiskalne mjere mogle bi ublažiti pad BDP-a u 2020. godini približno za 0,8 postotnih bodova. Pritom se najveći učinak fiskalnih mjera očituje kao ublažavanje pada osobne potrošnje i, u manjem obujmu, investicija. Rezultati modelske evaluacije scenarija, u koji su uključene fiskalne mjere, prikazani su u Tablici 1.

## 4. Tržište rada

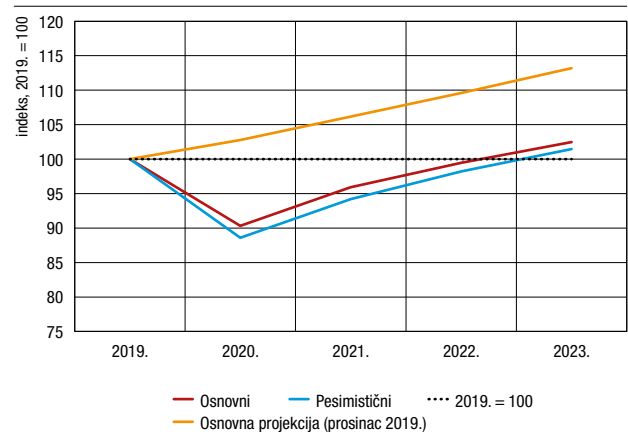
### Zaposlenost i nezaposlenost

Početak 2020. obilježio je nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada, ali u ožujku je, usred pandemije koronavirusa i restriktivnih mjera uvedenih kako bi se spriječilo daljnje širenje bolesti, zabilježeno njihovo pogoršanje. Gledano na razini tromjesečja, broj zaposlenih (desezonirani podaci) u prvom tromjesečju bio je nešto niži (-0,1%) nego krajem 2019. godine. Broj zaposlenih nastavio se smanjivati tijekom travnja i svibnja, kada je, u prosjeku, bio manji za 3,6% nego u prvom tromjesečju (Slika 4.1.). Pritom pad prije svega proizlazi iz djelatnosti pružanja smještaja i pripremanja hrane, trgovine i prijevoza, koji su najviše podložni mjerama fizičkog distanciranja.

Broj nezaposlenih nastavio se smanjivati početkom 2020. godine, no izraženi priljev novonezaposlenih osoba u evidenciju HZZ-a u ožujku doveo je do porasta nezaposlenosti, unatoč nastavku brisanja iz evidencije (Slika 4.2.). Na kraju prvog tromjesečja broj nezaposlenih bio je viši za 8% nego u prosincu 2019. U travnju se rast nezaposlenosti ubrzao zbog sve snažnijih priljeva novonezaposlenih osoba u evidenciju HZZ-a. Povećanje nezaposlenosti, iako sporijeg intenziteta, nastavilo se i tijekom svibnja, dok je krajem lipnja broj nezaposlenih bio tek neznatno veći (Slika 4.2.a.). Usporavanju rasta broja nezaposlenih pridobile su mjere Vlade RH za očuvanje radnih mjesta i popuštanje restriktivnih mjera zbog povoljnije epidemiološke situacije.

Navedena kretanja nezaposlenosti odrazila su se na

Slika 1. Kretanje razine BDP-a u osnovnom scenariju i alternativnim scenarijima

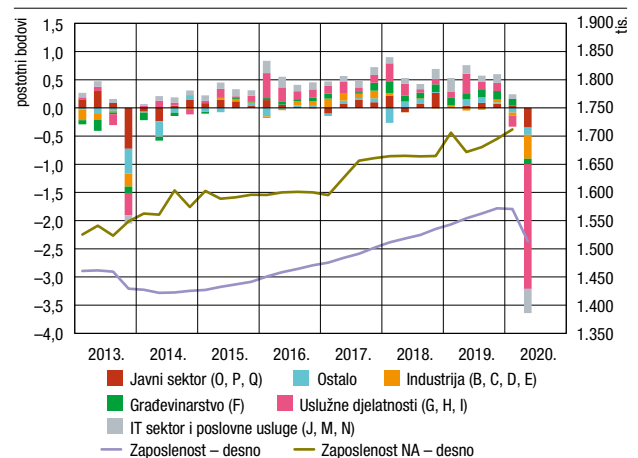


Izvor: projekcije HNB-a

Kako bi se stekao bolji uvid u kretanje gospodarstva u alternativnim scenarijima, na Slici 1. prikazano je kretanje razine realnog BDP-a u odnosu na razinu iz 2019. godine te u odnosu na osnovni scenarij iz prosinca 2019. godine.

Slika pokazuje kako se u osnovnom scenariju povratak na razinu iz 2019. godine očekuje tek tijekom 2022., a u pesimističnom scenariju kasnije, odnosno tijekom 2023. godine. Takva kretanja upućuju na kraći ili dulji oporavak u obliku slova U. S druge strane, ni u jednom se scenariju tijekom projekcijskog horizonta ne očekuje približavanje projiciranoj razini BDP-a iz osnovnog scenarija s kraja 2019. godine.

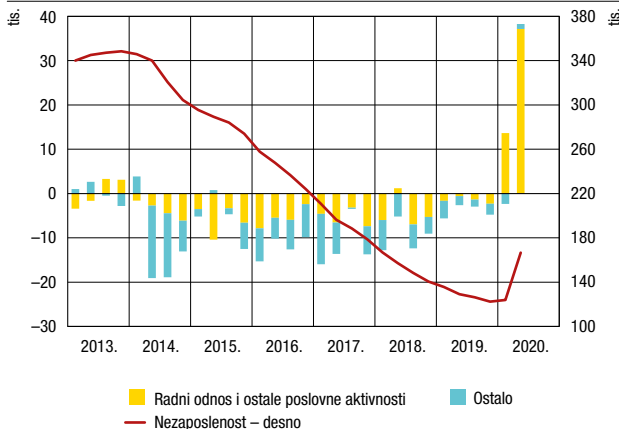
Slika 4.1. Zaposlenost po djelatnostima NKD-a sezonski prilagođeni podaci, doprinosi tromjesečnoj stopi promjene



Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.  
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

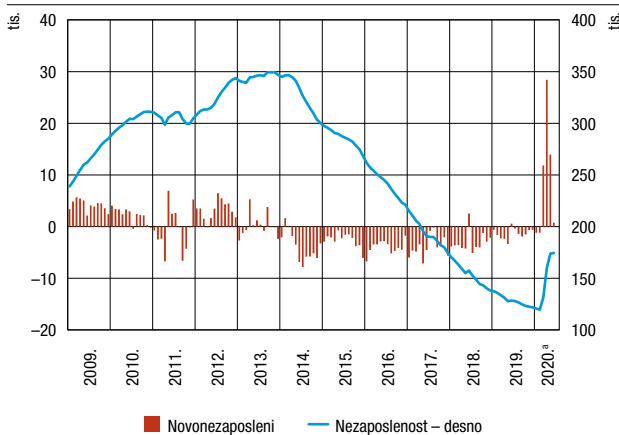
administrativnu stopu nezaposlenosti, koja je s prosječnih 6,9% radne snage tijekom siječnja i veljače porasla na 7,7% u ožujku odnosno 9,3% u travnju. Prema najnovijim podacima za svibanj

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



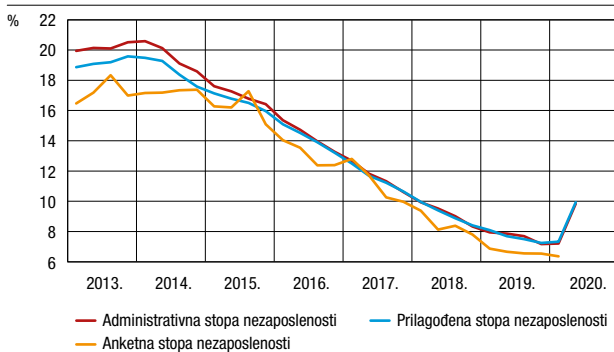
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.  
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 4.2.a. Nezaposlenost i broj novonezaposlenih osoba**  
sezonski prilagođeni mjesečni podaci



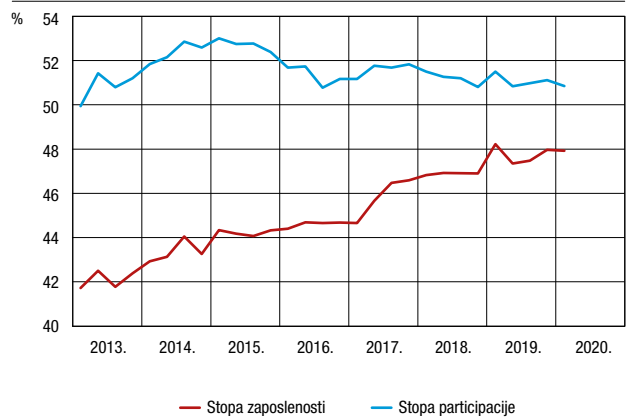
<sup>a</sup> Podatak za lipanj odnosi se na stanje na dan 23. lipnja 2020.  
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Napomena: Prilagođena stopa nezaposlenosti procjena je HNB-a i računa se kao udio broja administrativno nezaposlenih u aktivnom stanovništvu procijenjenom kao zbroj nezaposlenih osoba i osiguranika HZMO-a. Od siječnja 2015. pri izračunu administrativne stope nezaposlenosti koju objavljuje DZS, podaci o zaposlenicima prikupljaju se iz obrasca JOPPD. Podaci za drugo tromjesečje 2020. za administrativnu i prilagođenu stopu nezaposlenosti odnose se na travanj i svibanj.  
Izvori: DZS; HZZ; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

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



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

administrativna stopa nezaposlenosti iznosila je 10,4%, a slično se očekuje i za lipanj 2020. Anketna stopa nezaposlenosti, prema posljednjim dostupnim podacima, u prvom tromjesečju iznosila je 6,3% radne snage (Slika 4.3.).

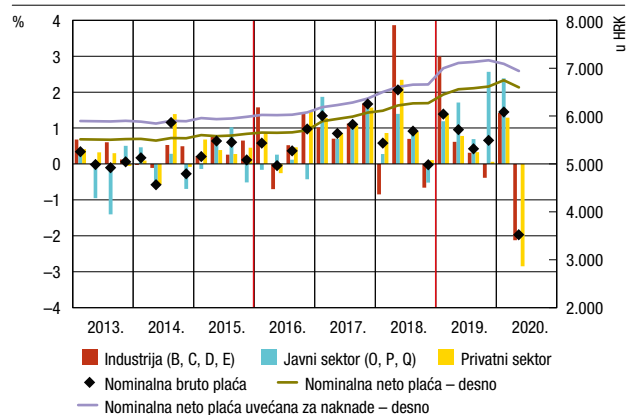
Posljednji dostupni podaci iz Ankete o radnoj snazi za prvo tromjesečje 2020. upućuju na gotovo nepromijenjenu stopu zaposlenosti i smanjenje stope participacije u odnosu na kraj 2019. godine, zbog nepromijenjenog broja zaposlenih i istodobnog smanjenja nezaposlenih osoba prema anketnoj metodologiji. Tako je u prvom tromjesečju 2020. anketna stopa zaposlenosti iznosila 47,9% radno sposobnog stanovništva, a stopa participacije (radna snaga u odnosu na radno sposobno stanovništvo) 50,8% (za usporedbu, 51,1% krajem 2019.), Slika 4.4.

### Plaće i jedinični trošak rada

U prvom tromjesečju 2020. godine ubrzao se rast plaća u odnosu na kraj 2019. godine. Prosječna nominalna bruto plaća bila je viša za 1,4%, pri čemu je rast plaća bio široko rasprostranjen. No pandemija koronavirusa utjecala je i na kretanje plaća. Tako je u travnju zabilježen izražen pad prosječne nominalne bruto plaće, koji se nastavio i u svibnju, ali slabijeg intenziteta

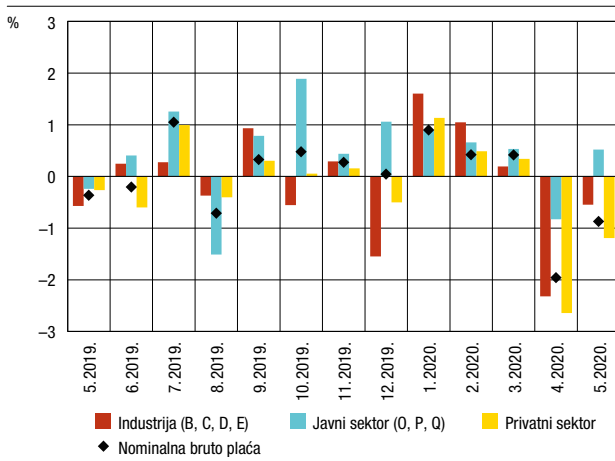
**Slika 4.5. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a**

sezonski prilagođeni podaci, tromjesečna stopa promjene



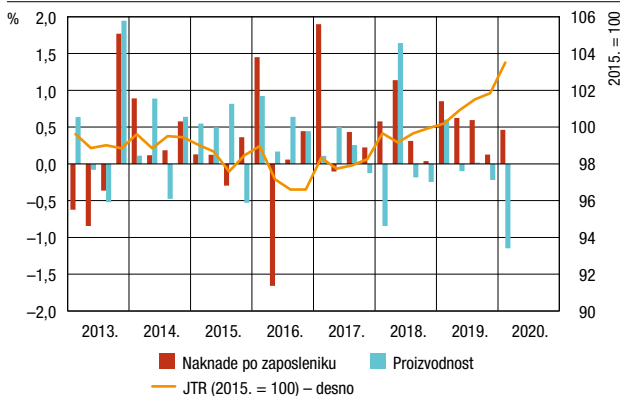
Napomena: Podaci o prosječnoj nominalnoj bruto plaći po djelatnostima odnose se na podatke prikupljene iz obrasca RAD-1, a od siječnja 2016. na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD. Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.  
Izvori: DZS; izračun HNB-a (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 4.5.a. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a**  
sezonski prilagođeni podaci, mjesečna stopa promjene



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

**Slika 4.6. Naknade po zaposleniku, proizvodnost i jedinični trošak rada**  
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečne stope promjene i razine (2015. = 100)



Napomena: U izračunu jediničnog troška rada isplaćene naknade zaposlenicima i realni BDP preuzeti su iz nacionalnih računa, dok su podaci o broju zaposlenika (zaposlenici u pravnim i fizičkim osobama koji su primili isplaćene naknade) i ukupne zaposlenosti preuzeti iz podataka HZMO-a.

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

(desezonirani podaci). U prosjeku je plaća u drugom tromjesečju bila niža za 2% u odnosu na početak godine. Pritom su plaće snažnije pale u privatnom sektoru, dok su u javnom sektoru ostale nepromijenjene (slike 4.5. i 4.5.a.).

Kada je riječ o kupovnoj moći plaća, u prvom tromjesečju 2020. zabilježen je rast realnih plaća te samo blago smanjenje tih plaća u travnju i svibnju zahvaljujući smanjenju potrošačkih cijena. Pritom je znatno manje smanjenje realnih u usporedbi s nominalnim plaćama zapravo rezultat nižih cijena naftnih derivata, za kojima je potražnja bila izrazito smanjena zbog karantene.

U prvom tromjesečju 2020. godine zamjetno se ubrzao rast jediničnog troška rada u odnosu na kraj 2019. Naime, uz umjereni rast naknada po zaposleniku iz nacionalnih računa istodobno je došlo do razmjernog pada produktivnosti rada (pad realnog BDP-a snažniji od smanjenja zaposlenosti), Slika 4.6.

### Projicirana kretanja

U 2020. godini očekuje se relativno blaga reakcija tržišta rada na snažni očekivani pad gospodarske aktivnosti, što između ostaloga odražava mjere Vlade usmjerene na održavanje zaposlenosti (više o tome vidi u Okviru 2. Analiza poslovnih subjekata

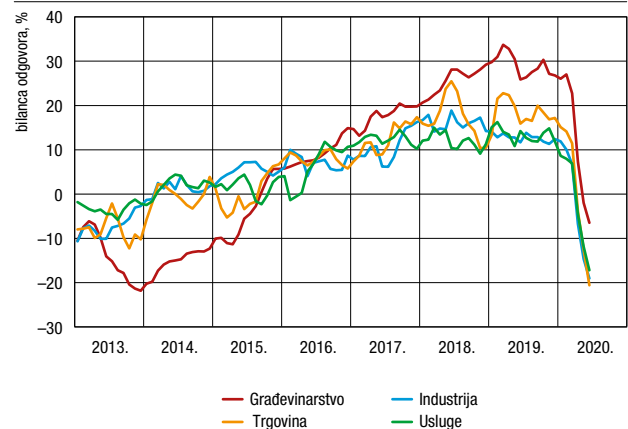
kojima su isplaćene potpore Vlade RH za očuvanje radnih mjesta). Uzimajući u obzir ostvarenja u prvih pet mjeseci, do kraja godine očekuje se pad zaposlenosti od 3,2%. Taj prosječan pad na razini godine odražava i očekivanje znatno nižeg intenziteta sezonskog zapošljavanja u djelatnostima koje uobičajeno zapošljavaju sezonsku radnu snagu, odnosno u djelatnostima usluživanja smještaja i hrane, trgovine i prijevoza.

Očekivanja u vezi s kretanjem zaposlenosti poboljšala su se u svibnju i lipnju u svim djelatnostima, nakon snažnog pogoršanja u travnju, ali i nadalje su znatno nepovoljnija nego u istom razdoblju prošle godine (slike 4.7. i 4.7.a.). Istodobno s padom broja zaposlenih osoba očekuje se i rast broja nezaposlenih sličnih razmjera te bi tako u 2020. anketna stopa nezaposlenosti mogla porasti na 9,1% radne snage.

U 2020. očekuje se smanjenje prosječne nominalne bruto plaće od oko 0,5%, ponajprije zbog smanjenja plaća u privatnom sektoru, dok se u javnom sektoru očekuje blago povećanje plaća (uz pretpostavku da u ovoj godini neće doći do realizacije preostalog povećanja plaća javnim službenicima, kao ni dogovorenog povećanja plaća učiteljima).

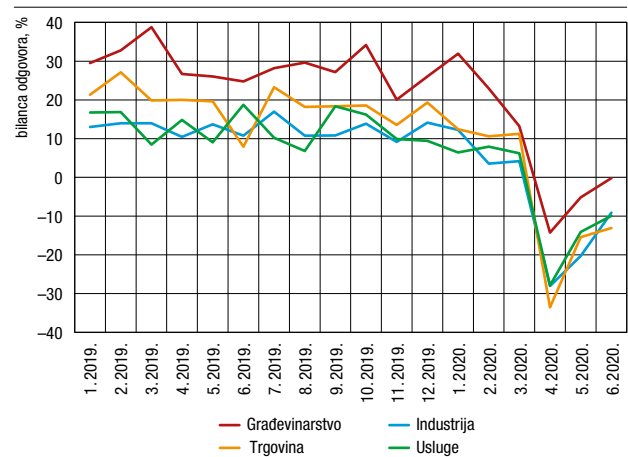
U 2021. očekuje se postupni oporavak tržišta rada.

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



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

**Slika 4.7.a. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)**  
sezonski prilagođeni podaci



Izvor: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

**Tablica 4.1. Projekcija pokazatelja tržišta rada za 2020. i 2021. godišnje stope promjene, %**

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Broj zaposlenih – HZMO	1,9	2,3	2,3	-3,2	2,0
Broj zaposlenih – nacionalni računi	2,2	1,8	1,4	-3,2	2,0
Stopa participacije (anketna)	51,6	51,2	51,2	51,2	51,7
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,2	8,4	6,6	9,1	7,8
Prosječna nominalna bruto plaća	3,9	4,9	3,8	-0,5	1,3
Jedinični trošak rada	-0,7	1,4	1,9	6,6	-2,7
Proizvodnost	0,9	0,8	1,5	-6,7	4,1

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

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

Zaposlenost bi se mogla povećati na godišnjoj razini za 2%, dok bi očekivana anketna stopa nezaposlenosti u 2021. mogla iznositi 7,8% radne snage. Istodobno bi se prosječna nominalna bruto plaća mogla povećati za 1,3%.

## Okvir 2. Analiza poslovnih subjekata kojima su isplaćene potpore Vlade RH za očuvanje radnih mjesta

Mjerom Vlade RH za očuvanje radnih mjesta, uvedenom u uvjetima epidemije novoga koronavirusa, u ožujku 2020. godine koristilo se malo više od 85 tisuća poslovnih subjekata, kojima je isplaćena 1,61 mlrd. kuna za oko 500 tisuća u njima zaposlenih osoba, a istim potporama za travanj koristilo se oko 98 tisuća poduzeća, kojima su isplaćene 2,2 mlrd. kuna za malo više od 550 tisuća radnika. Najveći broj poslovnih subjekata koji su tražili potpore, najmanje u jednom mjesecu, zabilježen je u djelatnosti pružanja smještaja i posluživanja hrane, umjetnosti, zabave i rekreacije te obrazovanja, dok je nominalno najveći iznos potpora isplaćen preradaivačkoj industriji. Najveći broj poslovnih subjekata koji je primio pomoć, najmanje u jednom mjesecu, zapošljava do deset zaposlenih, pri čemu se na njih odnosi samo trećina ukupno isplaćenih sredstava. S druge strane, poslovni subjekti s više od 50 zaposlenih, iako brojčano u manjini, obuhvaćaju malo manje od polovine ukupno isplaćenih potpora.

Zbog širenja pandemije novoga koronavirusa u Hrvatskoj te uvođenja mjera za njezino suzbijanje, velikom broju poslovnih subjekata uvelike je otežano poslovanje ili im je onemogućen rad, posebice u djelatnostima koje karakterizira intenzivan socijalni kontakt. Kako bi očuvala radna mjesta, Vlada RH je, slično kao i brojne druge države, donijela mjeru potpore za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenima pandemijom, na osnovi koje je subvencionirala plaće njihovih zaposlenika.<sup>5</sup>

Zahtjeve za potporu primao je i obrađivao Hrvatski zavod za zapošljavanje (HZZ), koji je i isplaćivao sredstva. Mjera je predviđala pomoć u iznosu od 3.250,00 kuna po zaposleniku koji radi puno radno vrijeme za ožujak te 4.000,00 kuna za travanj i svibanj, odnosno razmjerni dio prema broju sati rada za radnike koji rade nepuno radno vrijeme. Pravo na primitak sredstava imali su poslovni subjekti s padom prihoda od minimalno 20% u tekućem mjesecu u odnosu na isti mjesec prethodne godine (za one koji posluju manje od godinu dana referentno razdoblje bila je veljača 2020.). Dodatno, Vlada RH obvezala se podmiriti doprinose za mirovinsko i zdravstveno osiguranje na navedene iznose potpore.

Potpore za ožujak 2020. isplaćene su u travnju 2020., a primio ih je malo više od 85 tisuća poslovnih subjekata za oko 500

tisuća zaposlenih osoba, u ukupnom iznosu od 1,61 mlrd. kuna.<sup>6</sup> Potpore za travanj 2020. primilo je oko 98 tisuća poduzeća za ukupno malo više od 550 tisuća zaposlenih osoba, u ukupnom iznosu od 2,2 mlrd. kuna (Tablica 1.). Pritom je većina poduzeća koja je primila potpore za travanj primila potpore i za ožujak (njih 97%), a manji broj poduzeća (15 tisuća) koji je primio potpore za travanj nije primio potpore za prethodni mjesec. Također, oko 2 tisuće poduzeća primilo je potpore za ožujak, ali ih nije primilo za travanj.

**Tablica 1. Rezultati obrade podataka o potporama HZZ-a isplaćenima za ožujak i travanj 2020. godine**

	Ožujak	Travanj
Broj poslovnih subjekata	85.135	98.528
Broj radnika	501.467	557.949
Isplaćene potpore (mlrd. HRK)	1,61	2,20

Izvori: HZZ; obrada HNB-a

**Tablica 2. Poduzeća identificirana u bazi Fine koja su primila potpore najmanje u jednom mjesecu**

Broj poslovnih subjekata	50.668
Broj radnika	480.790
Udio obuhvaćenih radnika u Fini iz HZZ-a	83%

Izvori: HZZ; Fina; obrada HNB-a

Povezivanjem podataka HZZ-a o poslovnim subjektima koji su primili potpore za ožujak i/ili travanj 2020. s podacima u bazi Financijske agencije (Fina) pokazalo se da je oko 50 tisuća poslovnih subjekata iz baze Fine primilo potpore najmanje u jednom mjesecu.<sup>7</sup> Pritom su poduzeća identificirana u bazi Fine

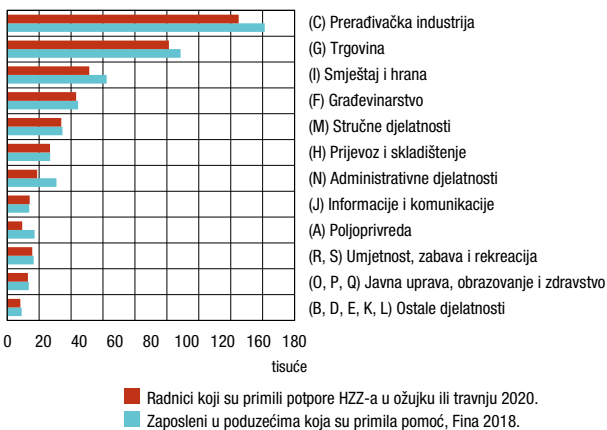
5 Vlada RH prihvatila je 17. ožujka 2020. prvi paket mjera pomoći gospodarstvu, a među njima i mjeru potpora za očuvanje radnih mjesta.

6 Podaci o isplaćenim potporama preuzeti su sa službene stranice HZZ-a na dan 1. srpnja 2020. i mogu se razlikovati od službenih podataka na drugi datum jer se baza podataka o isplaćenim potporama ažurira svakodnevno.

7 Broj poduzeća koji je primio potpore razlikuje se između podataka HZZ-a i Fine s obzirom na to da baza Fine sadržava podatke na osnovi dostavljenih godišnjih izvješća poduzetnika, i to onih koji su obveznici poreza na dobit. Korištena baza Fine ne sadržava godišnja izvješća financijskih institucija, neprofitnih udruga i proračunskih korisnika. Osim toga, posljednji dostupni podaci iz baze Fine odnose se na 2018. godinu te ne obuhvaćaju poduzeća osnovana tijekom 2019. i 2020. godine.



**Slika 1. Usporedba podataka o broju zaposlenih u poslovnim subjektima iz baze Fine i broju primatelja potpore prema podacima HZZ-a, prema NKD-u u ožujku i travnju**



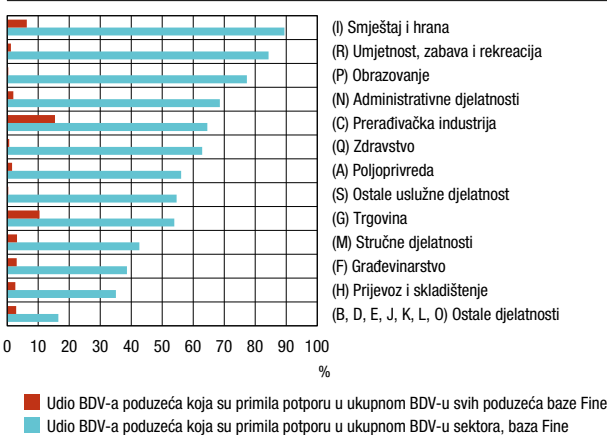
Izvori: Fina; HZZ; obrada HNB-a

primila potpore za 480 tisuća zaposlenih osoba, čime je obuhvaćeno gotovo 83% radnika kojima su isplaćene potpore HZZ-a (Tablica 2.).

Na osnovi podataka iz Finine baze može se steći detaljniji uvid u strukturu i obilježja poduzeća čiji su zaposlenici primili pomoć za očuvanje radnih mjesta Vlade RH (Slika 1.).

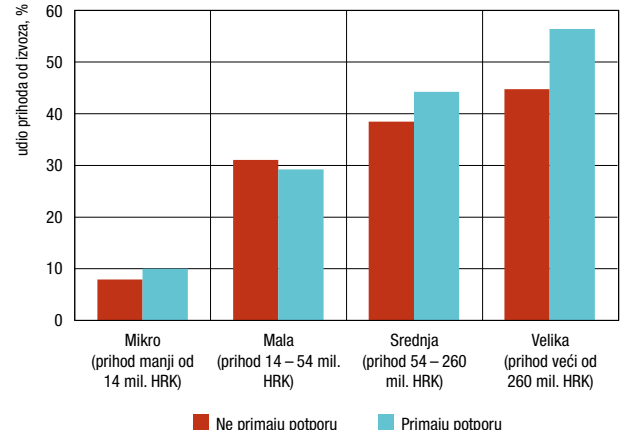
Promatrano prema udjelu bruto dodane vrijednosti (BDV)<sup>8</sup> poslovnih subjekata kojima su isplaćene potpore u ukupnoj bruto dodanoj vrijednosti pojedine djelatnosti, u djelatnosti pružanja smještaja i pripremanja hrane zabilježen je najveći udio primljenih potpora od oko 90% BDV-a navedene djelatnosti (Slika 2.). Programom pomoći Vlade RH velikim su dijelom pokriveni poslovni subjekti u djelatnostima umjetnosti, zabave i rekreacije, obrazovanja, administraciji, zdravstvu (privatni uslužitelji) i poljoprivredi. Znatna pomoć pružena je i prerađivačkoj industriji, gdje su poslovni subjekti koji su primili pomoć činili oko 65% BDV-a

**Slika 2. BDV poslovnih subjekata kojima su odobrene potpore HZZ-a, prema NKD-u**



Izvori: Fina; obrada HNB-a

**Slika 3. Prihodi od izvoza poslovnih subjekata u prerađivačkoj industriji po veličini**



Izvori: Fina; obrada HNB-a

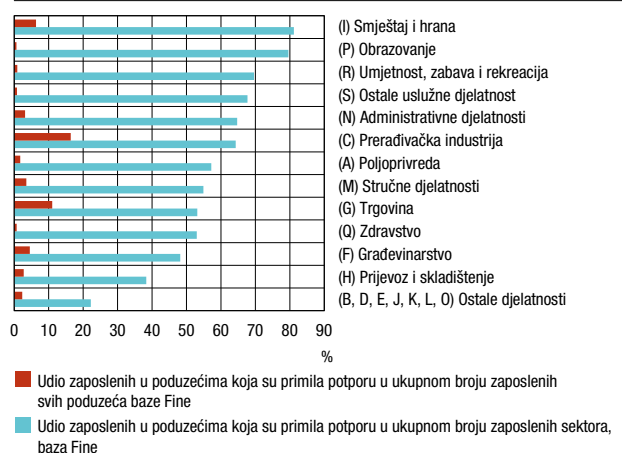
djelatnosti, te trgovini, gdje su činili oko 55% BDV-a.<sup>9</sup>

Promatrajući samo poslovne subjekte u prerađivačkoj industriji, poslovni subjekti s većim udjelom prihoda od izvoza uglavnom su bili izloženi većem riziku otežanog poslovanja od onih s nižim udjelom prihoda od izvoza (osim u segmentu malih poduzeća) (Slika 3.).<sup>10</sup>

Kada je riječ o zaposlenosti, situacija je slična kao i s BDV-om. Poslovni subjekti koji su primili pomoć u djelatnosti pružanja smještaja i posluživanja hrane zapošljavali su oko 80% svih zaposlenih iz tog sektora, dok su u prerađivačkoj industriji zapošljavali gotovo 65% (Slika 4.).

Tablica 3. pokazuje da je većina poslovnih subjekata koji su primili potporu zapošljavala do deset zaposlenih (84% od ukupno 50 tisuća poslovnih subjekata koji su primili pomoć najmanje u jednom mjesecu, a identificirani su u bazi Fine), pri čemu se na njih odnosi 30% isplaćenih potpora Vlade RH obuhvaćenih

**Slika 4. Zaposleni u poslovnim subjektima kojima su odobrene potpore, prema NKD-u**



Izvori: Fina; obrada HNB-a

<sup>8</sup> BDV je izračunat iz podataka koji se nalaze u Fininoj bazi, a uključuje dobit prije oporezivanja, plus amortizacija i trošak za zaposlene.

<sup>9</sup> Poslovni subjekti koji su dobili pomoć u prerađivačkoj industriji i trgovini zajedno čine 26% BDV-a ukupnoga gospodarstva, dok u djelatnostima umjetnosti, zabave i rekreacije, obrazovanja, administrativnih djelatnosti, zdravstva (privatni uslužitelji) i poljoprivrede zajedno čine samo 5% BDV-a cijeloga gospodarstva.

<sup>10</sup> T-testom utvrđeno je da je razlika statistički značajna na svim razinama značajnosti za mikro poduzeća, za srednja na razini od 10%, za velika poduzeća na razini od 5%, a za mala poduzeća razlika nije značajna.

Tablica 3. Isplaćene potpore poslovnim subjektima za ožujak ili travanj, prema veličini

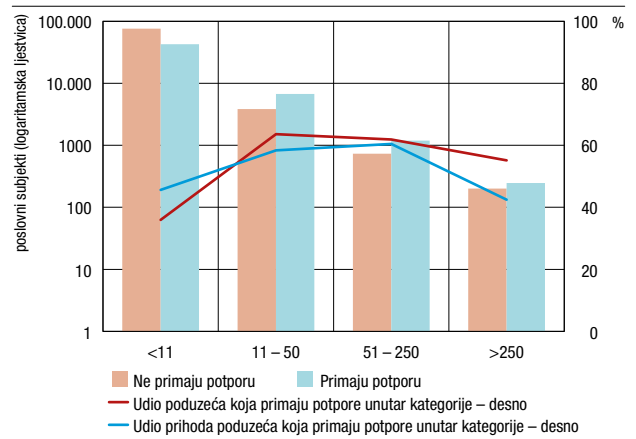
Veličina poslovnih subjekata	Poslovni subjekti (000)	Radnici (000)
Mikro (< 11)	42,5	143
Mali (11–50)	6,7	127
Srednji (51–250)	1,2	105
Veliki (>250)	0,2	105

Napomena: Veličina poslovnih subjekata određena je na osnovi broja zaposlenih.  
Izvori: Fina, HZZ; obrada HNB-a

bazom Fine. Malo manji udio potpora (27%) isplaćen je malim poslovnim subjektima (od 11 do 50 zaposlenih), pri čemu oni čine malo više od desetine svih poslovnih subjekata korisnika potpore. S druge strane, srednji i veliki poslovni subjekti čine mali dio ukupnih poduzeća korisnika potpora, ali obuhvaćaju malo manje od polovine ukupno isplaćenih potpora.

Gledajući, pak, udio primatelja potpora u pojedinim kategorijama poslovnih subjekata prema veličini (Slika 5.), većina mikro poslovnih subjekata nije primila potporu.<sup>11</sup> S druge strane,

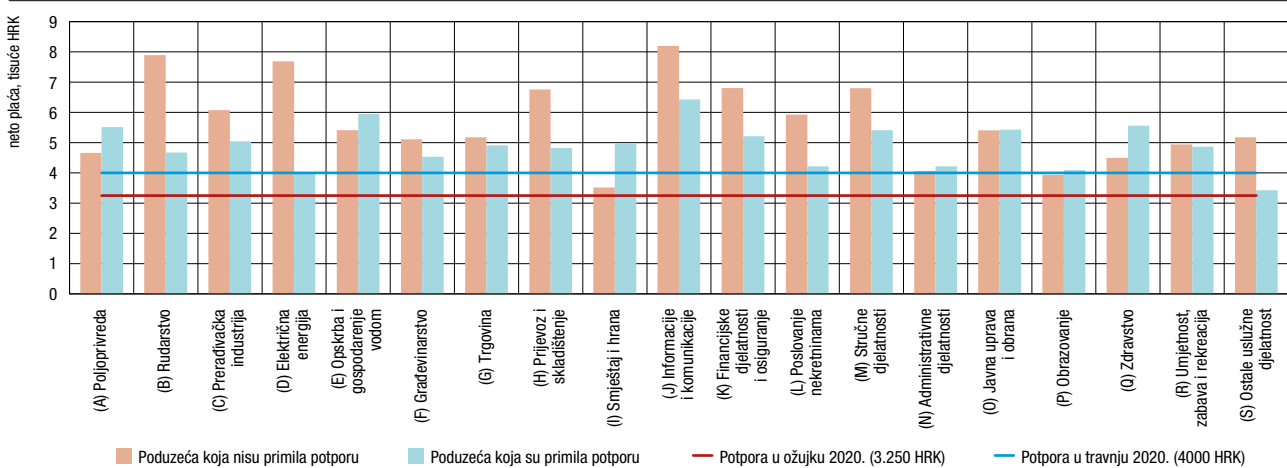
Slika 5. Broj poslovnih subjekata prema veličini i korištenju potpora HZZ-a



Napomena: Veličina poslovnih subjekata određena je na osnovi broja zaposlenih prema Tablici 3.

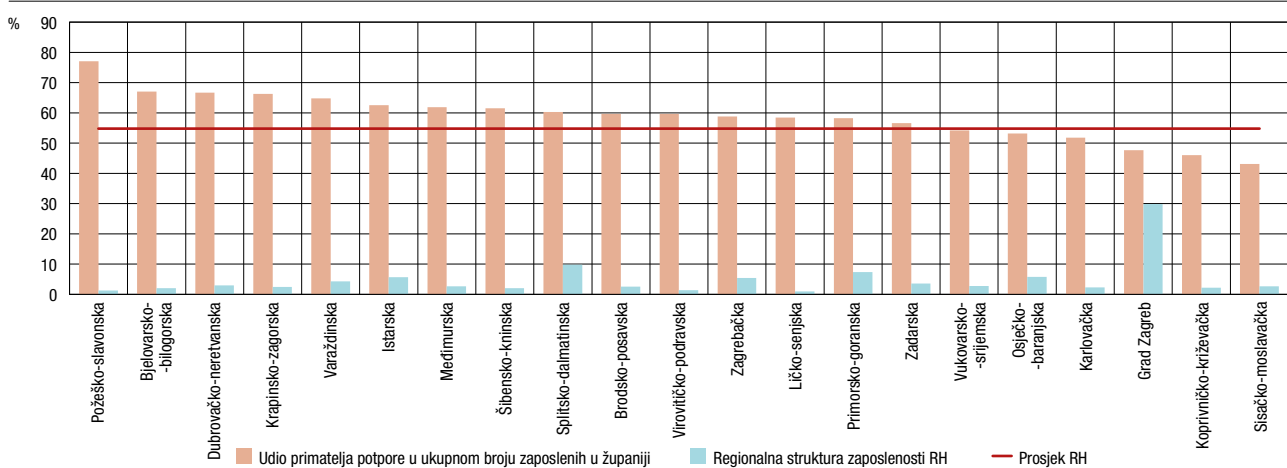
Izvori: Fina, HZZ; obrada HNB-a

Slika 6. Prosječne neto plaće po djelatnostima NKD-a



Izvori: Fina, HZZ; obrada HNB-a

Slika 7. Zaposlenost u Hrvatskoj u prosincu 2019. i subvencionirani radnici po županijama



Izvori: Fina, HZZ; HZMO; obrada HNB-a

više od pola malih, srednjih i velikih poduzeća primilo je potpore. Nadalje, primatelji potpora u kategoriji mikro i velikih poslovnih subjekata obuhvaćaju malo manje od polovine ukupnih prihoda u kategoriji, dok kod malih i srednjih poduzeća oni obuhvaćaju gotovo 60% svih poduzeća u tim kategorijama.

U većini djelatnosti prosječne plaće bile su više u poslovnim subjektima koji nisu primili potporu nego u onima koji jesu. Izuzetak su poslovni subjekti u djelatnostima poljoprivrede, opskrbi i gospodarenju vodom, usluživanju smještaja i hrane, administraciji, javnoj upravi, obrazovanju i zdravstvu (Slika 6.).<sup>12</sup>

Promatrano po županijama, u Vukovarsko-srijemskoj, Osječko-baranjskoj, Karlovačkoj, Koprivničko-križevačkoj i

Sisačko-moslavačkoj županiji te Gradu Zagrebu udio zaposlenih u poduzećima koja su primala potpore u ukupnom broju zaposlenih bio je manji od državnog prosjeka. Najveći udio zaposlenih obuhvaćen potporom u pojedinoj županiji zabilježen je u Požeško-slavonskoj, a slijede ju Bjelovarsko-bilogorska i Dubrovačko-neretvanska županija (Slika 7.).

Međutim, iako je u Požeško-slavonskoj županiji najveći udio zaposlenih primio potpore, zaposleni u toj županiji čine samo 1,3% ukupno zaposlenih u Hrvatskoj. S druge strane, udio subvencioniranih radnika među najmanjima je u Gradu Zagrebu, koji pak zapošljava najveći broj radnika u Hrvatskoj.

## 5. Inflacija

Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena znatno se usporila tijekom prvih pet mjeseci 2020. (s 1,4% u prosincu na -0,6% u svibnju), pod utjecajem smanjenja cijena energije, poglavito naftnih derivata. Snažan pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu bio je ponajviše rezultat smanjenja potražnje zbog pogoršanih izgleda globalnoga gospodarskog rasta u uvjetima pandemije koronavirusa te nepostizanja dogovora o smanjenju proizvodnje tog energenta. Tako je cijena barela sirove nafte tipa Brent krajem travnja iznosila 24 USD, odnosno 65% manje u usporedbi s krajem 2019. godine. U skladu s navedenim, pokazatelj tekućega kretanja ukupne inflacije u prvih se pet mjeseci 2020. znatno smanjio (Slika 5.1.). Usto, u posljednja je tri mjeseca promatranoga razdoblja vidljiv i trend smanjivanja indeksa rasprostranjenosti inflacije, koji pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u ukupnom broju proizvoda.

Doprinos cijena energije godišnjoj inflaciji potrošačkih cijena tako se smanjio s 0,6 postotnih bodova u prosincu 2019. na

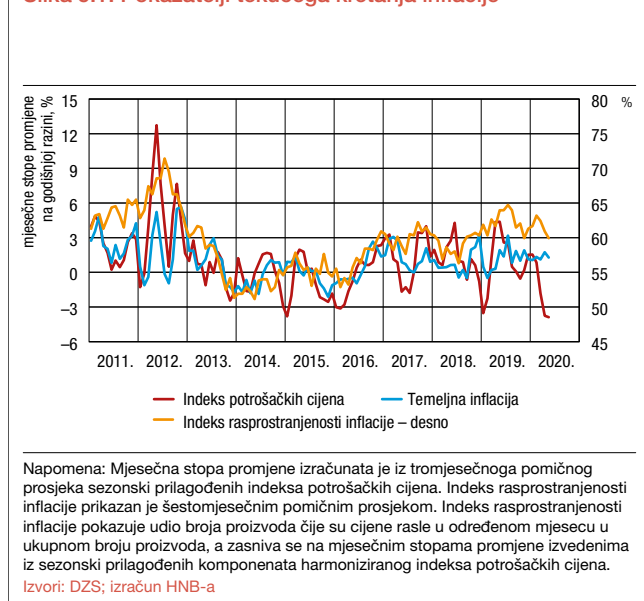
-1,8 postotnih bodova u svibnju 2020. (Slika 5.2.). Uz naftne derivate koji su u svibnju bili za oko 22% jeftiniji u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, na spomenuto je smanjenje doprinosa energije utjecao u manjoj mjeri pad cijena krutih goriva i prirodnog plina (koje se administrativno reguliraju). Doprinos industrijskih proizvoda (bez hrane i energije), slično kao i krajem 2019., bio je u svibnju blago negativan te je iznosio -0,1 postotni bod.

S druge strane, povećao se doprinos prehrambenih proizvoda ukupnoj inflaciji (s 0,3 postotna boda u prosincu 2019. na 0,9 postotnih bodova u svibnju 2020.). Pritom se godišnja stopa rasta cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda snažno ubrzala početkom godine (s 0,7% u prosincu na 5,6% u siječnju). To je bilo posljedica učinka baznog razdoblja (pojeftinjenja tih proizvoda u siječnju 2019. zbog smanjenja stope PDV-a) i poskupljenja tih proizvoda u siječnju ove godine. Tijekom ožujka i travnja godišnja se stopa rasta neprerađenih prehrambenih proizvoda zadržala na visokoj razini s početka godine, a potom se usporila na 3,1%. Visokim godišnjim rastom cijena i nadalje prednjače voće (12%) i meso (6%). Nadalje, ubrzanje godišnje stope rasta prerađenih prehrambenih proizvoda (uključujući pića i duhan) zabilježeno je u travnju (na 3,3%, s 1,7% u ožujku), ponajviše zbog povećanja trošarina na duhan te zašecerena i alkoholna pića.

Doprinos usluga inflaciji u svibnju je iznosio 0,5 postotnih bodova, što je malo više u odnosu na kraj 2019. Pritom je povećani doprinos telefonskih usluga i osiguranja povezanog s prijevozom ukupnoj inflaciji bio znatnim dijelom poništen manjim doprinosom usluga restorana i hotela. Valja napomenuti da u travnju 2020. nije bilo provedeno snimanje cijena na terenu i da znatan dio trgovačkih i ugostiteljskih objekata nije radio, tako da je pri izračunu indeksa potrošačkih cijena bilo potrebno konstruirati cijene koje nedostaju (imputirane cijene). Na popisu niskopouzdanih indeksa kod kojih udio imputiranih cijena premašuje 50% prevladavaju usluge. Problematika mjerenja indeksa potrošačkih cijena detaljnije se razmatra u Okviru 3. Metodološki pristup izračunu indeksa potrošačkih cijena u vrijeme pandemije COVID-19.

Temeljna inflacija (pri čijem se izračunu isključuju cijene energije, poljoprivrednih proizvoda i administrativno regulirane cijene) tijekom prva se četiri mjeseca ubrzala na 1,7% te je bila za 0,5 postotnih bodova viša nego u prosincu. To je ponajviše odražavalo ubrzanje godišnjeg rasta cijena pojedinih prehrambenih proizvoda (posebice mesa te mlijeka, sira i jaja), duhana, odjeće, farmaceutskih proizvoda i telefonskih usluga. U svibnju se, međutim, temeljna inflacija usporila na 1,4%, čemu je

Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



11 Pri tumačenju ovih rezultata treba imati na umu ograničenja Finine baze podataka. Naime, mikro poslovni subjekti imaju najveću dinamiku osnivanja i prestanka rada, pri čemu se posljednji dostupni popis poduzeća u bazi Fine odnosi na 2018. godinu. Drugim riječima, moguće je da mnoga mikro poduzeća koja su poslovala u 2018. danas više nisu aktivna, pa tako nisu niti mogla podnijeti zahtjev za potporu.

12 Pritom treba voditi računa o obuhvatu baze podataka Fine (vidi fusnotu 3.).

Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji

godišnje stope promjene

	12. 2018.	3. 2019.	6. 2019.	9. 2019.	12. 2019.	3. 2020.	5. 2020.
<b>Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente</b>							
Ukupni indeks	0,8	0,9	0,6	0,8	1,4	0,6	-0,6
Energija	0,9	4,0	1,4	0,2	3,4	-3,8	-10,9
Neprerađeni prehrambeni proizvodi	-0,6	-5,7	-4,7	-2,7	0,7	5,6	3,1
Prerađeni prehrambeni proizvodi	1,9	2,6	2,6	2,6	2,3	1,7	2,8
Industrijski proizvodi bez prehrane i energije	0,1	-0,4	-0,3	0,4	-0,6	-0,1	-0,4
Usluge	1,2	1,2	1,3	1,2	1,5	1,6	1,8
<b>Ostali cjenovni pokazatelji</b>							
Temeljna inflacija	1,0	0,9	1,1	1,6	1,2	1,3	1,4
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	0,5	2,3	0,4	-0,3	1,4	-1,2	-4,7
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	-0,3	0,1	1,0	0,8	0,5	0,5	0,2
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	1,0	1,1	0,5	0,6	1,3	0,5	-0,7
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	0,8	1,7	1,1	1,1	2,1	1,0	-0,6

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

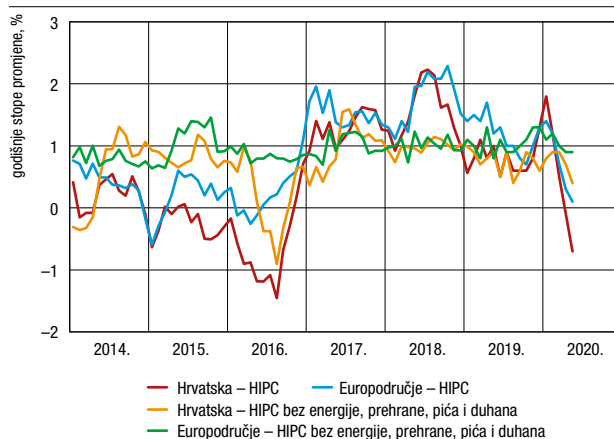
Izvor: DZS

ponajviše pridonijelo smanjenje godišnje stope rasta prerađenih prehrambenih proizvoda te usluga smještaja.

Godišnja stopa inflacije u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena usporila se s 1,3% u prosincu na 0,1% u svibnju (Slika 5.3.), što je ponajviše bio rezultat smanjenja godišnje stope promjene cijena energije s 0,2% u prosincu na -11,9% u svibnju. Usto, u europodručju se tijekom prvih pet mjeseci usporio godišnji rast cijena usluga te cijena industrijskih proizvoda (bez hrane i energije). Usporevanje inflacije djelomično je ublaženo povećanjem doprinosa neprerađenih i prerađenih prehrambenih proizvoda ukupnoj inflaciji. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, u europodručju se smanjila s 1,3% u prosincu na 0,9% u svibnju, zbog spomenutog smanjenja godišnjeg rasta cijena usluga i industrijskih proizvoda.

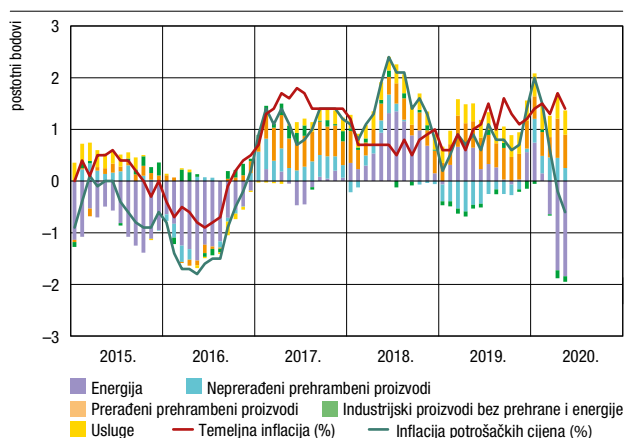
U Hrvatskoj se godišnja stopa inflacije mjerena HIPC-om smanjila s 1,3% u prosincu 2019. na -0,7% u svibnju. Pritom je pad cijena energije manjim dijelom bio poništen rastom cijena neprerađenih i prerađenih prehrambenih proizvoda. Godišnja inflacija u svibnju 2020. u Hrvatskoj bila je za 0,8 postotnih bodova niža nego u europodručju, što je ponajviše bio rezultat

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: DZS; Eurostat

Slika 5.2. 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.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

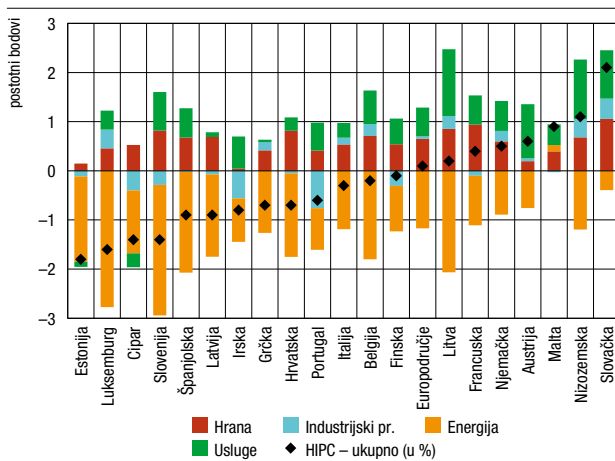
izrazitijeg pada cijena energije<sup>13</sup> te niže godišnje stope rasta cijena usluga<sup>14</sup> u Hrvatskoj u usporedbi s europodručjem. Zbog usporavanja godišnjeg rasta cijena usluga u svibnju ove godine temeljna inflacija mjerena HIPC-om smanjila se na 0,4% (s 0,6% u prosincu 2019.). te je bila za 0,5 postotnih bodova niža u odnosu na europodručje.

Godišnja stopa inflacije od -0,7% u svibnju ostvarena je osim u Hrvatskoj još i u Grčkoj te se sa spomenutom razinom inflacije Hrvatska nalazila u grupi od šest zemalja europodručja čija je ukupna inflacija bila u rasponu od -0,9% do -0,6% (Slika 5.4.). Doprinos energije godišnjoj inflaciji u većini je zemalja europodručja u svibnju bio negativan, uglavnom zbog pojeftinjenja naftnih derivata. Najniža stopa inflacije u svibnju zabilježena je u Estoniji te je iznosila -1,8%, pri čemu su uz energiju negativan doprinos ukupnoj inflaciji dali i industrijski proizvodi te usluge, dok je doprinos hrane bio samo blago pozitivan. Nasuprot tome, ukupnoj inflaciji od 2,1% u Slovačkoj najveći pozitivan doprinos dali su hrana i usluge te u manjoj mjeri industrijski proizvodi,

13 Te većeg udjela energije u košarici za izračun HIPC-a u Hrvatskoj.

14 Te manjeg udjela usluga u košarici za izračun HIPC-a u Hrvatskoj.

Slika 5.4. Godišnja stopa inflacije u svibnju 2020. i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj i zemljama članicama europodručja



Izvor: Eurostat; izračun HNB-a

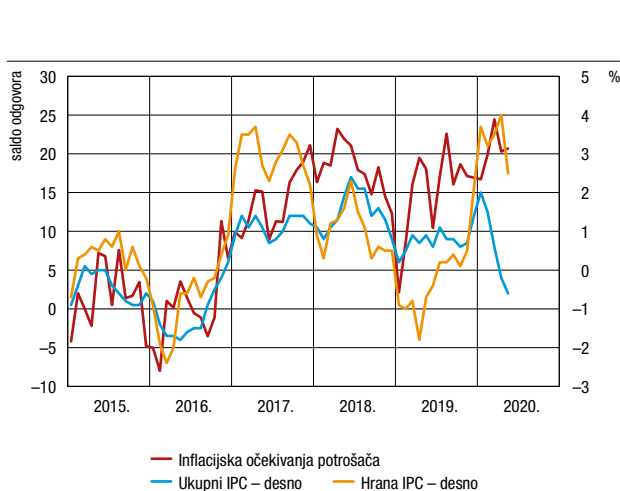
dok je doprinos energije bio negativan, ali zbog poskupljenja električne energije manje izražen u usporedbi s drugim zemljama europodručja.

### Inflacijska očekivanja

Dinamika inflacijskih očekivanja potrošača u Hrvatskoj uobičajeno prati kretanje tekuće stope inflacije potrošačkih cijena. Kao što je spomenuto, ukupna inflacija potrošačkih cijena u posljednja se četiri mjeseca kontinuirano smanjivala. Nasuprot tome, vidljivo je da su u veljači i ožujku ove godine porasla inflacijska očekivanja, odnosno povećao se udio potrošača koji očekuju da će cijene u sljedećih dvanaest mjeseci rasti u odnosu na udio onih koji smatraju da će se cijene smanjiti ili ostati nepromijenjene (Slika 5.5.). U travnju i svibnju saldo odgovora na pitanje o očekivanom kretanju cijena u sljedećih dvanaest mjeseci ostao je viši u odnosu na prosjek zabilježen u drugoj polovini 2019.

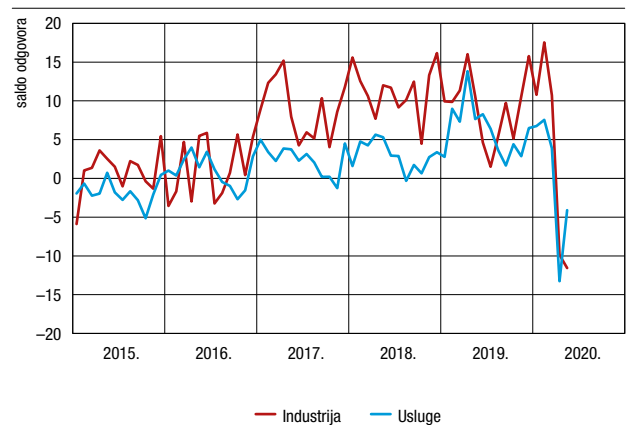
Raznoliko kretanje inflacijskih očekivanja potrošača i inflacije potrošačkih cijena zabilježeno je i u europodručju tijekom prvih pet mjeseci 2020. Rast inflacijskih očekivanja potrošača vjerojatno je povezan s ubrzavanjem rasta cijena hrane koju su potrošači u uvjetima pandemije koronavirusa češće kupovali u usporedbi s

Slika 5.5. Inflacijska očekivanja potrošača



Napomena: Očekivanja se odnose na razdoblje od dvanaest mjeseci unaprijed.  
Izvori: DZS; Ipsos Puls

Slika 5.6. Inflacijska očekivanja poduzeća



Napomena: Očekivanja se odnose na razdoblje od tri mjeseca unaprijed.  
Izvor: Ipsos Puls

drugim proizvodima, primjerice naftnim derivatima (koji su posljednjih mjeseci pojeftinili), s obzirom na to da se tijekom karantene zamjetno manje putovalo. Osim toga neki proizvodi i usluge nisu ni bili dostupni. Stoga je hrana tijekom spomenutog razdoblja imala veći udio u potrošačkoj košarici od uobičajenog.

S druge strane tijekom prvih pet mjeseci ove godine bio je prisutan trend smanjivanja inflacijskih očekivanja poduzeća (Slika 5.6.). Ipak, udio poduzeća koja očekuju pad prodajnih cijena znatno se smanjio potkraj razdoblja u sektoru usluga.

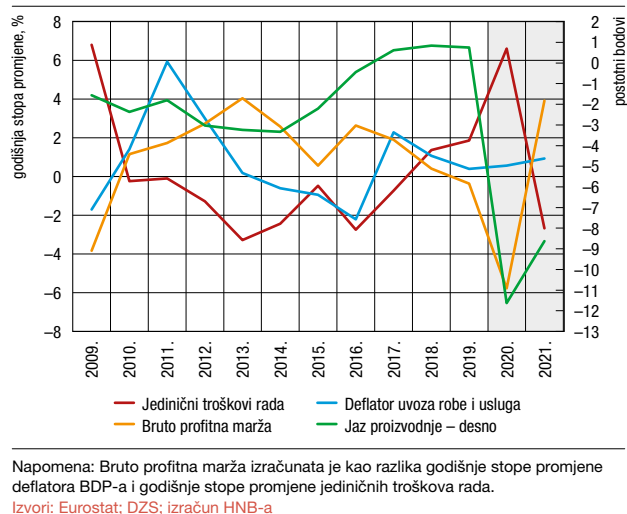
### Projicirana kretanja

Usporavanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena s 0,8% u 2019. na ocijenjenih -0,1% u 2020. (Slika 5.8.) ponajviše je rezultat očekivanoga znatnog pada godišnje stope promjene cijena energije s 1,8% u 2019. na -6,7% u 2020. Najveći utjecaj na smanjenje doprinosa energije ukupnoj inflaciji s 0,3 postotna boda u 2019. na -1,1 postotni bod u 2020. ima pad maloprodajnih cijena naftnih derivata, koji bi u 2020. mogao iznositi oko 14%, a zrcali kretanja na svjetskom tržištu, odnosno pad cijena sirove nafte uzrokovan ponajviše smanjenjem potražnje zbog pandemije koronavirusa te nepostizanja dogovora o smanjenju proizvodnje tog energenta. U malo manjoj mjeri očekivano usporavanje inflacije u 2020. moglo bi biti i rezultat smanjenja prognozirane godišnje stope rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije s 0,9% u 2019. na 0,3% u 2020. Ono bi moglo biti posljedica utjecaja smanjenja potražnje na cijene zbog pandemije, koje se očekuje posebno u segmentu usluga povezanih s turizmom (paket-aranžmani, usluge smještaja, prijevozne usluge, osobito zračni prijevoz), usluga rekreacije i kulture te određenih polutrajnih i trajnih potrošnih dobara (primjerice odjeće i obuće, namještaja, kućanskih aparata, automobila i sl.). Očekivano usporavanje godišnjeg rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije u 2020. donekle ublažavaju porast jediničnih troškova rada (s obzirom na znatan pad proizvodnosti rada) te poskupljenje cigareta, začećerenih i alkoholnih pića zbog povećanja trošarina u travnju 2020.

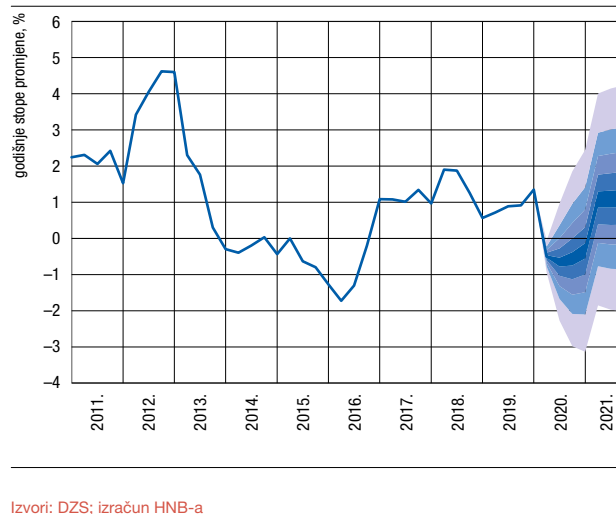
S druge strane, ocijenjeno je da bi se prosječna godišnja stopa rasta cijena hrane u 2020. mogla ubrzati na 3,6% (s -0,2% u 2019.), zbog povećane potražnje (stvaranje zaliha), kao i šokova na strani ponude hrane uzrokovanih pandemijom, a koji se odnose na prekide u lancima nabave, moguće ograničavanje izvoza hrane pojedinih zemalja i sl. Usto, ubrzanje godišnjeg rasta cijena hrane u 2020. rezultat je i pozitivnog učinka baznog



Slika 5.7. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



Slika 5.8. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



razdoblja te očekivanog rasta cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu.

U 2021. očekuje se ubrzanje inflacije potrošačkih cijena na 0,7% (s -0,1% u 2020.). To bi trebao biti rezultat povećanja godišnje stope promjene cijena energije s -6,7% u 2020. na 0,4% u 2021., ponajviše zbog očekivanog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Pretpostavljeno je da bi se prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogla u 2021. kretati oko 0,2% (nakon 0,3% 2020.). Promatraju li se podaci po tromjesečjima, vidljivo je da bi u uvjetima očekivanog oporavka potražnje moglo doći do postupnog ubrzanja godišnje stope promjene IPC-a bez hrane i energije s -0,2% u prvom tromjesečju 2021. na 0,7% u četvrtom tromjesečju 2021. Nadalje, prognozirano je usporevanje prosječne godišnje stope rasta cijena hrane u 2021. na 2,3% (s 3,6% u 2020.), što bi ponajviše trebalo biti posljedica iščezavanja šokova na strani ponude, tj.

normalizacije lanaca nabave. Usto, u 2021. očekuje se pojeftinjenje prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu.

Ocjenjuje se da su rizici da inflacija bude niža odnosno viša od projicirane uravnoteženi. Rizici koji bi mogli pridonijeti tome da stopa inflacije u 2020. bude niža od projicirane odnose se na mogući izrazitiji pad potražnje, zbog čega bi se mogli pojačati pritisci na smanjenje temeljne inflacije. Usto, smanjenje cijena sirove nafte na svjetskom tržištu moglo bi biti izraženije u slučaju mogućega snažnijeg usporevanja globalne gospodarske aktivnosti i/ili nepridržavanja pojedinih zemalja OPEC+ dogovora o smanjenju proizvodnje. Rizici koji bi mogli izazvati višu inflaciju od projicirane jesu manje izraženo smanjenje potražnje, više cijene sirove nafte i ostalih sirovina na svjetskom tržištu te mogući snažniji rast cijena poljoprivrednih proizvoda zbog neočekivanih vremenskih nepogoda.

### Okvir 3. Metodološki pristup izračunu indeksa potrošačkih cijena u vrijeme pandemije COVID-19

Zbog pandemije novoga koronavirusa u travnju 2020. nisu se snimale cijene proizvoda na terenu, a snimanje cijena u ožujku i svibnju u manjoj je mjeri bilo otežano. U slučajevima kada cijene proizvoda nije bilo moguće utvrditi na alternativne načine (s internetskih stranica, iz dostavljenih cjenika, pomoću skeniranih podataka i sl.), DZS je prema preporuci Eurostata primjenjivao nekoliko metoda konstruiranja nedostajućih (imputiranih) cijena kao što su, primjerice, provlačenje posljednje zabilježene cijene, imputiranje s mjesečnom promjenom cijene u istom mjesecu prethodne godine, imputiranje cijene na osnovi prosječne promjene raspoloživih cijena proizvoda unutar istoga ili sličnoga elementarnog agregata itd. Svi podindeksi kod kojih je udio imputiranih cijena/pondera viši od 50% označuju se kao niskopouzdana. Ukupan doprinos spomenutih podindeksa mjesečnoj promjeni potrošačkih cijena u Hrvatskoj u travnju i svibnju nije bio znatan. Na popisu niskopouzdanosti indeksa prevladavaju usluge: ugostiteljske usluge, usluge smještaja, rekreativne usluge, paket-aranžmani, usluge prijevoza, frizerske usluge itd.

Kako bi se suzbilo širenje pandemije izazvane novim koronavirusom, u brojnim su zemljama uvedene epidemiološke mjere koje su obuhvaćale, među ostalim, ograničenje kretanja ljudi i zatvaranje trgovina, kafića i restorana, muzeja, kazališta,

frizerskih salona, teretana, objekata za smještaj turista i sl. U takvim okolnostima brojni su statistički uredi obustavili snimanje cijena na terenu. Spomenute mjere imale su znatan učinak i na metode prikupljanja cijena pojedinih proizvoda koji ulaze u košaricu za izračun indeksa potrošačkih cijena (IPC) i na strukturu potrošnje kućanstava u usporedbi s uobičajenim uvjetima.

Eurostat je stoga početkom travnja ove godine izdao smjernice<sup>15</sup> za izračunavanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) u takvim izvanrednim okolnostima. Pri tome se naglašava da se izračun HIPC-a treba zasnivati na tri glavna principa koji obuhvaćaju: 1. nepromijenjenu strukturu pondera, tj. udjela pojedinih podindeksa; 2. uključivanje, kao i dosad, svih kategorija ECOICOP klasifikacije (unatoč tome što pojedini proizvodi nisu dostupni na tržištu); te 3. minimiziranje broja konstruiranih nedostajućih (tzv. imputiranih) cijena. U nemogućnosti snimanja cijena na terenu preporučuje se, primjerice, za one proizvode koji su dostupni na tržištu korištenje podataka s internetskih stranica prodavača i skeniranih podataka te izravan upit prodavačima

15 *Guidance on the Compilation of the HIPC in the Context of the COVID-19 Crisis* (2020.), Methodological note, Eurostat, 3. travnja. [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10186/10693286/HIPC\\_guidance.pdf](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10186/10693286/HIPC_guidance.pdf)

Tablica 1. Pregled podindeksa potrošačkih cijena koji su u travnju 2020. označeni kao niskopouzđani

	COICOP	Struktura	Mjesečna stopa promjene		Godišnja stopa promjene		Metode imputiranja
			2020.	IV.2019.	IV.2020.	III.2020.	
03.1.1	Materijal za izradu odjeće	0,01	0,2	4,9	-2,5	2,0	imputiranje na osnovi raspoloživih cijena unutar istoga elementarnog agregata
06.2.3	Paramedicinske usluge	0,14	0,0	0,0	1,8	1,8	provlačenje posljednje zabilježene cijene
06.3	BOLNIČKE USLUGE	0,14	0,0	0,0	-0,2	-0,2	provlačenje posljednje zabilježene cijene
07.3	USLUGE PRIJEVOZA						
07.3.1	Željeznički putnički prijevoz	0,16	0,0	0,0	1,8	1,8	provlačenje posljednje zabilježene cijene
07.3.2	Cestovni putnički prijevoz	0,83	-1,1	0,1	-2,1	-0,9	provlačenje posljednje zabilježene cijene
07.3.3	Zračni putnički prijevoz	0,24	16,6	16,5	-6,3	-6,4	imputiranje s mjesečnom promjenom cijene prethodne godine
07.3.4	Putnički pomorski prijevoz i prijevoz unutarnjim vodnim putovima	0,05	11,4	0,0	0,0	-10,2	provlačenje posljednje zabilježene cijene
07.3.5	Kombinirani prijevoz putnika	0,20	0,0	0,0	0,0	0,0	provlačenje posljednje zabilježene cijene
09.4	Rekreativne i kulturne usluge						
09.4.1	Rekreativne i sportske usluge	0,44	-1,6	0,0	5,9	7,6	provlačenje posljednje zabilježene cijene
09.4.2	Kulturne usluge	1,66	0,1	0,0	0,8	0,7	provlačenje posljednje zabilježene cijene
09.6	Paket-aranžmani	0,58	1,5	1,4	-0,3	-0,3	imputiranje s mjesečnom promjenom cijene prethodne godine
10	OBRAZOVANJE	0,87	0,0	0,0	-0,6	-0,6	provlačenje posljednje zabilježene cijene
11	RESTORANI I HOTELI						
11.1.1	Restorani, kafići i slično	3,86	0,6	0,0	2,7	2,1	provlačenje posljednje zabilježene cijene
11.1.2	Kantine	0,36	0,6	0,0	5,4	4,7	provlačenje posljednje zabilježene cijene
11.2	USLUGE SMJEŠTAJA	0,60	4,6	4,7	1,4	1,5	imputiranje s mjesečnom promjenom cijene prethodne godine
12.1.1	Frizerski saloni i centri za uljepšavanje	0,99	0,0	0,0	3,1	3,1	provlačenje posljednje zabilježene cijene
12.3.1	Nakit, zidni, stolni i ručni satovi	0,04	0,0	0,6	4,0	4,6	imputiranje na osnovi raspoloživih cijena unutar istoga elementarnog agregata i provlačenje posljednje zabilježene cijene

Napomena: Indeksi su označeni kao niskopouzđani ako je ponder imputiranog dijela agregata veći od 50% ili ako je broj imputiranih cijena za agregat veći od 50%.

Izvori: DZS

Slika 1. Ocjena udjela imputiranih cijena u strukturi ukupnog HIPC-u u travnju 2020. u zemljama Europske unije



Izvor: Eurostat

telefonom ili elektroničkom poštom. U slučajevima kada cijene proizvoda nisu dostupne ni na jedan od spomenutih načina, odnosno kada dobra/usluge nisu dostupni potrošačima (primjerice frizerske usluge, ulaznice za kazalište, avionske karte i sl.)

Eurostat preporučuje nekoliko metoda konstruiranja nedostajućih cijena, odnosno metoda imputiranja cijena, kao što su, primjerice, provlačenje posljednje zabilježene cijene (tj. nepromijenjena cijena), imputiranje s mjesečnom promjenom cijene u istom mjesecu prethodne godine (kod proizvoda s izraženom sezonskom komponentom), imputiranje cijene na osnovi prosječne promjene raspoloživih cijena proizvoda unutar istoga ili sličnoga elementarnog agregata itd. Svi podindeksi kod kojih je udio imputiranih cijena/pondera viši od 50% označuju se kao niskopouzđani (engl. *low reliability*), odnosno njihova se kvaliteta smatra nižom od uobičajene.

Spomenute epidemiološke mjere u Hrvatskoj uvedene su sredinom ožujka 2020., tako da je već taj mjesec bio donekle atipičan jer je prikupljanje cijena na terenu prekinuto usred samog ciklusa snimanja. Ipak, mnogo je podataka dotad stiglo u Državni zavod za statistiku, dio cijena je potom skidan s internetskih stranica, dobiveni su cjenici od trgovačkih lanaca, a korišteni su i skenirani podaci. Procedura imputiranja cijena tamo gdje je bilo potrebno slijedila je u potpunosti smjernice Eurostata.<sup>16</sup> Na kraju, niti jedna grupa proizvoda (podindeks) u ožujku 2020. nije imala više od 50% imputiranih cijena/pondera, odnosno nije označena kao niskopouzđana. U travnju 2020. nije uopće provedeno snimanje cijena na terenu (mnogi objekti tada nisu radili), tako da je provedeno mnogo više imputacija cijena nego u ožujku. Na

16 To se odnosi i na izračun nacionalnog IPC-a i HIPC-a.

popisu niskopouzdatih indeksa kod kojih udio imputiranih cijena unutar indeksa ili udio pondera u imputiranom indeksu premašuje 50% prevladavaju usluge: ugostiteljske usluge, usluge smještaja, rekreativne usluge, paket-aranžmani, usluge prijevoza, frizerske usluge itd. (Tablica 1.). U svibnju 2020. snimanje cijena uglavnom se normaliziralo te su samo dva podindeksa IPC-a bila niskopouzdana (zračni putnički prijevoz i paket-aranžmani).

Udio imputiranih cijena u strukturi indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj iznosio je 17,6% u travnju 2020., dok je taj udio u košarici za izračun HIPC-a bio veći te je iznosio 26%.<sup>17</sup> S druge strane, spomenuti udio imputiranih cijena u košarici za izračun HIPC-a u Hrvatskoj bio je niži u usporedbi s prosjekom Europske unije, koji iznosi 29% (Slika 1.), a osobito je bio niži u usporedbi s grupom zemalja u kojoj taj udio premašuje 40% (Slovačka, Francuska, Mađarska i Portugal). Za razliku od travnja, u svibnju 2020. udio imputiranih cijena čini samo 3% strukture HICP-a u Hrvatskoj (odnosno 1,7% kada je riječ o IPC-u), dok je na razini Europske unije taj udio znatno viši te iznosi 20%. Imajući na umu da je znatan dio mjesečnih promjena cijena u travnju procijenjen te da je došlo i do znatne promjene u strukturi potrošnje kućanstava, pri čemu se u potrošnji znatno povećao udio neophodnih proizvoda kao što su hrana i higijenske potrepštine (što se ne uzima u obzir pri izračunu tekućeg indeksa potrošačkih cijena)<sup>18</sup>, analizi podataka o kretanju inflacije u travnju 2020. treba pristupiti s pojačanim oprezom.

Potrošačke su se cijene u Hrvatskoj u travnju 2020. smanjile za 0,2% u odnosu na prethodni mjesec. Što se tiče doprinosa niskopouzdatih podindeksa mjesečnom kretanju potrošačkih cijena u travnju, on je bio većinom neutralan (nula postotnih

bodova). Naime, vidljivo je da je od preporučanih metoda imputacije cijena pri izračunu IPC-a u travnju ove godine najčešće korištena metoda provlačenja posljednje zabilježene cijene proizvoda, odnosno metoda nepromijenjene cijene (Tablica 1.), stoga je doprinos podindeksa na koje se spomenuta metoda primjenjuje (većina usluga prijevoza, rekreativne i sportske usluge, ugostiteljske usluge, frizerske usluge itd.) mjesečnoj promjeni IPC-a bio neutralan. Nadalje, u manjoj mjeri korištena je i metoda imputiranja na osnovi raspoloživih cijena unutar istoga elementarnog agregata (materijal za izradu odjeće, nakit i satovi), a doprinos spomenutih komponenti mjesečnoj inflaciji u travnju bio je također neutralan (zbog malog pondera, uz ostvareni mjesečni porast cijena). Usto, kod niskopouzdatih podindeksa s izraženom sezonskom komponentom (zračni putnički prijevoz, usluge smještaja i paket-aranžmani) korištena je metoda imputiranja s mjesečnom promjenom cijena tih usluga u travnju prethodne godine, a ukupni je doprinos spomenutih podindeksa mjesečnoj promjeni potrošačkih cijena bio samo blago pozitivan te je iznosio 0,08 postotnih bodova. Ukupno gledajući, doprinos niskopouzdatih podindeksa mjesečnoj promjeni potrošačkih cijena u travnju 2020. nije bio znatan. Nadalje, ukupni doprinos indeksa koji su u travnju označeni kao niskopouzdati godišnjaj stopi promjene IPC-a neznatno se smanjio, s 0,17 postotnih bodova u ožujku na 0,16 postotnih bodova u travnju.

Što se tiče kretanja cijena hrane, čiji se udio u potrošnji kućanstava znatno povećao tijekom obustave ekonomske aktivnosti, vidljivo je bilo blago ubrzavanje godišnje stope rasta tih cijena s 3,2% u veljači na 4,0% u travnju, međutim, u svibnju se ta stopa usporila na 2,5%.

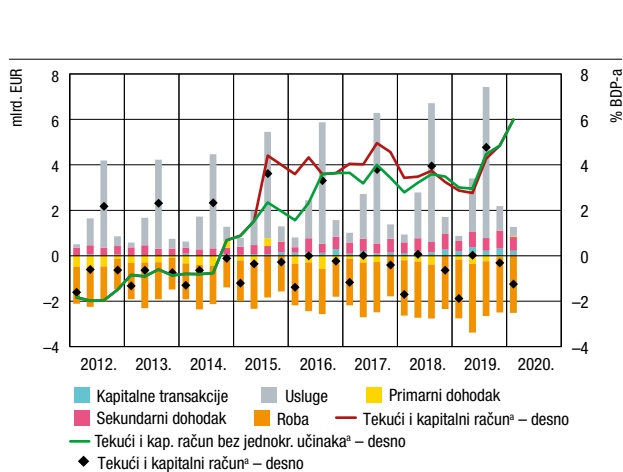
## 6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Manjak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u prvom se tromjesečju 2020. zamjetno smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Smanjenju manjka gotovo je podjednako pridonijelo poboljšanje salda na računu primarnog dohotka prouzročeno rastom profitabilnosti stranih poduzeća u vlasništvu rezidenata, zatim povećanje neto izvoza usluga zbog izraženijeg pada uvoza od pada izvoza te rast viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija kao rezultat intenzivnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Istovremeno se, iako u manjoj mjeri, smanjio i manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom. Prema opisanim kretanjima višak na tekućem i kapitalnom računu u prvom je tromjesečju 2020., promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, iznosio 6,0% BDP-a, što je primjetno poboljšanje u odnosu na 4,8% BDP-a ostvarenih u cijeloj 2019. godini (Slika 6.1.).

### Vanjska trgovina i konkurentnost

Dinamika robne razmjene s inozemstvom u prvom se tromjesečju 2020. snažno usporila u odnosu na prošlogodišnja ostvarenja. Tako je prema podacima DZS-a<sup>19</sup> robni izvoz u prva tri mjeseca 2020. na godišnjoj razini tek blago porastao (za

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



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

Napomena: Jednokratni učinci uključuju konverziju kredita vezanih uz švicarski frank u 2015. te rezervacije banaka za kredite odobrene koncernu Agrokor u 2017. i 2018.

Izvor: HNB

17 HIPC i nacionalni IPC računaju se na osnovi iste košarice dobara i usluga. Jedna od bitnih razlika između HIPC-a i IPC-a sastoji se u tome što HIPC obuhvaća ukupnu potrošnju institucionalnih kućanstava i nerezidenata (primjerice turista), a ta potrošnja nije uključena u IPC. Stoga npr. usluge smještaja imaju udio od 5,2% u HIPC-u, dok je taj udio u nacionalnom IPC-u znatno manji te iznosi 0,6%.

18 Neki proizvodi čija su potrošnja i cijene znatno porasle tijekom pandemije, kao što su zaštitne maske i rukavice te dezinficijensi za ruke, ni ne ulaze u standardnu košaricu za izračun IPC-a.

19 Prema platnobilančnim podacima izvoz robe stagnirao je, uvoz robe smanjio se za 1,3%, a manjak na računu robe smanjio se za 2,7% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, manjak na računu robe iznosio je 19,2% BDP-a, što je poboljšanje za 0,2 postotna boda u odnosu na cijelu 2019. godinu.

0,5%), nakon izrazito snažnog rasta od 10,2% u istom razdoblju 2019. Istovremeno se robni uvoz smanjio za 0,9%, nakon što je u istom razdoblju prethodne godine rastao za 7,7%. Usporevanje dinamike trgovinskih tokova odražava učinke pandemije koronavirusa, zbog čega su izvoz i uvoz u ožujku na godišnjoj razini zabilježili zamjetan pad (za 8,6% odnosno 11,4%), što je neutraliziralo rast ostvaren u prva dva mjeseca. U skladu s tim manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom u prvom se tromjesečju smanjio za 2,9%<sup>20</sup>, nakon rasta od 4,3% u istom razdoblju prethodne godine. Prvi podaci za travanj upućuju na još izraženiju kontrakciju robne razmjene, pri čemu se ukupan robni izvoz u travnju smanjio za 24,5%, a ukupan robni uvoz za 37,5%, dok se manjak više nego prepolovio (pad od 52,8%) u odnosu na prošlogodišnji travanj.

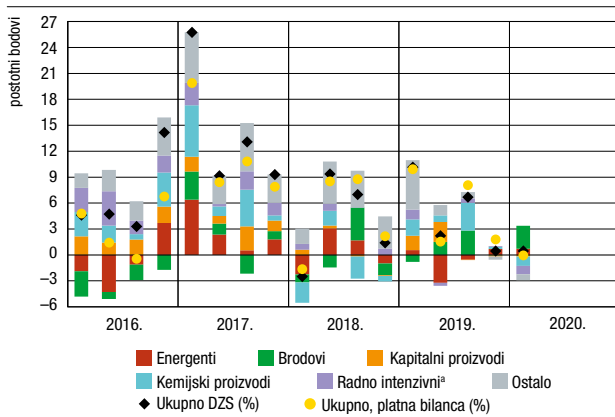
Što se tiče strukture robne razmjene, nepovoljna izvozna ostvarenja u prvom tromjesečju 2020. ponajviše su rezultat smanjenja izvoza medicinskih i farmaceutskih proizvoda u SAD i

Italiju, zatim cestovnih vozila u Njemačku i Kinu te proizvoda metalske industrije u Italiju (Slika 6.2.). Nasuprot tome, jedna od rijetkih kategorija koja je zabilježila znatniji rast jest izvoz ostalih prijevoznih sredstava, odnosno brodova, u Luksemburg. Povećao se i izvoz energenata s obzirom na to da je primjetan rast nafte i naftnih derivata u Mađarsku više nego nadomjestio smanjenje izvoza električne energije u Bosnu i Hercegovinu.

Godišnjem padu ukupnoga robnog uvoza u prvom su tromjesečju 2020. najviše pridonijeli manji uvoz cestovnih vozila iz Njemačke i Mađarske, proizvoda metalske industrije iz Italije i Kine te kapitalnih proizvoda (poglavito industrijskih strojeva za opću uporabu i specijalnih strojeva za pojedine industrijske grane) iz Italije i Njemačke (Slika 6.3.). Pao je i uvoz energenata, posebice električne energije iz Mađarske. S druge strane, uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda iz Belgije te prehrambenih proizvoda iz Njemačke i Nizozemske povećao se.

Slično kao u robnoj razmjeni s inozemstvom, poboljšanje salda na računu usluga u prvom tromjesečju 2020. rezultat je izraženijeg smanjenja rashoda (za 22,6%) od prihoda (za 6,7%). Pritom se saldo najviše poboljšao u razmjeni financijskih usluga i usluga putovanja. Veći neto izvoz turističkih usluga posljedica je

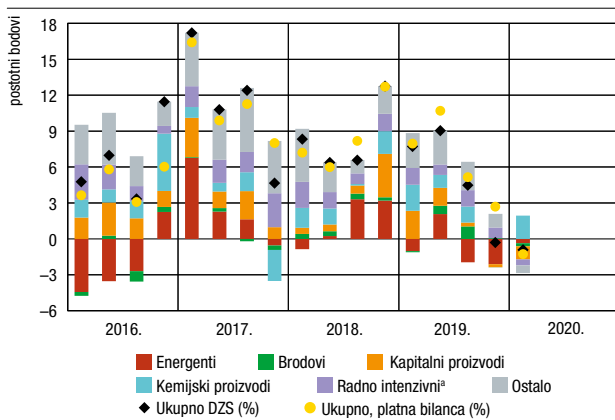
**Slika 6.2. Robni izvoz**  
godišnje stope promjene i doprinosi



<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

**Slika 6.3. Robni uvoz**  
godišnje stope promjene i doprinosi

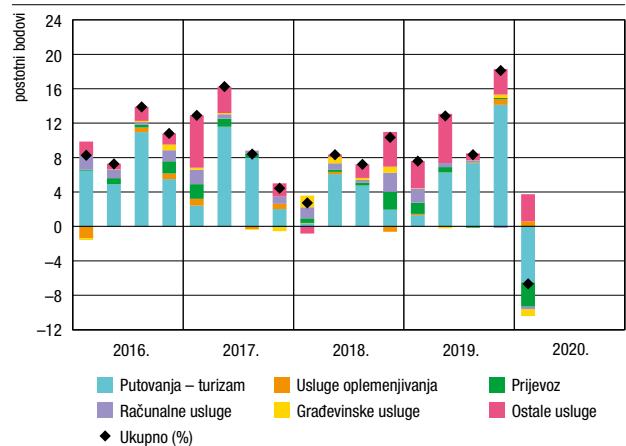


<sup>a</sup> Radno intenzivni proizvodi uključuju (prema SMTK-u): tekstil, odjeću, obuću, kožu, papir, pluto i drvo, pokućstvo, proizvode od metala i nemetala, montažne zgrade te nerazvrstane gotove proizvode.

Izvori: DZS; HNB

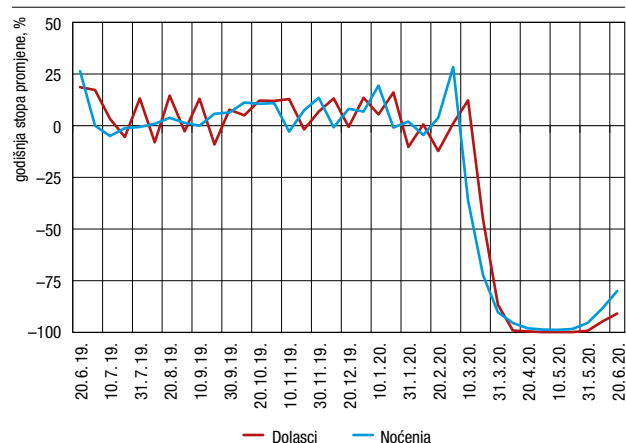
<sup>20</sup> Na smanjenje manjka u robnoj razmjeni utjecala je spomenuta veća godišnja stopa pada hrvatskoga robnog uvoza od robnog izvoza, ali i činjenica da je apsolutna vrijednost robnog uvoza daleko veća od apsolutne vrijednosti robnog izvoza.

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



Izvor: HNB

**Slika 6.5. Godišnja stopa promjene broja dolazaka i noćenja stranih gostiju**



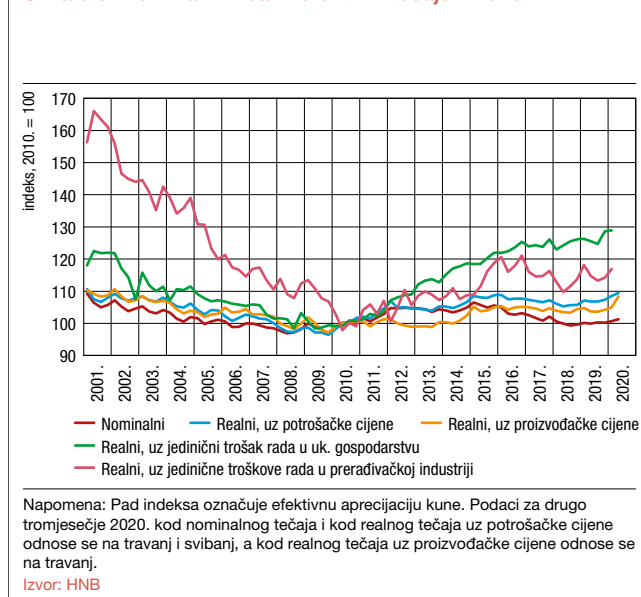
Napomena: Slika pokazuje godišnje stope promjene desetodnevni podataka.

Izvor: eVisitor

izrazitijeg smanjenja rashoda od turističke potrošnje rezidenata (za 40,9%) u odnosu na pad prihoda od turizma (za 19,4%). Pad turističke aktivnosti (Slika 6.4.) odražava uvođenje strogih epidemioloških mjera krajem prvog tromjesečja, koje su između ostalog uključivale i ograničenje ulaska stranih državljana na teritorij Hrvatske. Tako su prema podacima iz sustava *eVisitor* na kraju ožujka noćenja stranih gostiju u Hrvatskoj bila na razini od samo desetak posto prošlogodišnje razine (Slika 6.5.), što se u iduća dva mjeseca dodatno pogoršalo na samo jedan do dva posto razine iz istog razdoblja prethodne godine. Blagi oporavak fizičkih pokazatelja primjetan je tek od kraja svibnja, nakon što je Hrvatska počela postupno otvarati svoje granice za strane turiste.

Početak 2020. cjenovna se i troškovna konkurentnost hrvatskog izvoza poboljšala (Slika 6.6.). Deprecijacija realnih efektivnih tečajeva<sup>21</sup> uz potrošačke i proizvođačke cijene te jedinične troškove rada pritom odražava djelomice slabljenje kune prema košarici valuta za izračun efektivnog tečaja, a djelomično i povoljniji trend kretanja domaćih cijena i troškova u usporedbi s cijenama i troškovima glavnih vanjskotrgovinskih partnera.

Slika 6.6. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



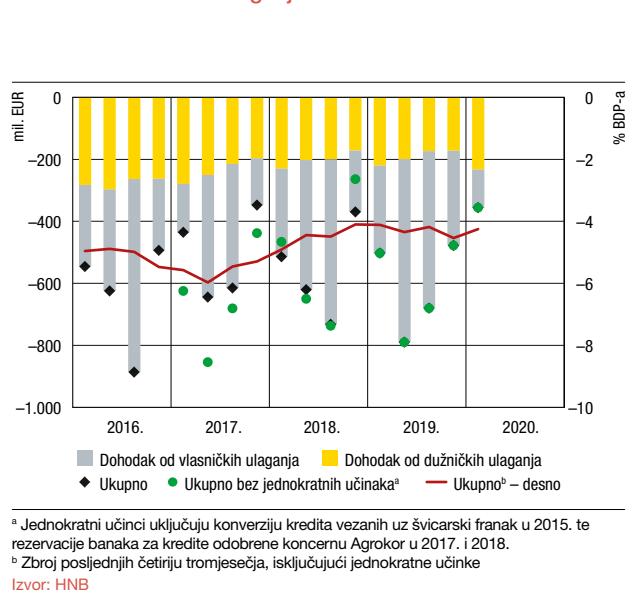
## Dohoci i transakcije s EU-om

Saldo na računu primarnog dohotka u prvom se tromjesečju 2020. zamjetno poboljšao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine poglavito zbog većih prihoda od izravnih vlasničkih ulaganja (Slika 6.7.). Pritom su poslovni rezultati stranih poduzeća u vlasništvu rezidenata najviše poboljšani u upravljačkim djelatnostima te, u manjoj mjeri, u djelatnosti prijevoza. S druge strane, ukupni rashodi od vlasničkih ulaganja blago su se smanjili, ali zabilježena je znatna promjena u njihovoj strukturi u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Naime, nakon izbivanja pandemije HNB je zabranio isplatu dividenda banaka, što u strukturi povećava udio zadržane dobiti<sup>22</sup>, a smanjuje udio dividenda.

21 Od ovog su broja MKP-a serije efektivnih tečajeva kune revidirane. Pritom je proširen popis zemalja trgovinskih partnera koje ulaze u košaricu za izračun efektivnih tečajeva (trenutačno 22 zemlje), ažurirani su ponderi za ranija referentna razdoblja te su izračunati ponderi za novo trogodišnje referentno razdoblje (2016. – 2018.). Revizija efektivnih tečajeva nije rezultirala njihovim značajnijim promjenama.

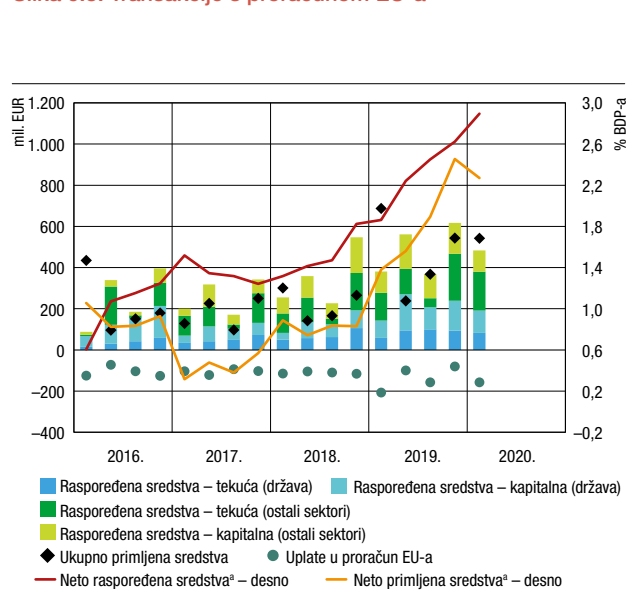
22 Metodologija evidentiranja zadržane dobiti pojašnjena je u Okviru 1. Promjena statističkog praćenja zadržane dobiti u sklopu platne bilance RH u Biltenu HNB-a br. 149 iz lipnja 2009. godine.

Slika 6.7. Dohoci od ulaganja



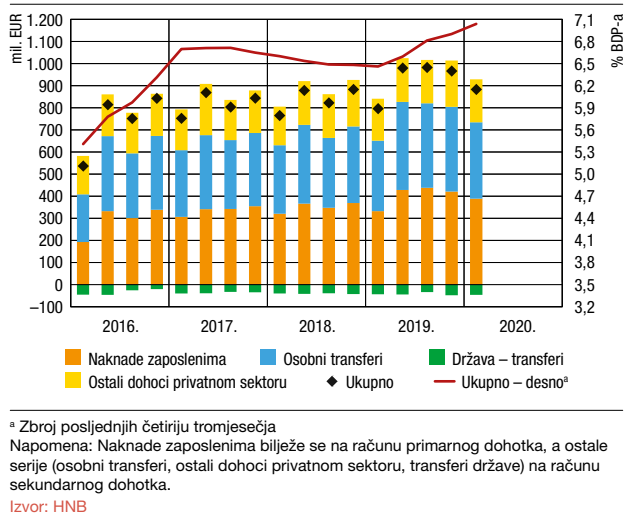
Ukupni su neto prihodi od transakcija s proračunom EU-a u prvom tromjesečju 2020. zamjetno porasli u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, poglavito zbog intenzivnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Promatra li se struktura korištenja sredstava, veći se dio odnosio na sredstva tekuće nego kapitalne namjene, pri čemu su ostali domaći sektori iskoristili više sredstava od države. Osim toga, smanjene su i uplate u europski proračun jer je Hrvatska u prvom tromjesečju prošle godine iznimno uplatila nešto veći dio godišnje obveze. Višak iskorištenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, tako se povećao s 2,6% BDP-a na kraju 2019. na 2,9% BDP-a, koliko je iznosio krajem ožujka 2020. godine (Slika 6.8.). Istodobno je porastao i neto priljev ostalih dohodaka, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a, zahvaljujući

Slika 6.8. Transakcije s proračunom EU-a





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



rastu neto prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu te osobnih transfera (Slika 6.9.).

### Projicirana kretanja

Za razliku od prvog tromjesečja, u nastavku tekuće godine očekuje se pogoršanje salda tekućeg i kapitalnog računa, koje bi moglo biti koncentrirano u trećem tromjesečju zbog snažnog pada prihoda od turizma. U skladu s tim višak na tekućem i kapitalnom računu u cijeloj 2020. mogao bi iznositi oko 2,0% BDP-a, što je znatno manje u odnosu na prošlogodišnji višak od 4,8% BDP-a. Istovremeno bi se samo na tekućem računu mogao zabilježiti blagi manjak od oko 0,4% BDP-a, u usporedbi s viškom od 2,8% BDP-a u prethodnoj godini. Pogoršanje salda proizlazi iz snažnog pada neto izvoza usluga, prije svega turizma, dok bi nepovoljna kretanja moglo ublažiti poboljšanje salda na ostalim podračunima.

Neto izvoz usluga u 2020. snažno će se smanjiti, što se posebno odnosi na usluge putovanja, pri čemu se pretpostavlja da bi ovogodišnji prihodi od turizma mogli iznositi samo tridesetak posto prošlogodišnjeg ostvarenja. Očekuje se i pad izvoza drugih usluga, ali slabijeg intenziteta. Osim toga, turistička potrošnja rezidenata u inozemstvu kao i uvoz drugih usluga također bi se trebali smanjiti ublažavajući snažan nepovoljan utjecaj pada prihoda od turizma na saldo tekućeg računa.

Za razliku od međunarodne razmjene usluga, kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom u 2020. moglo bi obilježiti smanjenje manjka nastalo zbog izraženije kontrakcije uvoza od izvoza. Pad inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera negativno će utjecati na robni izvoz, a još izrazitiji očekivani pad uvoza posljedica je prognoziranog pada osobne i investicijske potrošnje i pada izvoza. Zbog pada raspoloživog dohotka kućanstava i pogoršanih uvjeta na tržišta rada posebno bi se mogao smanjiti uvoz određenih kategorija luksuznih dobara zbog odgođe njihove potrošnje, kao što su primjerice cestovna vozila. Također bi se mogao smanjiti neto uvoz energenata, posebice nafte

i naftnih derivata ponajprije zbog izrazitog pada njihovih cijena.

Smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu u 2020. moglo bi, uz robnu razmjenu, ublažiti i poboljšanje salda na računima primarnog i sekundarnog dohotka te kapitalnih transakcija. Pritom posebno valja izdvojiti daljnji rast neto priljeva iz transakcija s proračunom EU-a, čemu većim dijelom pridonosi korištenje paketa financijske pomoći EU-a za ublažavanje posljedica pandemije. Osim toga, očekuje se primjetno smanjenje dobiti banaka i poduzeća u inozemnom vlasništvu, što bi rezultiralo nižim rashodima na osnovi izravnih vlasničkih ulaganja. Za razliku od toga, neto prihodi od osobnih doznaka (koje obuhvaćaju naknade zaposlenima na računu primarnog dohotka i osobne transfere na računu sekundarnog dohotka), nakon pet godina kontinuiranog rasta, u tekućoj bi se godini mogli smanjiti.

Nakon pada u 2020., sljedeće se godine očekuje rast viška na tekućem i kapitalnom računu zahvaljujući rastu neto izvoza usluga. To se prije svega odnosi na prihode od usluga putovanja, koji bi zbog iznimno niske baze iz prethodne godine u 2021. mogli zabilježiti iznimno visoku godišnju stopu rasta, pri čemu se očekuje da financijski rezultat neće dostići pretkriznu razinu. S gospodarskim oporavkom očekuje se i rast turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu. Nasuprot tome, ostali bi podračuni mogli nepovoljno djelovati na ukupan saldo tekućeg i kapitalnog računa u 2021., što se posebno odnosi na kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom.

U uvjetima pretpostavljenog oporavka svjetske trgovine i inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera u 2021. očekuje se znatan rast robnog izvoza. Međutim, istovremeno bi oporavak osobne i investicijske potrošnje mogao djelovati na još brži rast robnog uvoza, odnosno produblјivanje manjka robne razmjene. Kao u razmjeni usluga, ni kod robnog izvoza i uvoza ne očekuje se dostizanje razine iz 2019. godine.

Prognoziranom rastu manjka na računu primarnog dohotka u 2021. najviše pridonosi očekivani oporavak dobiti banaka i poduzeća u inozemnom vlasništvu. Višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija mogao bi se smanjiti, isključivo zbog nepovoljnog učinka baznog razdoblja odnosno trenutačno u projekciju ugrađene pretpostavke o jednokratnom učinku korištenja izvanredne pomoći EU-a vezane uz ublažavanje posljedica pandemije u 2020. godini.

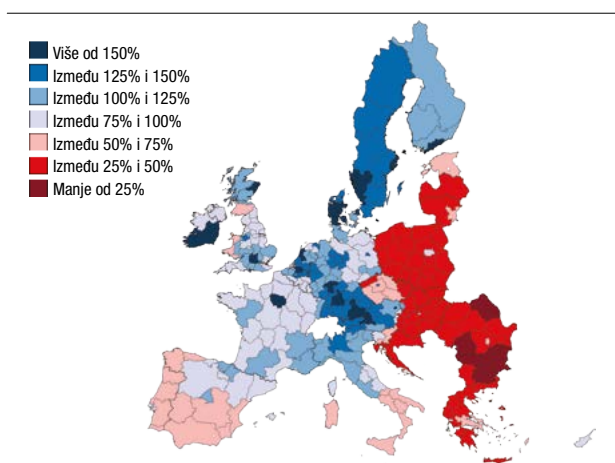
Projekcija kretanja na tekućem i kapitalnom računu izložena je značajnim rizicima i neizvjesnostima. Prognozirana kretanja uvelike su određena pretpostavljenom dinamikom prihoda od turizma, koja ovisi o neizvjesnoj epidemiološkoj slici u Hrvatskoj i emitivnim zemljama. Znatan je rizik i kretanje inozemne potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera, s implikacijama na dinamiku robnog izvoza. S druge strane, dubina krize i putanja oporavka domaće investicijske aktivnosti i osobne potrošnje određuju rast uvoza. Naposljetku, valja istaknuti da trenutačna projekcija ne uključuje moguće učinke prijedloga Europske komisije o osnivanju dodatnog fonda za potrebe financiranja mjera gospodarskog oporavka od posljedica pandemije. Usvajanjem tog prijedloga Hrvatska bi na raspolaganju imala znatno veći iznos sredstava iz europskih fondova, a čije bi se uspješno korištenje snažno odrazilo na saldo neto transakcija s proračunom EU-a pa je u skladu s tim projekcija kretanja na tekućem i kapitalnom računu u tom segmentu izložena pozitivnim rizicima.

## Okrvir 4. Ekonomsko značenje europskih fondova u Hrvatskoj i ostalim novim zemljama članicama EU-a

U ovom se okviru analizira makroekonomsko značenje europskih fondova u Hrvatskoj i ostalim novim zemljama članicama Europske unije te uspješnost u dosadašnjem korištenju sredstava iz tekuće financijske perspektive koja obuhvaća razdoblje od 2014. do 2020. godine. Osim toga, s obzirom na rastuće gospodarsko značenje europskih fondova, prikazana je projekcija korištenja sredstava za Hrvatsku, a koja je ugrađena u trenutačnu Projekciju monetarne politike HNB-a i uključuje procjenu konačne uspješnosti za tekuću financijsku perspektivu.

Između starih i novih zemalja članica EU-a postoje znatne razlike u stupnju razvijenosti<sup>23</sup>. Tako se na Slici 1. može vidjeti prikaz BDP-a po stanovniku po regijama prema NUTS2<sup>24</sup> klasifikaciji u postotku prosječnog BDP-a po stanovniku EU-a, a iz koje je vidljivo da su nove zemlje članice uglavnom na razini između 25% i 50% spomenutog prosjeka te zamjetno zaostaju za starim članicama. Jedine su iznimke u tom smislu Češka, Estonija i Slovenija. Među starim zemljama članicama nešto nižim stupnjem razvoja još se jedino izdvajaju Grčka, Portugal, središnja i južna Španjolska te jug Italije.

Slika 1. BDP po stanovniku po regijama prema NUTS2 klasifikaciji u postotku prosjeka EU-a



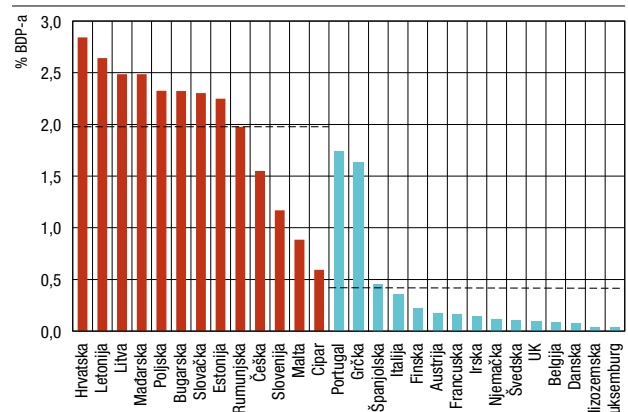
Izvori: Eurostat; izračun i oblikovanje HNB-a

Budući da tako izražene razlike u stupnju razvijenosti znatno otežavaju funkcioniranje ekonomske i monetarne unije, trećina je sredstava iz zajedničkoga europskog proračuna namijenjena na grafičkim prikazima u ovom okviru koristi se engleska kratica NMS (engl. *New Member States*). Pod starim zemljama članicama podrazumijevaju se sve države koje su u članstvo primljene prije 2004., a to su: Njemačka, Francuska, Italija, Španjolska, Grčka, Ujedinjena Kraljevina, Belgija, Nizozemska, Luksemburg, Austrija, Finska, Švedska i Danska.

Zbog toga su nove zemlje članice značajan korisnik novca iz europskih fondova<sup>25</sup>, posebice europskih strukturnih i investicijskih fondova (u nastavku teksta: ESI fondovi) koji su, između ostalog, glavni instrument financiranja kohezijske politike. Stoga se

relativna važnost ESI fondova između starih i novih članica primjetno razlikuje pa godišnji iznos raspoloživih sredstava iz ESI fondova u slučaju novih članica u prosjeku iznosi 2,0% BDP-a, dok kod starih članica dostiže samo 0,4%. Kako se može vidjeti na Slici 2., Hrvatska u okviru tekuće sedmogodišnje financijske perspektive, koja obuhvaća razdoblje od 2014. do 2020., na raspolaganju ukupno ima 10,7 mlrd. EUR ili prosječno 1,5 mlrd. EUR godišnje, što čini oko 2,8% BDP-a u 2019. godini. Tako Hrvatska razmjerno BDP-u ima najviše raspoloživih sredstava iz ESI fondova među novim državama članicama. Osim Hrvatske,

Slika 2. Raspoloživa godišnja sredstva iz ESI fondova po zemljama članicama



Napomena: Crvenom su bojom označene nove zemlje članice, a plavom stare zemlje članice. Isprekidanim linijama prikazan je neponderirani prosjek starih odnosno novih zemalja članica.

Izvori: Eurostat; Europska komisija; izračun HNB-a

razmjerno značajnim sredstvima raspoloživa i Letonija, Mađarska i Litva, dok su raspoloživa sredstva za ekonomski razvijeniju Češku, Sloveniju, Maltu i Cipar ispod prosjeka novih zemalja članica. S druge strane, kod starih zemalja članica, nešto većom relativnom važnosti ESI fondova ističu se gospodarski slabije razvijene zemlje, poput Grčke i Portugala.

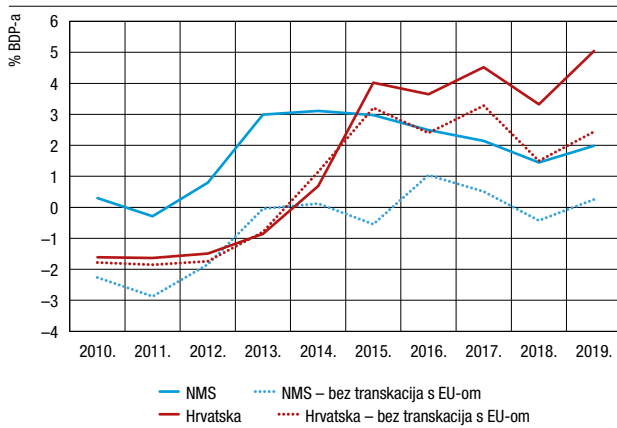
Stoga gospodarstva novih zemalja članica karakteriziraju specifična uloga i makroekonomsko značenje europskih fondova, što ih ne razlikuje samo od starih članica EU-a, nego ih ujedno čini i jedinstvenim primjerom u svijetu. Naime, s obzirom na financijsku izdašnost europskih fondova, nove zemlje članice, među kojima i Hrvatska, ostvaruju znatan pozitivan saldo (veće priljeve od uplata) u ukupnim transakcijama s proračunom EU-a, što kao posljedicu ima primjetan učinak na njihovu ukupnu inozemnu poziciju. Od izbijanja svjetske financijske krize 2008. nove su zemlje članice vidljivo smanjile svoje vanjske neravnoteže pa od 2012. godine u prosjeku kontinuirano ostvaruju višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance, čemu značajno

23 Pod novim zemljama članicama podrazumijevaju se države iz vala proširenja Europskoj uniji iz 2004., 2007. i 2013. godine, odnosno: Slovenija, Mađarska, Češka, Slovačka, Poljska, Letonija, Litva, Estonija, zatim Rumunjska i Bugarska te Hrvatska. Iz analize su izostavljeni Cipar i Malta. Za spomenutu skupinu zemalja na grafičkim prikazima u ovom okviru koristi se engleska kratica NMS (engl. *New Member States*). Pod starim zemljama članicama podrazumijevaju se sve države koje su u članstvo primljene prije 2004., a to su: Njemačka, Francuska, Italija, Španjolska, Grčka, Ujedinjena Kraljevina, Belgija, Nizozemska, Luksemburg, Austrija, Finska, Švedska i Danska.

24 NUTS klasifikacija (engl. *Nomenclature of territorial units for statistics*) jest hijerarhijski sustav podjele ekonomskog teritorija EU-a u svrhu prikupljanja, razvoja i harmonizacije europske regionalne statistike, socioekonomske analize i razvoja regionalne politike EU-a. Više na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/nuts/background>.

25 U široj se javnosti pod pojmom europski fondovi najčešće podrazumijevaju europski strukturni i investicijski fondovi, odnosno pet fondova iz kojih Hrvatska u razdoblju od 2014. do 2020. može iskoristiti 10,7 mlrd. EUR. Međutim, transakcije s proračunom EU-a koje se mogu pratiti u statistici ekonomskih odnosa s inozemstvom ili fiskalnoj statistici uključuju i neke druge europske fondove, a među kojima je financijski najznačajniji Europski fond za jamstva u poljoprivredi, čiji se sredstvima financira drugi stup Zajedničke poljoprivredne politike na razini EU-a.

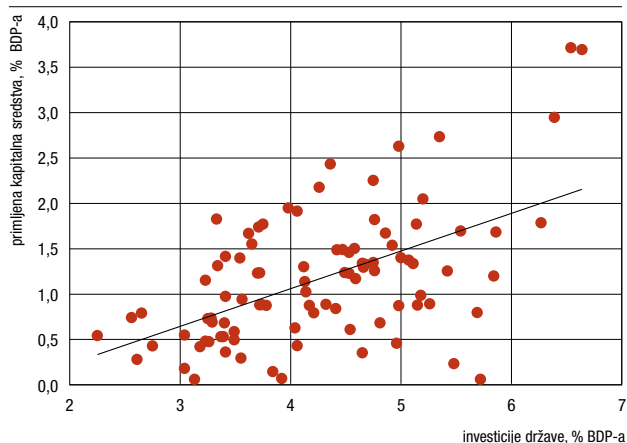
**Slika 3. Kretanje salda tekućeg i kapitalnog računa Hrvatske i ostalih novih zemalja članica**



Napomena: Pokazatelji za nove zemlje članice izračunati su kao neponderirani prosjek.

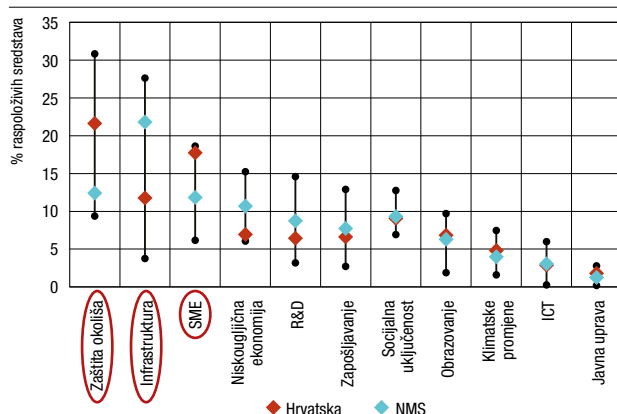
Izvori: Eurostat; ESB; izračun HNB-a

**Slika 4. Odnos primljenih kapitalnih sredstava državi i investicija države za nove zemlje članice uključujući Hrvatsku od 2010. do 2018.**



Izvori: Eurostat; ESB; izračun HNB-a

**Slika 5. Struktura raspoloživih sredstava iz ESI fondova u tekućoj financijskoj perspektivi prema prioritetnim područjima (usporedba Hrvatske i novih zemalja članica)**



Napomena: Crne točke na slici odnose se na minimalne, odnosno maksimalne vrijednosti. Podaci za NMS predstavljaju ukupno raspoloživi iznos sredstava po područjima za sve nove zemlje članice osim Hrvatske.

Izvori: Europska komisija; izračun HNB-a

pridonosi upravo korištenje sredstava iz europskih fondova (Slika 3.). Isključe li se transakcije s europskim proračunom, kretanja na tekućem i kapitalnom računu kod novih zemalja članica bila bi zamjetno nepovoljnija. S druge strane, zbog kasnijeg ulaska u EU, važnost europskih fondova za inozemnu poziciju u hrvatskom je slučaju primjetna tek od 2015. godine kada se intenziviralo korištenje europskog novca.

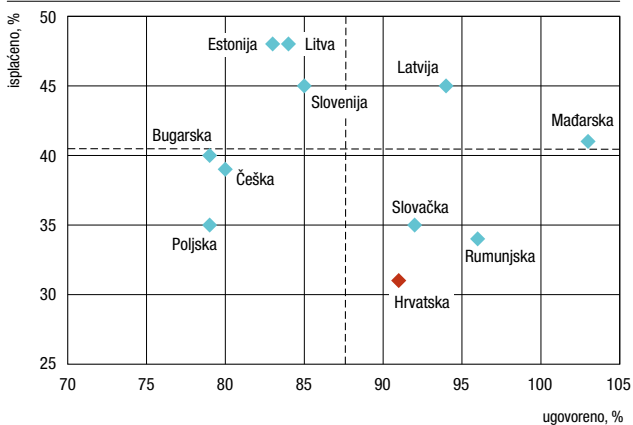
Osim što su europski fondovi izrazito važni za inozemnu poziciju novih zemalja članica, oni su nerijetko i jedan od ključnih izvora financiranja investicijske aktivnosti, poglavito države. Naime, mnoge nove zemlje članice, među kojima i Hrvatska, zbog ograničenih fiskalnih kapaciteta velik dio javnih investicija sufinanciraju europskim novcem. Kako se može vidjeti na Slici 4., podaci za nove zemlje članice (uključujući Hrvatsku) pokazuju da postoji pozitivan odnos između relativne razine primljenih kapitalnih sredstava koje je država primila iz europskog proračuna i investicija države. Tako su u Hrvatskoj svi najveći infrastrukturni projekti u cestovnu, željezničku i komunalnu infrastrukturu uglavnom sufinancirani iz europskih fondova.

Nadalje, iako europski fondovi imaju relativno veliko financijsko značenje kod svih novih zemalja članica, ipak treba naglasiti da među zemljama postoje primjetne razlike u strukturi omotnica po prioritetnim područjima (Slika 5.). Naime, pojedine su se zemlje članice odlučile najveći dio sredstava uložiti u infrastrukturne projekte, u čemu prednjači Poljska, dok je Hrvatska za tu namjenu odredila ispodprosječan iznos sredstava. S druge strane, Hrvatska se u odnosu na prosjek ostalih novih zemalja članica odlučila znatno veći dio sredstava namijeniti za konkurentnost malih i srednje velikih poduzeća te zaštitu okoliša. Opisane se razlike djelomično mogu objasniti činjenicom da je Hrvatska od 2000. godine investirala znatna sredstva u cestovnu infrastrukturu pa je moguća namjera bila iskoristiti sredstva iz ESI fondova za druge razvojne prioritete. Osim toga, dio domaćih nefinancijskih poduzeća ima problem s pristupom kapitalu, dok je sustav gospodarenja otpadom obilježen potrebom za značajnim ulaganjima kako bi se postigla usklađenost s relevantnim europskim propisima, što je mogući razlog opisanih razlika u raspodjeli u odnosu na nove zemlje članice.

Što se tiče dosadašnje uspješnosti u korištenju sredstava, podaci za kraj 2019. pokazuju da je Hrvatska s razinom od oko 90% ugovorenosti iznad prosjeka novih zemalja članica (Slika 6.). Za razliku od toga, uzme li se u obzir ukupna razina isplata krajnjim korisnicima (nešto veća od 30%), Hrvatska je na začelju novih država članica. Ipak, sporija dinamika isplata sredstava u hrvatskom slučaju može se objasniti manjim iskustvom u korištenju sredstava, i krajnjih korisnika i resornih državnih tijela, te nedostatnim početnim administrativnim kapacitetima, što treba povezati s kasnijim ulaskom zemlje u EU u odnosu na ostale nove zemlje članice.

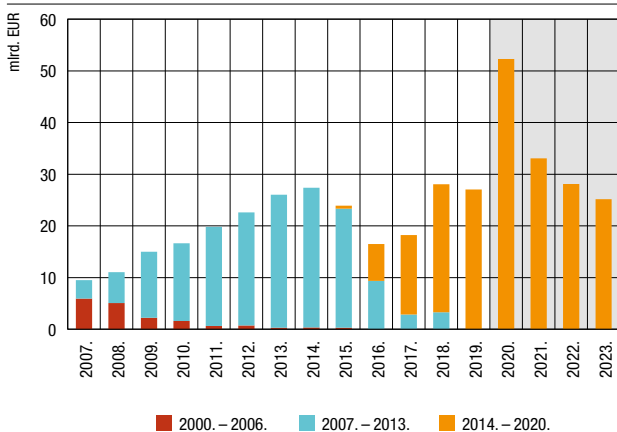
S obzirom na razmjerno visoku razinu ugovorenosti koja je do sada bila praćena primjetno sporijom dinamikom isplata, očekuje se intenziviranje isplata do kraja projekcijskog razdoblja. Tome u prilog ide i dosadašnje iskustvo novih zemalja članica u korištenju sredstava u prethodnim sedmogodišnjim financijskim perspektivama, primjerice 2007. – 2013. kada je također najviša razina isplata zabilježena na samom kraju razdoblja korištenja (Slika 7.). Na Slici 7. prikazana je i projekcija isplata za nove zemlje članice temeljena na pretpostavci da će nove zemlje članice iskoristiti sva sredstva koja su im na raspolaganju iz ESI fondova zbog mogućnosti da dosad neugovorena sredstva preusmjere za financiranje mjera za suzbijanje ekonomskih posljedica pandemije novoga koronavirusa. Prikazana projekcija izrađena je na osnovi obrasca korištenja sredstava u istom razdoblju prethodne sedmogodišnje financijske perspektive uz nešto veće isplate

Slika 6. Ugovorena i isplaćena sredstva iz ESI fondova po zemljama



Napomena: Isprekidane linije prikazuju prosjek isplaćenih, odnosno ugovorenih sredstava kod novih zemalja članica. Podaci zaključno s 31. prosinca 2019. godine.  
Izvori: Europska komisija; izračun HNB-a

Slika 7. Povijesna dinamika i projekcija isplata iz ESI fondova novim zemljama članicama

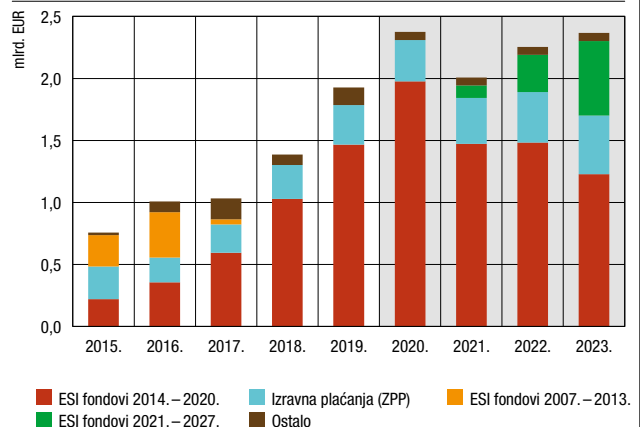


Izvor: Europska komisija; projekcija predstavlja simulaciju HNB-a u scenariju da nove zemlje članice iskoriste sva raspoloživa sredstva

u 2020. godini zbog spomenute izmjene u vezi s preusmjeravanjem sredstava.

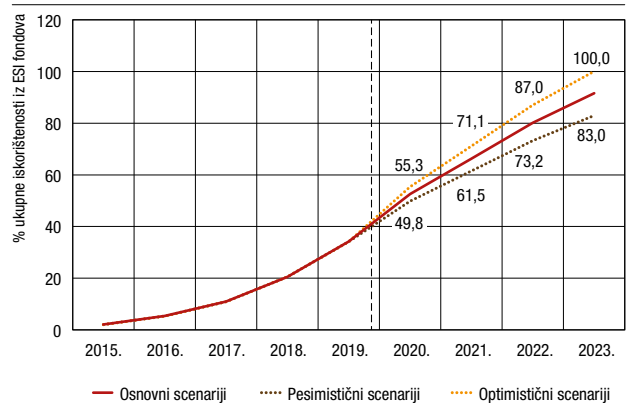
Kako se može vidjeti na Slici 8., upravo je dinamika isplata sredstava iz ESI fondova glavna odrednica projiciranih kretanja ukupnih isplata iz europskog proračuna krajnjim korisnicima u Hrvatskoj, a koja su ugrađena u Projekciju monetarne politike HNB-a<sup>26</sup>. Naime, prema opisanoj trenutnoj razini ukupno isplaćenih sredstava te uzimajući u obzir iskustvo dijela ostalih novih zemalja članica koje je pokazalo da je najviša razina isplata zabilježena upravo krajem razdoblja korištenja, u nadolazećim se godinama očekuju najveće isplate krajnjim korisnicima u Hrvatskoj. Tako bi se do kraja projekcijskog razdoblja prosječna razina isplata mogla kretati oko 2,3 mlrd. EUR godišnje, što bi u prosjeku moglo činiti oko 4,0% BDP-a. U slučaju da se realizira opisana dinamika isplata, konačna razina uspješnosti Hrvatske u povlačenju sredstava iz ESI fondova u trenutnoj financijskoj

Slika 8. Projekcija isplata krajnjim korisnicima u Hrvatskoj iz ESI fondova te ostalih europskih fondova i programa



Izvori: MF; MRRFEU; projekcija HNB-a

Slika 9. Projekcija kretanja kumulativa isplata krajnjim korisnicima iz ESI fondova u Hrvatskoj do kraja projekcijskog razdoblja u postotku ukupno raspoloživih sredstava u financijskoj perspektivi 2014. – 2020.



Napomena: Osnovni scenarij odražava očekivanja ugrađena u trenutnu projekciju monetarne politike HNB-a. Povoljniji scenarij pretpostavlja 15% veće, a nepovoljni scenarij 15% manje godišnje korištenje sredstava u odnosu na osnovni scenarij.  
Izvor: projekcija HNB-a

perspektivi (2014. – 2020.) na kraju 2023. iznosila bi oko 92% od ukupno raspoloživih 10,7 mlrd. EUR, što je približno podjednako trenutnoj razini ugovorenosti te vrlo slično konačnim rezultatima novih zemalja članica u prethodnoj financijskoj perspektivi (2007. – 2013.).

Istaknuta projekcija izložena je pozitivnim i negativnim rizicima u idućem kratkoročnom razdoblju. Tako postoji rizik da zbog novonastalih okolnosti prouzročenih pandemijom razina iskoristivosti bude manja zbog nemogućnosti da se realiziraju dosad sklopljeni ugovori o sufinanciranju, primjerice u segmentu infrastrukturnih projekata. U slučaju da do kraja projekcijskog razdoblja dinamika isplata bude za 15% slabija, konačna razina uspješnosti mogla bi iznositi oko 83% na kraju 2023. godine. Za razliku od toga, ako se dinamika korištenja dodatno dinamizira u odnosu na osnovni scenarij za 15%, Hrvatska bi iskoristila sva raspoloživa sredstva iz ESI fondova (Slika 9.).

26 Osim pet ESI fondova, ukupne isplate uključuju i izravna plaćanja u poljoprivredi u sklopu drugog stupa Zajedničke poljoprivredne politike na razini EU-a te isplate iz svih ostalih europskih fondova i programa, kao i financijski instrument.

## 7. Financiranje privatnog sektora

Uvjeti financiranja domaćih sektora uglavnom su se zadržali na povoljnim razinama tijekom prve polovine 2020. Pritom su kamatne stope na kratkoročno zaduživanje svih sektora ostale gotovo nepromijenjene u odnosu na razdoblje prije pandemije koronavirusa, dok su troškovi financiranja dugoročnog duga vrlo blago porasli pod utjecajem neizvjesnosti uzrokovane pandemijom.

Troškovi zaduživanja države, kao jedna od odrednica troškova zaduživanja ostalih domaćih sektora, ostali su razmjerno povoljni. Trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu porastao je s 0,7% krajem veljače na 2,1% krajem ožujka (Slika 7.3.) zbog neizvjesnosti uzrokovane pandemijom. Međutim, do kraja lipnja indeks EMBI za Hrvatsku pao je te se procijenjeni trošak zaduživanja države smanjio na 1,2%. Kod premije osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) također je vidljivo privremeno povećanje zbog pandemije. Tako se premija osiguranja tijekom prvih 20-ak dana ožujka gotovo udvostručila i dosegla 91 bazni bod, no do kraja lipnja spustila se na 75 baznih bodova, koliko je u prosjeku iznosila i tijekom posljednjeg tromjesečja 2019. Agencije za dodjelu kreditne ocjene države Standard & Poor's i Fitch zadržale su investicijski kreditni rejting Hrvatske na BBB-, pri čemu je Fitch početkom travnja promijenio izgled iz pozitivnih u stabilne, a S&P krajem svibnja potvrdio stabilne izgled. Kreditni rejting Hrvatske prema agenciji Moody's nepromijenjen je od 2016. na razini Ba2, odnosno dvije razine ispod investicijskog rejtinga uz zadržavanje pozitivnih izgleda.

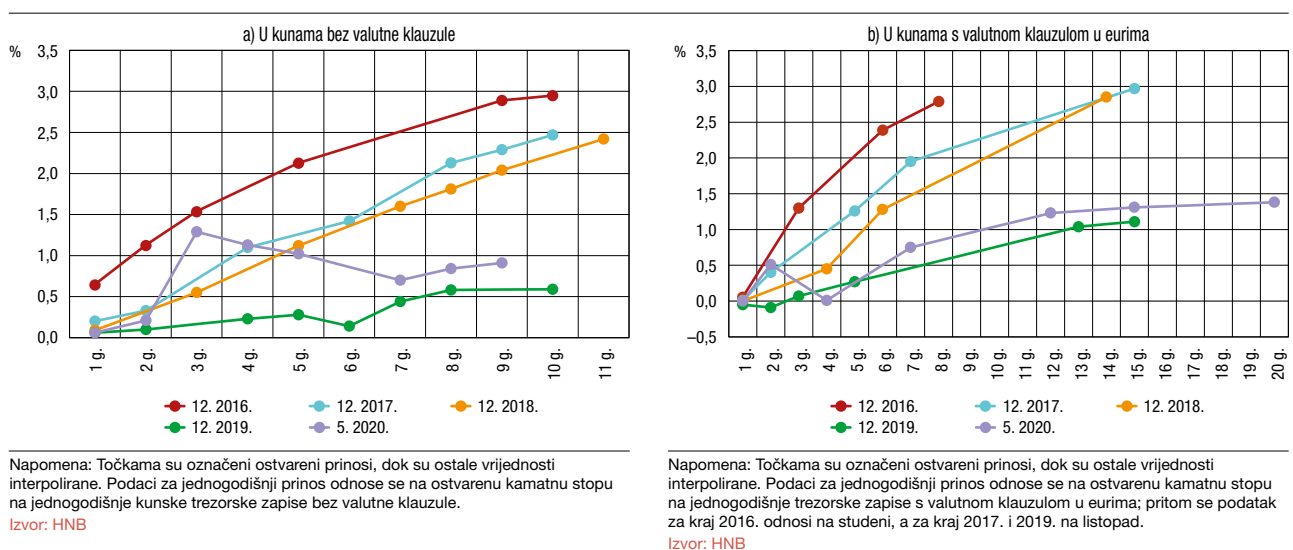
Kako bi se spriječio znatniji rast prinosa na domaćem tržištu koji bi mogao poskupjeti zaduživanje države, ali i ostalih domaćih sektora, HNB je počeo kupovati državne obveznice na sekundarnom tržištu te tako pridonio održavanju stabilnosti tržišta državnih vrijednosnih papira. Država se stoga nastavila zaduživati uz razmjerno povoljne uvjete (slike 7.1.a i b). Tako je kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise na

domaćem tržištu nepromijenjena još od listopada 2019. te je u lipnju 2020. iznosila 0,06% (Slika 7.2.), dok je na eurske trezorske zapise istog dospjeća u svibnju iznosila 0,00%. Usto, država je na kraju travnja održala aukciju na kojoj je refinancirala 1,0 mlrd. EUR dospjelih trezorskih zapisa iz siječnja 2019. s dospjećem od 455 dana novim izdanjem u jednakom iznosu s dospjećem od 364 dana uz kamatnu stopu od 0,06%. Što se tiče troškova dugoročnog financiranja države, krajem veljače Ministarstvo financija je na domaćem tržištu izdalo tri tranše obveznica u ukupnom iznosu od gotovo 15 mlrd. kuna uz dosad najpovoljnije uvjete zaduživanja i s najduljim rokom dospjeća<sup>27</sup>. Izbijanjem pandemije povećale su se državne potrebe za financiranjem mjera za pomoć gospodarstvu te je u svibnju izdana sedmogodišnja obveznica u iznosu od 1,445 mlrd. EUR uz valutnu klauzulu i prinos od 0,75%, a polovinom lipnja i euroobveznica na međunarodnom tržištu kapitala u iznosu od 2,0 mlrd. EUR, dospjeća 2031., uz prinos od 1,643%. Osim za pomoć gospodarstvu, sredstva prikupljena lipanjskim izdanjem iskoristit će se i za refinanciranje euroobveznice koja dospijeva u srpnju 2020.

Troškovi kratkoročnog financiranja poduzeća ostali su stabilni, dok su se kamatne stope na dugoročno financiranje vrlo blago povećale. Tako se kamatna stopa na kratkoročno zaduživanje poduzeća kod banaka u kunama bez valutne klauzule nije znatnije mijenjala tijekom prvih pet mjeseci 2020. (Slika 7.2.). S druge strane, kamatna stopa na dugoročne kredite s valutnom klauzulom povećala se do kraja svibnja za 0,8 postotnih bodova u odnosu na kraj 2019., a najveće povećanje zabilježeno je u travnju (Slika 7.3.). Tome je najviše pridonijelo ponovno ugovaranje kredita zbog odgode plaćanja i restrukturiranja (Slika 7.15.) jer su kamatne stope na te kredite u pravilu više od trenutno važećih kamatnih stopa na novougovorene poslove. Usto, vrlo blago porasle su i kamatne stope na novougovorene kredite. Pritom su troškovi financiranja podjednako porasli i za velike i za male kredite (Slika 7.4.).

Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite stanovništvu

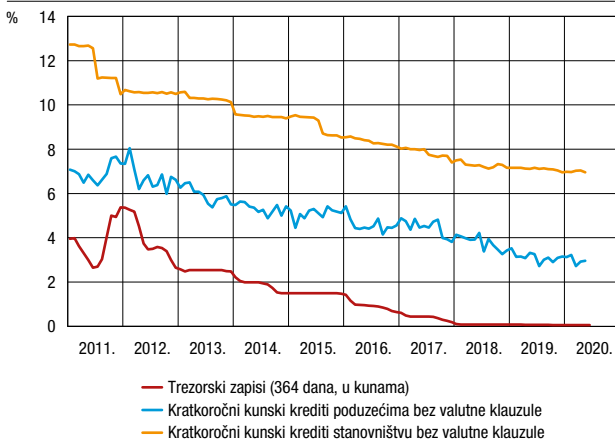
Slika 7.1. Prinosi do dospjeća na obveznice RH



<sup>27</sup> Izdane su kunska petogodišnja obveznica u iznosu od 5 mlrd. kuna uz prinos pri izdanju od 0,37%, druga tranša obveznice indeksirane na kretanje tečaja kune prema euru dospjeća 2034. u iznosu od 4 mlrd. kuna s prinosom od 1,12% te obveznica u iznosu od 800 mil. EUR uz valutnu klauzulu i prinos od 1,28% ročnosti 20 godina, što je izdanje s dosad najduljim rokom dospjeća. Prikupljena su se sredstva uglavnom iskoristila za refinanciranje dviju obveznica koje su dospijevale početkom ožujka.

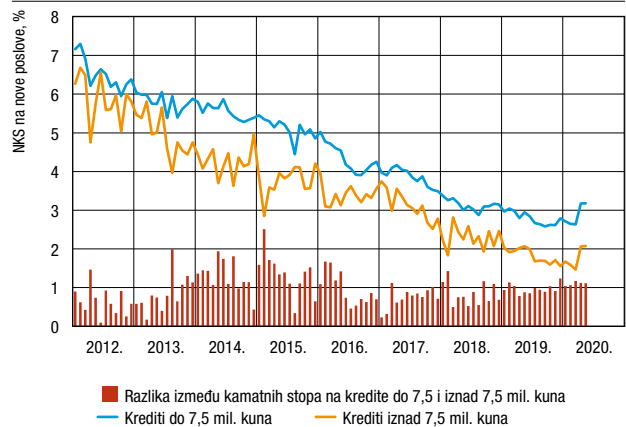


**Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule**



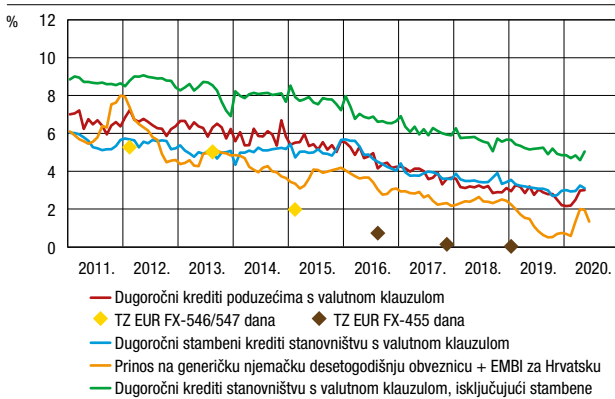
Izvori: MF; HNB

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



Izvor: HNB

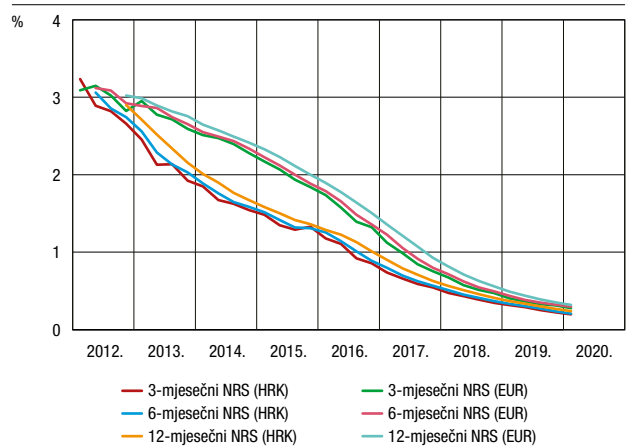
**Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama**



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

Izvori: MF; Bloomberg; HNB

**Slika 7.5. Nacionalne referentne stope (NRS)**



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

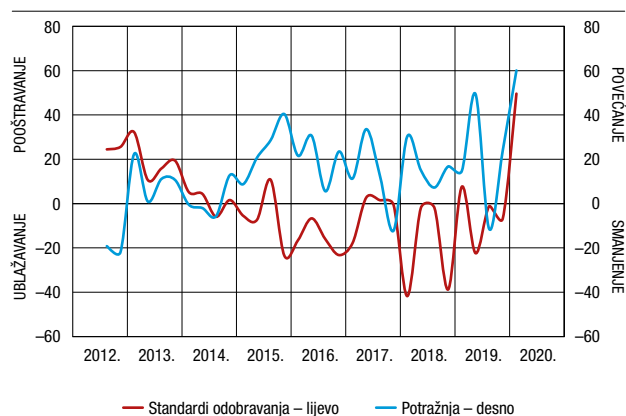
Izvori: HUB; HNB

bez valutne klauzule ostala je gotovo nepromijenjena tijekom prvih pet mjeseci 2020. (Slika 7.2.). S druge strane, kamatna stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom, uključujući stambene te potrošačke i ostale kredite, na kraju svibnja bila je nešto veća u usporedbi s krajem prethodne godine (Slika 7.3.), također pod utjecajem ponovno ugovorenih kredita.

I dalje povoljnim uvjetima financiranja privatnog sektora pridonosi smanjivanje troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava. Pritom je EURIBOR, unatoč recentnom povećanju, i dalje u negativnom području (Slika 2.3.), dok se nacionalna referentna stopa (NRS)<sup>28</sup> nastavila blago smanjivati (Slika 7.5.).

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka tijekom prvog tromjesečja 2020. ostvareno je najrasprostranjenije povećanje potražnje poduzeća za kreditima i naj snažnije

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

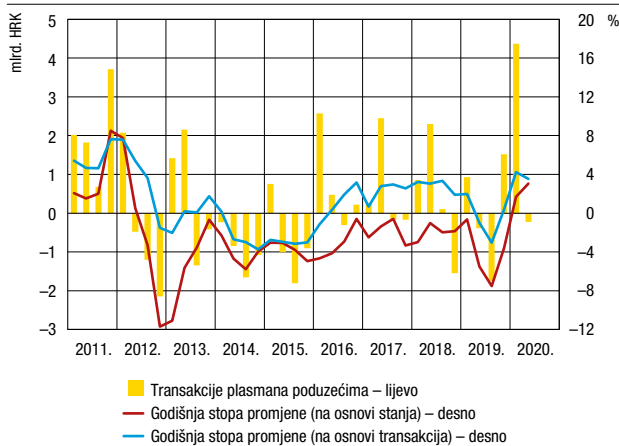


Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima.

Izvor: HNB

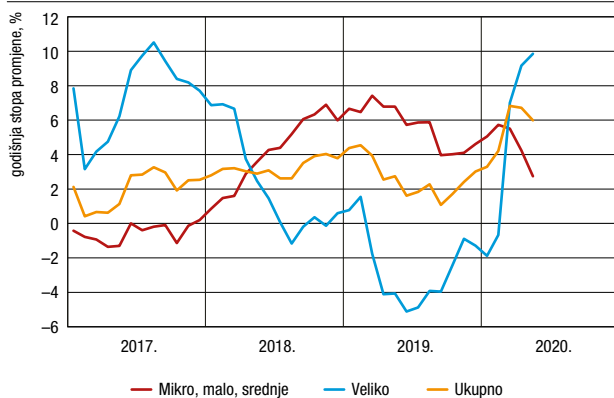
<sup>28</sup> Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju, NN, br. 143/2013.).

Slika 7.7. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



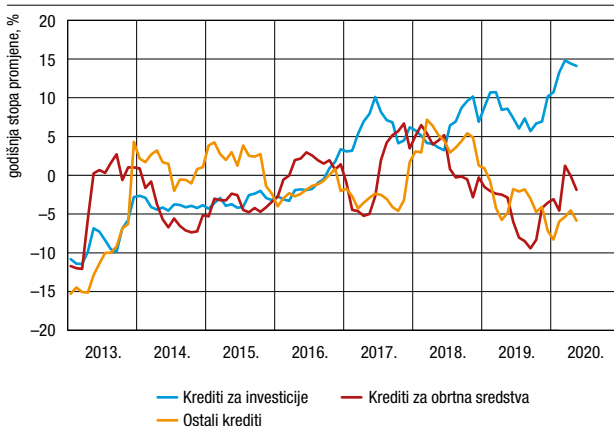
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.  
Izvor: HNB

Slika 7.8. Rast plasmana poduzećima po veličini na osnovi transakcija



Napomena: Podaci su prilagođeni za procjenu učinka aktivacije državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima te smanjivanja potraživanja od grupe Agrokor, povezanog i s operativnom provedbom nagodbe.  
Izvor: HNB

Slika 7.9. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



Izvor: HNB

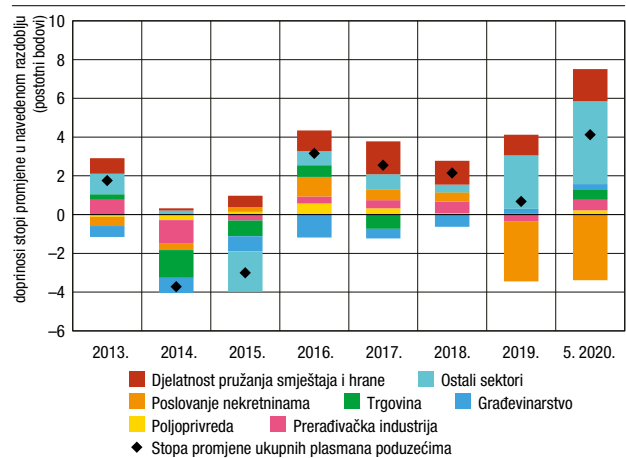
poštovanje standarda odobravanja kredita poduzećima od početka provođenja ankete (Slika 7.6.). Na poštovanje standarda najviše su djelovali pogoršani izgledi industrije ili pojedinog poduzeća kao i negativna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima.

U takvim su uvjetima kreditne institucije tijekom prvih pet mjeseci 2020. povećale plasmane nefinancijskim poduzećima za 3,7 mlrd. kuna, pri čemu je godišnja stopa njihova rasta na kraju svibnja dosegla 3,6% (na osnovi transakcija, Slika 7.7.). Na godišnji rast plasmana poduzećima i dalje negativno utječe smanjivanje potraživanja od grupe Agrokor te u manjoj mjeri i aktiviranje državnih jamstava brodogradilištima, što se u svibnju procjenjuje na nešto više od 2 postotna boda (Slika 7.8.). Kreditiranje poduzeća (na temelju transakcija, isključujući jednokratne učinke brodogradilišta i Agrokora) tijekom posljednje tri godine bilježilo je stabilan rast od gotovo 3% na godišnjoj razini, koji se ubrzao na oko 4% u veljači i 6% u razdoblju od ožujka do svibnja. Ubrzanje rasta plasmana bilo je potaknuto investicijskim kreditima čiji je godišnji rast na kraju svibnja dosegao 14,1%, a u ožujku su snažno porasli i krediti za obrtna sredstva (Slika 7.9.). Pritom se zamjetno ubrzalo kreditiranje velikih poduzeća, dok se godišnji rast plasmana mikro, malim i srednjim poduzećima usporio. Uzrok je snažnog intenziviranja potražnje poduzeća za kreditima (Slika 7.6.), uz financiranje investicija i obrtnoga kapitala, potreba poduzeća za restrukturiranjem duga.

Promatra li se kreditiranje poduzeća po djelatnostima (Slika 7.10.), primjećuje se da je rast plasmana zabilježen u gotovo svim djelatnostima. Pozitivnim doprinosom ističu se djelatnost pružanja smještaja i hrane, prerađivačka industrija i trgovina. Negativan doprinos zabilježen je samo kod poslovanja nekretninama, no on je isključivo posljedica promjene djelatnosti jednog velikog poduzeća.<sup>29</sup>

Uz rast zaduživanja kod domaćih kreditnih institucija, poduzeća su tijekom prvog tromjesečja 2020. zabilježila i povećanje financiranja u inozemstvu kao i povećanje ostaloga domaćeg financiranja. Time se ukupni dug nefinancijskih poduzeća, posebice privatnih, povećao tijekom prva tri mjeseca 2020.

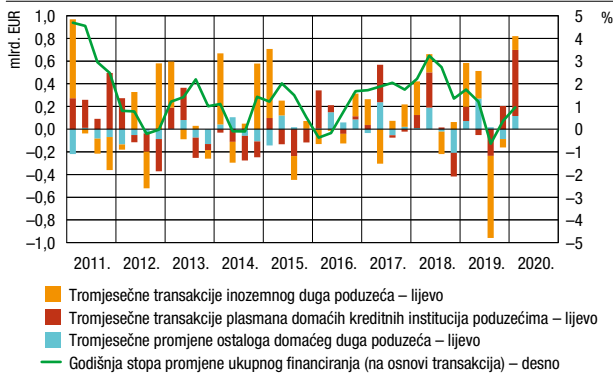
Slika 7.10. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Izvor: HNB

29 U listopadu 2019. jedno je veliko poduzeće zabilježilo promjenu djelatnosti iz L Poslovanje nekretninama u E Opskrba vodom, uklanjanje otpadnih voda, gospodarenje otpadom te djelatnosti sanacije okoliša. Zbog toga je zabilježen snažan pad plasmana kod djelatnosti Poslovanja nekretninama, a značajan rast kod Ostalih sektora u koje je uključena i djelatnost Opskrbe vodom.

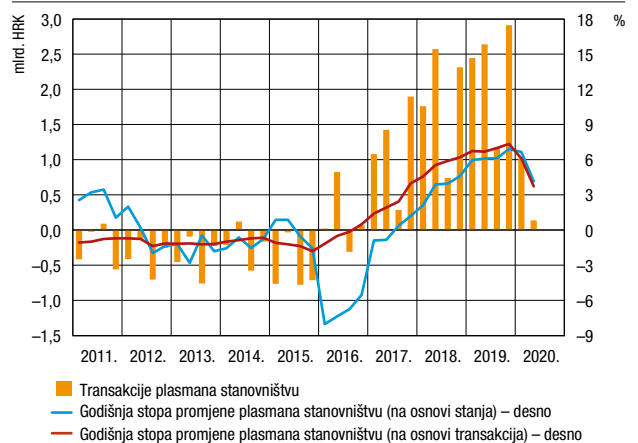
Slika 7.11. Financiranje poduzeća



Napomena: Ostalo domaće financiranje uključuje zaduživanje kod domaćih društava za leasing i HBOR-a te je za prvo tromjesečje 2020. korištena procjena za zaduživanje kod društava za leasing. Inozemni dug isključuje učinak pretvaranja inozemnog duga u kapital. Sve su promjene izračunate na osnovi transakcija (osim za ostali domaći dug).

Izvori: Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.13. Plasmani stanovništvu



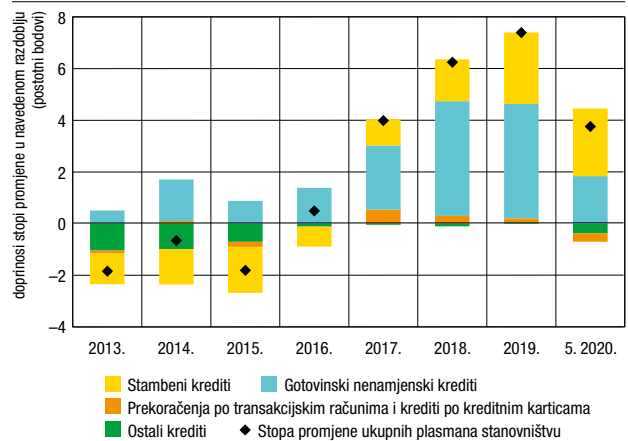
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.  
Izvor: HNB

(Slika 7.11.). Ako se promatra na godišnjoj razini, ukupni dug poduzeća zabilježio je povećanje od 1,0% (na osnovi transakcija), što je bilo rezultat rasta domaćeg financiranja, dok se inozemni dug smanjio zbog razduživanja privatnih poduzeća.

Kreditna potražnja stanovništva stagnirala je, a banke su nastavile pooštřavati standarde odobravanja kredita stanovništvu zbog smanjene gospodarske aktivnosti, neizvjesnosti glede posljedica izbijanja pandemije te negativnih očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima (Slika 7.12.). Pritom je kod potrošačkih i ostalih kredita kao dodatni činitelj pogoršanja standarda istaknuta kreditna sposobnost klijenata, a kod stambenih kredita perspektiva tržišta nekretnina.

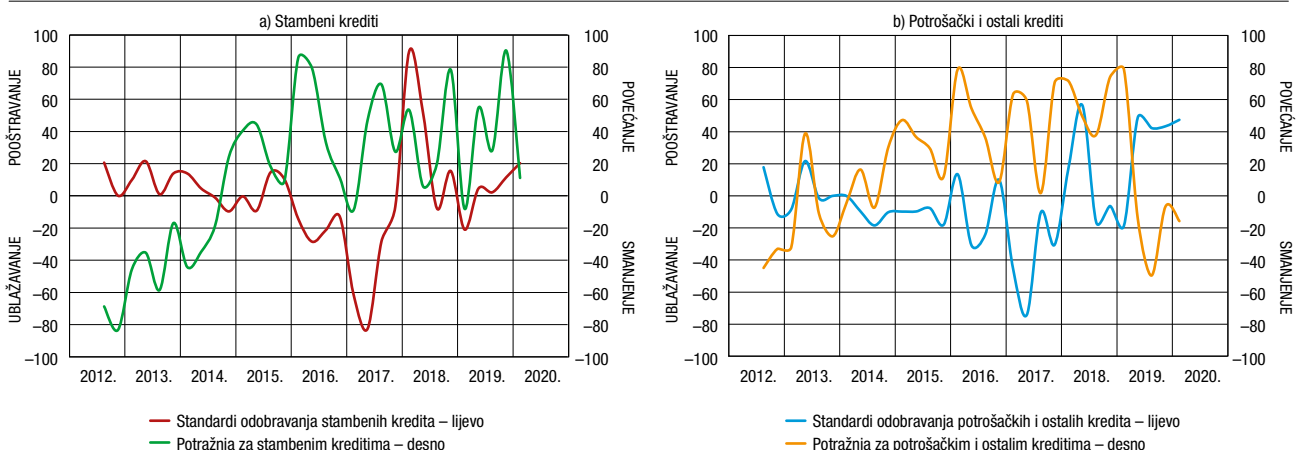
Plasmani stanovništvu u prvih su se pet mjeseci povećali za samo 0,2 mlrd. kuna, a pritom je u ožujku prvi put nakon gotovo tri godine zabilježeno mjesečno smanjenje plasmana koje se u znatnijoj mjeri nastavilo i tijekom travnja. Takva su kretanja pridonijela značajnom usporavanju godišnjeg rasta plasmana stanovništvu koji je na kraju svibnja iznosio 3,7% (na osnovi transakcija), što je tek polovina rasta ostvarenog na kraju prethodne godine (Slika 7.13.). Slabije kreditiranje stanovništva uglavnom je posljedica smanjenja gotovinskih nenamjenskih kredita čiji se

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



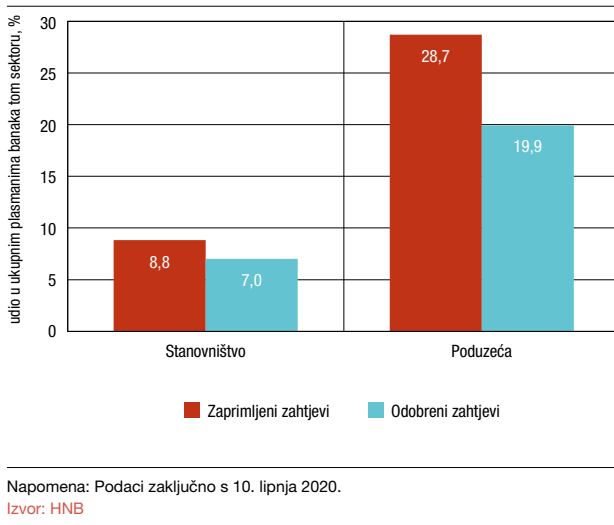
Izvor: HNB

Slika 7.12. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu



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

**Slika 7.15. Zaprmljeni i odobreni zahtjevi za odgodom plaćanja ili restrukturiranjem kredita**



godišnji rast kontinuirano smanjivao s 11,5% krajem prethodne godine na 4,7% na kraju svibnja (prema Anketi o kreditnoj aktivnosti banaka smanjenje potražnje za ovim kreditima rezultat je smanjene potrošnje trajnih potrošnih dobara). Tako je u svibnju 2020. doprinos te vrste kredita godišnjem rastu ukupnih plasmana stanovništvu prvi put od kraja 2012. bio manji od doprinosa stambenih kredita (Slika 7.14.). Godišnja stopa rasta stambenih kredita u svibnju (6,2%) tek se blago usporila u odnosu na kraj 2019., na što upućuje i anketa prema kojoj je potražnja za stambenim kreditima nastavila rasti, iako zamjetno slabijim

intenzitetom u odnosu na posljednje tromjesečje 2019., a na to su utjecali manje povoljna očekivanja za tržište nekretnina i blagi pad pouzdanja potrošača (Slika 7.12.).

Kad je riječ o mjerama usmjerenim na stanovništvo i poduzeća pogođena krizom, omogućeni su programi za odgodu plaćanja i restrukturiranja postojećih kreditnih obveza. Tako su do 10. lipnja 2020. banke zaprimile velik broj zahtjeva poduzeća i stanovništva za nekim od oblika mjera. Zaprmljeni zahtjevi poduzeća čine gotovo trećinu ukupnih plasmana banaka poduzećima, dok se na odobrene zahtjeve odnosi gotovo 20% ukupnih plasmana. Kod stanovništva je taj udio znatno manji te odobreni zahtjevi čine 7,0% ukupnih plasmana tom sektoru (Slika 7.15.).

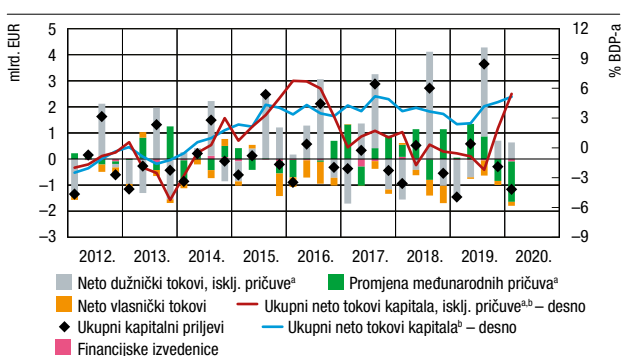
### Projicirana kretanja

Ocjenjuje se da bi ukupni plasmani (isključujući državu) u 2020. mogli porasti za 3,7%, na osnovi transakcija. Glavninu kreditnog rasta činili bi plasmani poduzećima koji bi mogli porasti za 6,9% nakon skromnog rasta u prethodnoj godini. Ubrzavanje rasta plasmana poduzećima proizlazi iz snažnog rasta potražnje poduzeća za kreditima u razdoblju kad pandemija narušava njihove prihode. Rastu financiranja poduzeća mogle bi pogodovati i mjere za ublažavanje negativnih posljedica pandemije (primjerice, krediti HAMAG-BICRO-a, HBOR-a i poslovnih banaka uz povoljnije kamatne stope) koje bi omogućile poduzećima povoljnije kreditiranje obrtnih sredstava. S druge strane, kreditiranje stanovništva moglo bi se zamjetno usporiti na tek 1,5% rasta u cijeloj 2020., poglavito zbog smanjenog rasta gotovinskih nenamjenskih kredita prouzročenog padom zaposlenosti, potrošnje i pouzdanja potrošača. Rizici za ostvarivanje projicirane dinamike kreditnog rasta negativno su usmjereni i izloženi velikom stupnju neizvjesnosti koji je ponajviše vezan uz posljedice i budući razvoj epidemiološke situacije.

## 8. Tokovi kapitala s inozemstvom

Na financijskom računu platne bilance u prvom je tromjesečju 2020. zabilježen ukupan neto priljev kapitala u iznosu od 1,2 mlrd. EUR (Slika 8.1.), što je poglavito rezultat smanjenja međunarodnih pričuva. Zbog snažnih deprecijacijskih pritiska

**Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance**



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

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

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

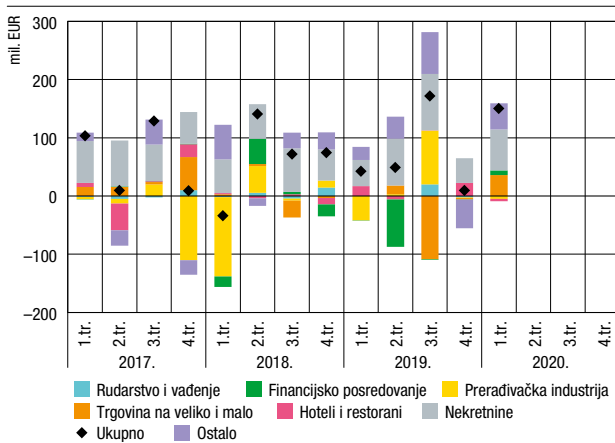
Izvor: HNB

nakon izbijanja pandemije koronavirusa, HNB je nekoliko puta u ožujku reagirao prodajom deviza, zbog čega su se međunarodne pričuve primjetno smanjile. Isključujući se promjena bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a, u prva je tri mjeseca ostvaren neto odljev kapitala (od 0,4 mlrd. EUR), kao rezultat smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora, poglavito banaka, dok su se neto vlasničke obveze povećale.

Neto priljev vlasničkih ulaganja od 0,2 mlrd. EUR u prva tri mjeseca 2020. rezultat je većeg rasta obveza od imovine domaćih sektora. Rastu inozemne imovine najviše je pridonijela zadržana dobit inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata, koja je bila najveća u financijskim djelatnostima te djelatnostima prijevoza i trgovine. S druge strane, porast obveza u podjednako se iznosu odnosi na nova izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku, većinom ostvarena u sektoru nekretnina (Slika 8.2.) te na zadržanu dobit. Zadržana je dobit u prvom tromjesečju 2020. bila zamjetno veća u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, a isključivo je rezultat smanjenih dividenda, dok se ukupna profitabilnost domaćih subjekata u stranom vlasništvu zadržala na podjednakoj razini. Naime, nakon izbijanja pandemije koronavirusa HNB je zabranio bankama isplatu dividenda.

Smanjenje neto dužničkih obveza u prvom tromjesečju 2020. (za 0,6 mlrd. EUR, isključujući promjenu međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) posljedica je dvostruko većeg povećanja inozemne imovine domaćih sektora od obveza. Pritom se najviše poboljšala neto inozemna pozicija banaka (Slika 8.3.),

Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



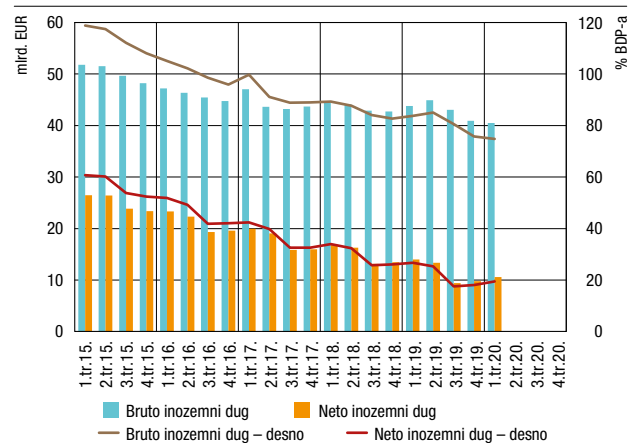
Napomena: Vlasnička ulaganja umanjena su za transakcije pretvaranja duga u kapital i kružna izravna ulaganja.

Izvor: HNB

ponajprije zbog povećanja inozemne imovine prouzročenoj otkupom deviza od središnje banke. Svoju neto inozemnu poziciju znatno su poboljšali i ostali domaći sektori. Za razliku od toga, država je povećala svoje neto dužničke obveze prema inozemnim vjerovnicima, isključivo kao rezultat transakcija na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira, pri čemu su strani institucionalni ulagači otkupili dio državnih obveznica od domaćih vjerovnika. S obzirom na veliku neizvjesnost na tržištu nakon izbijanja pandemije koronavirusa koja je rezultirala snažnim deprecijacijskim pritiscima, HNB je tijekom ožujka u nekoliko navrata intervenirao na deviznom tržištu prodajom deviza. Stoga se neto inozemna pozicija središnje banke snažno pogoršala (za 1,5 mlrd. EUR), dok su, kao što je već spomenuto, ti otkupi pridonijeli zamjetnom poboljšanju neto inozemne pozicije poslovnih banaka.

Što se tiče relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti, bruto je inozemni dug na kraju ožujka 2020. iznosio 40,5 mlrd. EUR, odnosno 74,7% BDP-a (Slika 8.4.), što je za 1,0 postotni bod manje nego na kraju 2019., a uglavnom je rezultat povoljnog učinka statističkih prilagodbi (primjerice zbog naknadne prijave prethodnog preuzimanja dijela inozemnog duga od strane domaćih vjerovnika i otplata duga) i, u manjoj mjeri, međuvalutnih

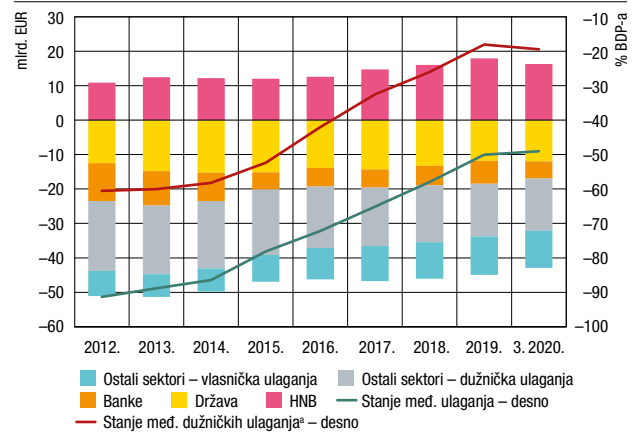
Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



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

Izvor: HNB

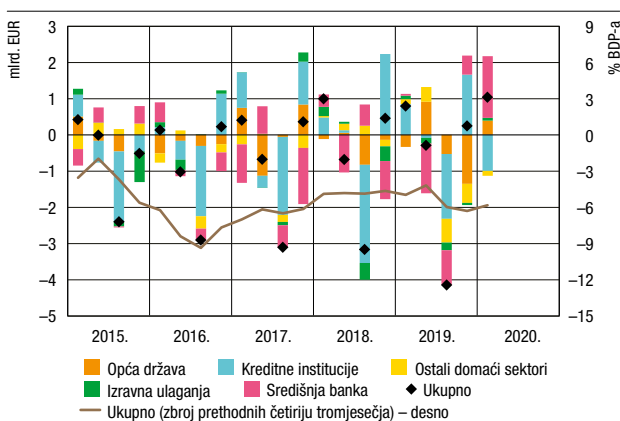
Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja po sektorima, neto



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

Izvor: HNB

Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



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

Izvor: HNB

promjena. Istovremeno se neto inozemna zaduženost domaćih sektora povećala. Tako je na kraju ožujka 2020. neto inozemni dug iznosio 10,5 mlrd. EUR, odnosno 19,4% BDP-a, što je za 1,4 postotna boda više nego na kraju 2019. godine.

Stanje neto međunarodnih ulaganja zbog povoljnih se cjenovnih, tečajnih i ostalih prilagodbi poboljšalo s -50,0% BDP-a na kraju 2019. na -49,0% BDP-a na kraju prvog tromjesečja 2020. godine (Slika 8.5.).

### Projicirana kretanja

U skladu s očekivanim primjetnim smanjenjem viška na tekućem i kapitalnom računu neto odljev kapitala na financijskom računu platne bilance u cijeloj bi 2020. također mogao biti znatno slabiji negoli prethodnih godina. Pritom se neto odljev kapitala odnosi na daljnje smanjenje neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu, dok se na osnovi vlasničkih ulaganja očekuje neto priljev kapitala, ali nešto slabiji u odnosu na prošlogodišnja ostvarenja.

Kada je riječ o vlasničkim ulaganjima, rast neizvjesnosti i pogoršanje globalnih gospodarskih kretanja uzrokovani pandemijom koronavirusa smanjit će svjetske tokove inozemnih izravnih



ulaganja. Pritom je izgledno odgađanje ili čak odustajanje od dijela planiranih investicija u uvjetima poremećaja u globalnim opskrbnim lancima, snažne kontrakcije potražnje i pada dobiti poduzeća. U skladu s tim ionako relativno skroman priljev izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku mogao bi se dodatno smanjiti.

Kada je riječ o dužničkim ulaganjima, u 2020. očekuje se nastavak trenda razduživanja domaćih sektora prema inozemstvu, poglavito zahvaljujući rastu inozemne imovine kreditnih institucija i smanjenju obveza ostalih domaćih sektora. Pritom se posebno izdvaja moguće smanjenje obveza privatnih nefinancijskih poduzeća po kratkoročnim trgovinskim kreditima zbog snažnog pada robnog uvoza. Za razliku od toga, povećane potrebe za financiranjem država će djelomično zadovoljiti inozemnim zaduživanjem pa se, nakon dvije godine smanjenja, u 2020. očekuje rast inozemnih obveza države, posebno po dugoročnim vrijednosnim papirima. Naime, država je u lipnju izdala nove obveznice u vrijednosti od 2 mlrd. EUR, koje su djelomice namijenjene srpanjskoj otplati 1,25 mlrd. USD vrijedne obveznice izdane 2010. godine, a djelomično financiranju protukriznih mjera namijenjenih ublažavanju negativnih posljedica pandemije koronavirusa. Još više bi se trebala pogoršati neto inozemna pozicija središnje banke, kao posljedica primjetnog smanjenja međunarodnih pričuva nakon izbijanja pandemije koronavirusa. Na razini cijele godine smanjenje neto inozemne aktive (NIA) HNB-a moglo bi biti izraženije od rasta NIA-e kreditnih institucija pa se na razini monetarnih institucija u tekućoj godini očekuje pad

NIA-e odnosno neto priljev kapitala.

Unatoč očekivanom smanjenju bruto inozemnog duga u apsolutnom iznosu, relativni bi pokazatelj na kraju godine mogao premašiti 80% isključivo zbog pada nominalnog BDP-a. Time bi se prekinuo petogodišnji trend smanjenja omjera bruto inozemnog duga i BDP-a, kao i omjera stanja međunarodnih ulaganja i BDP-a, ali samo privremeno. Za razliku od toga, relativni pokazatelj neto inozemne zaduženosti mogao bi se blago poboljšati.

Očekivani gospodarski oporavak i poboljšanja salda tekućeg i kapitalnog računa mogli bi povećati neto odljev kapitala u 2021., ponajprije zahvaljujući rastu međunarodnih pričuva. Istovremeno se očekuje blagi rast bruto dužničkih obveza kao posljedica zaduživanja ostalih domaćih sektora, što je poglavito vezano uz rast obveza na osnovi kratkoročnih trgovinskih kredita zbog oporavka uvoza. Za razliku od toga, očekuje se smanjenje obveza države i banaka. Pritom bi se nastavio, u 2020. privremeno prekinut, pretkrizni trend poboljšanja relativnih pokazatelja inozemnih obveza.

Unatoč dugoročnom trendu smanjivanja vanjskih neravnoteža, zbog prethodno akumuliranih visokih obveza prema inozemstvu rizici za vanjsku poziciju Hrvatske i dalje su prisutni. Rizici za ostvarivanje projekcije tokova kapitala ponajviše su povezani s mogućim izraženijim pogoršanjem globalne investicijske klime, dok su rizici koji se odnose na moguće pogoršanje uvjeta financiranja slabiji.

## 9. Monetarna politika

HNB je i u prvoj polovini 2020. godine nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku i održavati stabilnost tečaja kune prema euru. Na pogoršanje gospodarskih i financijskih uvjeta uzrokovano pandemijom koronavirusa središnja je banka reagirala nizom mjera s ciljem osiguranja devizne i kunske likvidnosti i očuvanja stabilnosti financijskog sustava.

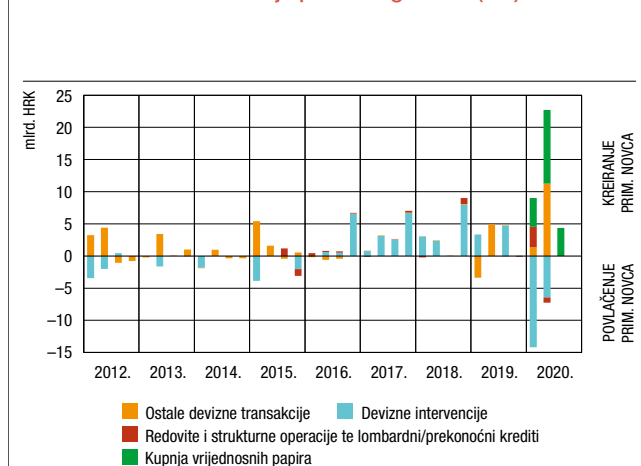
Rast neizvjesnosti glede učinaka pandemije stvorio je snažnu potražnju domaćih sektora za devizama. Pojačanu potražnju djelomice je uzrokovala prilagodba portfelja domaćih sektora zbog promjene njihovih prethodnih očekivanja o budućem

kretanju tečaja. Osim toga, rastu potražnje za devizama uvelike su pridonijeli i investicijski fondovi koji su se na početku pandemije suočili sa snažnim povlačenjem uloga zbog pogoršanja očekivanja ulagača u vezi s kretanjem vrijednosti financijske imovine. Da bi isplatili ulagače, investicijski su fondovi intenzivno prodavali svoju imovinu koju uglavnom čine državne obveznice, što je dovelo do pada njihovih cijena i rasta prinosa. Usto, budući da se veći dio isplata uloga odnosio na eurske uloge, to je dodatno povećalo potražnju za devizama i rezultiralo snažnim rastom deviznih depozita u bankama u ožujku.

Pojačana potražnja za devizama pokrenula je deprecijaciju kune koja je od kraja veljače do sredine travnja oslabjela za 2,5% u odnosu na euro. Da bi spriječio značajnije slabljenje kune, HNB je snažno intervenirao na deviznom tržištu prodavši ukupno 2,7 mlrd. EUR. Najveći dio deviza prodan je u drugoj polovini ožujka i početkom travnja, nakon čega se tečaj od sredine travnja stabilizirao. Kada je riječ o ostalim deviznim transakcijama, HNB je od početka godine do kraja lipnja otkupio od Ministarstva financija 1,7 mlrd. EUR, čime je kreirano 12,6 mlrd. kuna, tako da je ukupno u prvih šest mjeseci 2020. deviznim transakcijama neto povučeno 8,0 mlrd. kuna primarnog novca (Slika 9.1.).

Nadalje, kako bi očuvao stabilnost na tržištu državnih obveznica, HNB je u ožujku počeo kupovati državne obveznice Republike Hrvatske (Slika 9.3.). Usto je proširen i obuhvat potencijalnih sudionika u operacijama kupoprodaje vrijednosnih papira na mirovinska društva, mirovinska osiguravajuća društva, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima, društva za osiguranje i stambene štedionice. Na dvije aukcije održane u ožujku, jednoj u travnju i dvije u lipnju HNB je otkupio obveznice ukupne tržišne vrijednosti 20,3 mlrd. kuna, čime je spriječeno zamrzavanje obvezničkog tržišta i poduprta njegova likvidnost te

Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



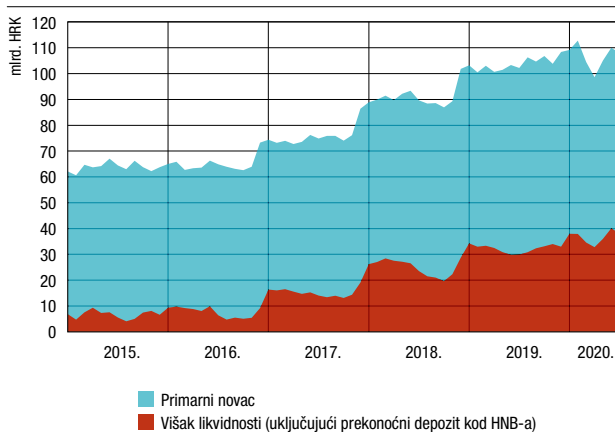
Napomena: Od 28. rujna 2017. ukinuo se lombardni kredit, a uveo prekonočni kredit. U ostale devizne transakcije ubrajaju se kupoprodaje deviza s MF-om, EK-om i ugovori o razmjeni (engl. swap) s poslovnim bankama. Pozitivne vrijednosti odražavaju kupnju deviza. Podaci za treće tromjesečje 2020. odnose se na 1. srpnja.

Izvor: HNB

su očuvani povoljni uvjeti financiranja za sve sektore.

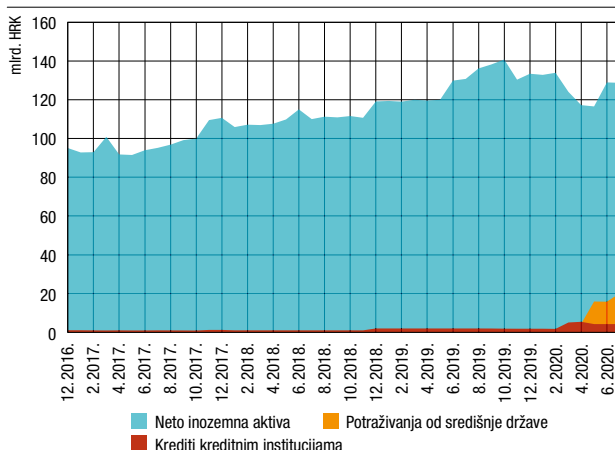
S ciljem zadržavanja povoljnih uvjeta financiranja, HNB se uz otkup državnih obveznica koristio i drugim mjerama monetarne politike. Tako je u ožujku kroz strukturnu operaciju na otvorenom tržištu bankama plasirano 3,8 mlrd. kuna na rok od 5 godina uz kamatnu stopu od 0,25%, što je najveći dosad plasirani iznos na strukturnim operacijama. Dio tih sredstava banke su iskoristile za prijevremenu otplatu postojećih strukturnih kredita pa je njihovo stanje na kraju svibnja bilo za 2,4 mlrd. kuna veće nego na početku godine. Usto, HNB je u ožujku, prvi put nakon 2017. godine, počeo plasirati kratkoročna kunska sredstva putem redovitih tjednih operacija. Pritom je kamatna stopa na te kredite spuštana s 0,3%, koliko je iznosila na prvoj aukciji u ožujku, na 0,05% na idućim aukcijama. Potražnja banaka na tjednim aukcijama bila je najveća u travnju kada je prosječni iznos plasiranih sredstava dosegnuo 1,1 mlrd. kuna, nakon čega je interes banaka počeo slabjeti, a od sredine svibnja je i potpuno izostao. Naposljetku, HNB je u ožujku spustio i stopu obvezne pričuve s 12% na 9%, čime je bankama oslobođeno 6,34 mlrd. kuna sredstava prethodno izdvojenih na posebnom računu za obveznu pričuvu kod HNB-a.

Slika 9.2. Likvidnost banaka i primarni novac



Napomena: Podaci zaključno s 1. srpnja 2020.  
Izvor: HNB

Slika 9.3. Struktura bilance HNB-a



Napomena: Podaci zaključno s 1. srpnja 2020.  
Izvor: HNB

Zahvaljujući opisanim mjerama, kojima je bankama stavljeno na raspolaganje ukupno 29,1 mlrd. kuna kunske likvidnosti, višak likvidnosti monetarnog sustava zadržao se na visokim razinama te je na početku srpnja iznosio 38,1 mlrd. kuna, što je za 18,2% više od prosječnog viška likvidnosti u 2019. godini (Slika 9.2.). Održavanjem izdašnih viškova likvidnosti HNB nastoji pogodovati zadržavanju povoljnih domaćih uvjeta financiranja.

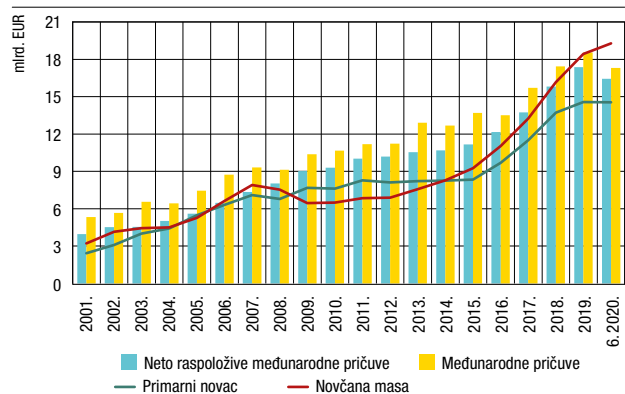
Mjere poduzete od izbijanja pandemije znatno su promijenile strukturu bilance središnje banke. Tako se u imovini HNB-a povećao udio domaće aktive, što je odraz rasta potraživanja od domaćih banaka (operacije na otvorenom tržištu) i otkupa državnih obveznica. S druge strane, prodaja deviza bankama odrazila se na smanjenje udjela inozemne aktive, odnosno međunarodnih pričuva, premda one i dalje čine dominantan dio imovine HNB-a (Slika 9.3.).

Bruto međunarodne pričuve RH u prvih šest mjeseci 2020. smanjile su se za 1,2 mlrd. EUR (6,7%) te su na kraju lipnja iznosile 17,3 mlrd. EUR (Slika 9.4.). Neto raspoložive pričuve istodobno su se smanjile za 0,9 mlrd. EUR i na kraju lipnja iznosile 16,6 mlrd. EUR. Uz prodaju deviza bankama, smanjenju bruto pričuva pridonio je i manji iznos ugovorenih repo ugovora, dok je u suprotnom smjeru djelovao otkup deviza od države. Unatoč tome, i bruto i neto pričuve i dalje premašuju primarni novac (M0). Valja napomenuti i da je HNB s Europskom središnjom bankom u travnju dogovorio uspostavljanje linije za valutnu razmjenu (engl. *swap line*) koja omogućuje razmjenu kuna za eure u iznosu do 2 mlrd. EUR. U slučaju potrebe, tim se sredstvima može osigurati dodatna devizna likvidnost bez potrebe za trošenjem međunarodnih pričuva.

Tečaj kune prema euru na kraju lipnja 2020. iznosio je 7,56 EUR/HRK, što je za 2,2% više nego na kraju istog mjeseca 2019., dok je prosječni tečaj u prvih šest mjeseci 2020. iznosio 7,53 EUR/HRK ili 1,5% više od prosječnog tečaja u istom razdoblju prethodne godine (Slika 9.5.). Promatra li se tečaj kune prema američkom dolaru i švicarskom franku, njegova viša razina na kraju lipnja 2020. u odnosu na kraj istog mjeseca 2019. odražava zajednički učinak slabljenja kune prema euru i slabljenja eura prema tim valutama.

Devizne transakcije HNB-a djelovale su i na promjene u strukturi neto inozemne aktive (NIA) monetarnog sustava. Naime, banke su devizna sredstva otkupljena od HNB-a uglavnom plasirale u inozemstvo, čime su neutralizirale pad neto inozemne aktive središnje banke pa se dinamika NIA-e cijeloga

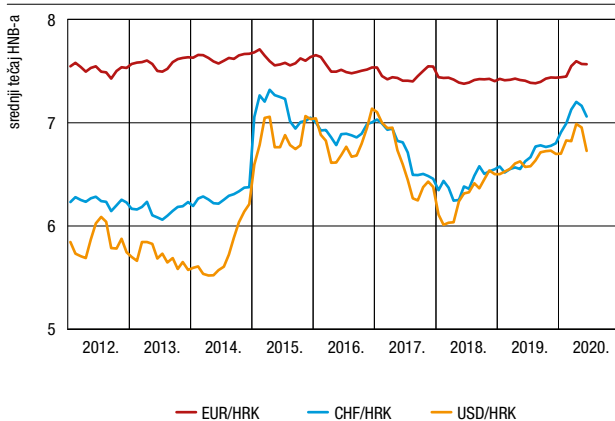
Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



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). Podatak za novčanu masu u 2020. odnosi se na svibanj.

Izvor: HNB

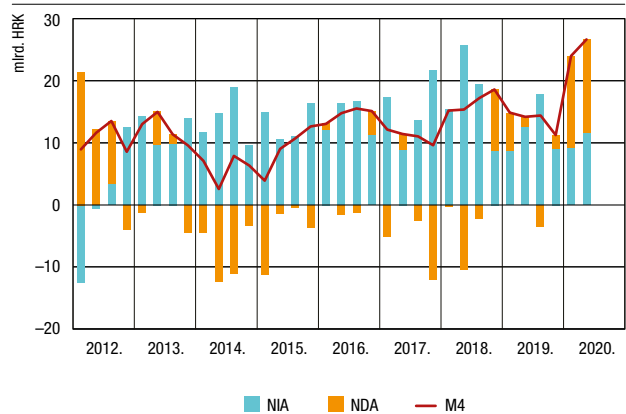
Slika 9.5. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

monetarnog sustava nije znatnije mijenjala u odnosu na kraj prošle godine (Slika 9.6.). S druge strane, neto domaća aktiva (NDA) monetarnog sustava u prvih pet mjeseci 2020. snažno je porasla zbog pojačanog zaduživanja države kod banaka i HNB-ove kupnje državnih obveznica na sekundarnom tržištu. Kao rezultat pojačanog rasta NDA, i rast M4 u prvih se pet mjeseci 2020. zamjetno intenzivirao u odnosu na prošlu godinu. Među sastavnicama M4 najsnažnije su rasli devizni depoziti. Njihovu rastu pridonijela je povećana sklonost štediša prema likvidnim deviznim sredstvima u uvjetima rastuće nesigurnosti, zatim slabljenje kune prema euru u ožujku koje je povećalo kunsku protuvrijednost deviznih depozita, ali i priljev deviznih sredstava iz

Slika 9.6. Neto inozemna aktiva, neto domaća aktiva i ukupna likvidna sredstva M4 apsolutne promjene u posljednjih 12 mjeseci



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na kraj svibnja.

Izvor: HNB

investicijskih fondova. Izraženi rast deviznih depozita u ožujku zaustavio je višegodišnji trend pada euroizacije bankovnog sustava, no recentni podaci upućuju na to da je rast euroizacije depozita bio kratkotrajnoga karaktera.

Monetarna politika zadržat će ekspanzivan karakter uz nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. U uvjetima trenutačne nepovoljne gospodarske situacije i niske inflacije te velike neizvjesnosti u vezi s dinamikom gospodarskog oporavka HNB će i dalje održavati visoku likvidnost monetarnog sustava s ciljem zadržavanja povoljnih uvjeta financiranja za domaće sektore.

## Okvir 5. Mjere monetarne politike HNB-a za ublažavanje negativnih posljedica pandemije

HNB je donio niz mjera monetarne politike kao odgovor na nepovoljne gospodarske i financijske okolnosti uzrokovane izbijanjem pandemije novoga koronavirusa. Te su mjere osigurale stabilnost tečaja kune prema euru, kreirale dodatnu likvidnost za nastavak kreditne aktivnosti domaćih banaka i stabilizirale domaće tržište državnih obveznica. Tim je mjerama ujedno nastavljena akomodativna orijentacija monetarne politike koja osigurava zadržavanje povoljnih uvjeta financiranja domaćih sektora i u budućem razdoblju, u kojemu će posljedice pandemije negativno djelovati na gospodarsku aktivnost.

Rast neizvjesnosti i jačanje bojazni od nepovoljnih ishoda pandemije COVID-19 rezultirali su iznimno visokom kolebljivošću na međunarodnim financijskim tržištima, a u Hrvatskoj i pojačanom potražnjom za devizama te rastom prinosa i padom cijena državnih obveznica. Stoga je Hrvatska narodna banka od početka ožujka poduzela niz mjera iz područja monetarne politike s ciljem stabiliziranja financijskih uvjeta na domaćim financijskim tržištima. One su obuhvaćale tri smjera djelovanja:

(1) očuvanje stabilnosti tečaja kune prema euru i osiguravanje dostatne devizne likvidnosti, čime se sprečava materijalizacija tečajnih rizika za bankovni sustav i gospodarstvo u cjelini

(2) povećanje kunske likvidnosti bankovnog sustava, čime se pridonosi zadržavanju niskih kamatnih stopa i bankama omogućuje nastavak kreditne aktivnosti i

(3) podupiranje stabilnosti tržišta državnih vrijednosnih papira kroz otkup državnih obveznica na sekundarnom tržištu, čime

se kreira dodatna likvidnost za normalizaciju funkcioniranja tog segmenta financijskog tržišta kako bi se država, a time i ostali sektori gospodarstva, mogla nastaviti financirati uz prihvatljive uvjete.

HNB je ukupno u razdoblju od 9. ožujka do početka srpnja putem deviznih intervencija i bilateralnih deviznih transakcija bankama plasirao 2,7 mlrd. EUR deviznih sredstava, što čini 5,7% BDP-a. Istodobno je HNB drugim mjerama u financijski sustav plasirao 29,1 mlrd. kuna kunske likvidnosti, što čini 8% BDP-a. S obzirom na to da je dio kunskih sredstava povučen iz banaka kroz prodaju deviza bankama, ukupno gledano, djelovanje monetarne politike rezultiralo je neto povećanjem kunske likvidnosti od 8,4 mlrd. kuna ili 2,3% BDP-a. Pregled svih mjera monetarne politike poduzetih od početka ožujka do početka srpnja i njihov financijski učinak prikazani su u Tablici 1.

Unatoč snažnom interveniranju u jeku krize izazvane pandemijom koronavirusa, Hrvatska narodna banka i dalje ima na raspolaganju dostatna sredstva za reagiranje na eventualne buduće poremećaje na financijskim tržištima. Prema podacima za kraj lipnja HNB raspolaže sa 17,3 mlrd. EUR bruto pričuva, odnosno 16,6 mlrd. EUR neto raspoloživih pričuva, što je primjerna razina pričuva po svim uobičajenim mjerilima<sup>30</sup>. Također, valja

<sup>30</sup> Detaljnije o adekvatnosti međunarodnih pričuva vidi u HNBlogu Gorane Lukinić Čardić pod nazivom "Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva" (<https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-privcuva>).

Tablica 1. Mjere monetarne politike HNB-a za ublažavanje negativnih posljedica pandemije

Ciljevi	Mjere	Učinak na deviznu likvidnost (mil. EUR)	Učinak na kunsku likvidnost (mil. HRK)	Učinak na kunsku likvidnost (% BDP-a)
<b>Stabilizacija tečaja i osiguranje devizne likvidnosti</b>	<b>Devizne transakcije</b>			
	Prodaja deviza – intervencije	2.244	-16.980	-4,7
	Prodaja deviza – bilateralne transakcije	482	-3.658	-1,0
	<b>Devizne transakcije – ukupno</b>	<b>2.726</b>	<b>-20.638</b>	<b>-5,7</b>
<b>Osiguranje kunske likvidnosti</b>	<b>Ostale mjere</b>			
	Strukturne operacije		3.800	1,0
	– povrat		-1.332	-0,4
	Redovite operacije		7.780	2,1
	– povrat		-7.780	-2,1
Smanjenje obvezne pričuve		6.336	1,7	
<b>Podupiranje stabilnosti tržišta državnih obveznica</b>	Otkup državnih obveznica		20.275	5,6
	<b>Ostale mjere – ukupno</b>		<b>29.079</b>	<b>8,0</b>
<b>Neto učinak na kunsku i deviznu likvidnost</b>		<b>2.726</b>	<b>8.441</b>	<b>2,3</b>

Napomena: Podaci od 9. ožujka do 1. srpnja 2020. Negativna vrijednost označuje povlačenje likvidnosti, a pozitivna vrijednost kreiranje likvidnosti. BDP je prognozirani BDP za 2020. godinu prema službenoj projekciji HNB-a. Povrat označuje prijevremene i redovne otplate strukturnih i tjednih kredita.

Izvor: HNB

napomenuti i da je HNB s Europskom središnjom bankom zaključio sporazum o valutnoj razmjeni, kojim se u slučaju potrebe središnjoj banci daje na raspolaganje još 2 mlrd. EUR. Naposlijetku, i kreditne institucije, prema podacima od kraja svibnja, raspoložu s više od 6 mlrd. EUR inozemne aktive koju mogu povući iz inozemstva u slučaju potrebe, a i njihova kunska slobodna

novčana sredstva, odnosno viškovi kunske likvidnosti, također su na izrazito visokim razinama (38,1 mlrd. kuna na početku srpnja). S obzirom na to, monetarna politika ima dostatan manevarski prostor i instrumentarij za nastavak ostvarivanja svoje uloge održavanja stabilnosti tečaja i osiguravanja povoljnih uvjeta financiranja za domaće sektore.

## 10. Javne financije

### Saldo proračuna opće države

Nakon što je u 2017. i 2018. godini bio ostvaren proračunski višak prema metodologiji ESA, pozitivan proračunski saldo ostvaren je i u 2019. godini. Pritom je višak blago povećan (na 1,6 mlrd. kuna, odnosno 0,4% BDP-a, s 0,8 mlrd. kuna koliko je iznosio godinu prije), i to zahvaljujući nešto snažnijem rastu

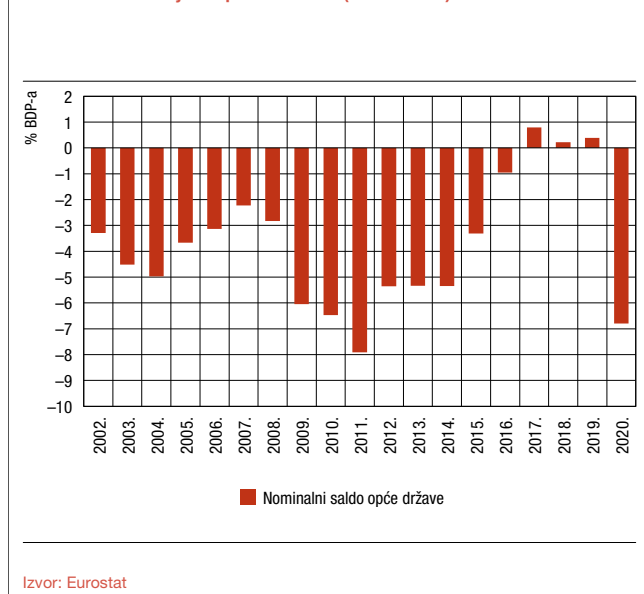
prihodne u odnosu na rashodnu stranu proračuna. Tijekom 2020. godine na kretanje proračunskog salda snažno će utjecati pandemija koronavirusa. Prema originalnom planu proračuna u 2020. se predviđao pozitivan saldo proračuna u iznosu od 0,2% BDP-a, dok se rebalansom proračuna, usvojenom u svibnju 2020., predviđa manjak od 6,8% BDP-a.

Raščlamba promjene nominalnog salda opće države pokazuje da su na promjenu nominalnog salda u 2019. donekle povoljno djelovali ciklični čimbenici te kretanje rashoda za kamate, pri čemu je kod ove kategorije izostao snažniji povoljan utjecaj zabilježen u prethodnih nekoliko godina, zbog stagnacije rashoda za kamate mjerenih udjelom u BDP-u u 2019. Doprinos strukturnih čimbenika bio je neutralan, unatoč nešto manjem iznosu kapitalnih transfera u 2019. u odnosu na 2018. godinu zbog aktiviranja državnih jamstava brodogradnji u spomenutim godinama.

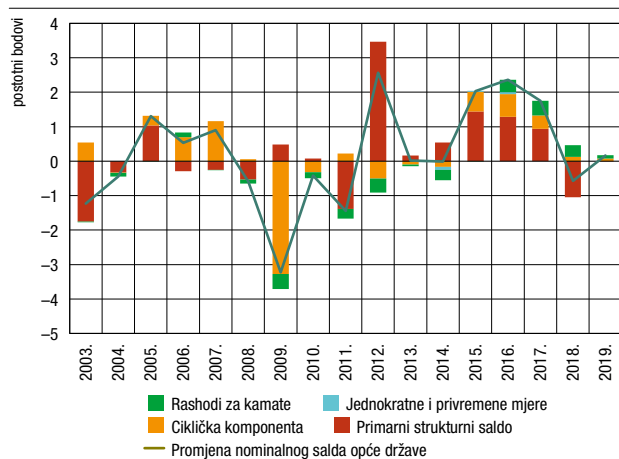
Iz znatnog iznosa protukriznih mjera i snažnog povećanja manjka vidljiva je ekspanzivna orijentacija fiskalne politike u 2020. godini. No, precizna ocjena cikličke komponente otežana je s obzirom na neizvjesnost u vezi s procjenom jaza domaćeg proizvoda u 2020. godini zbog snažnog pada gospodarske aktivnosti izazvanog pandemijom. Također, trenutačno nije potpuno jasan statistički tretman pojedinih fiskalnih mjera, odnosno koje će od njih biti tretirane kao jednokratne i privremene, a koje kao strukturne, te u kojim iznosima. Rashodi za kamate trebali bi biti niži zahvaljujući povoljnijim uvjetima refinanciranja prethodno dospjelih obveza.

Godišnji se rast ukupnih prihoda opće države u 2019.

Slika 10.1. Manjak opće države (ESA 2010)

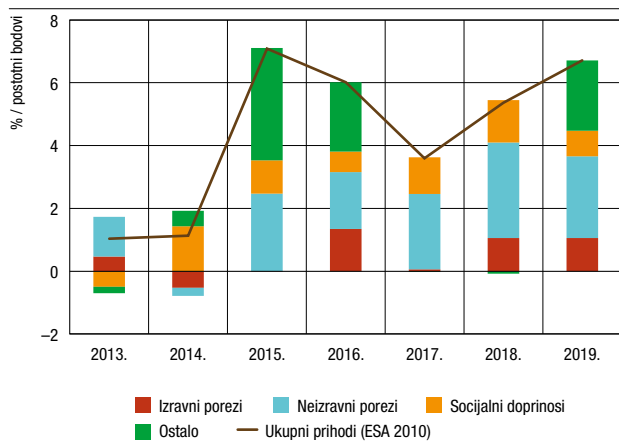


**Slika 10.2. Dekompozicija promjene nominalnog salda opće države (ESA 2010)**



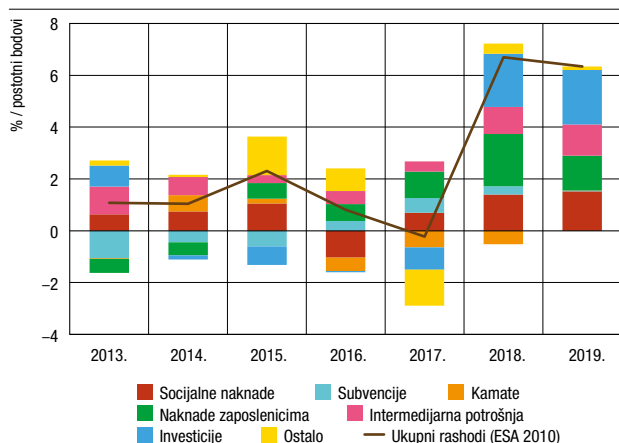
Izvor: HNB

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



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

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



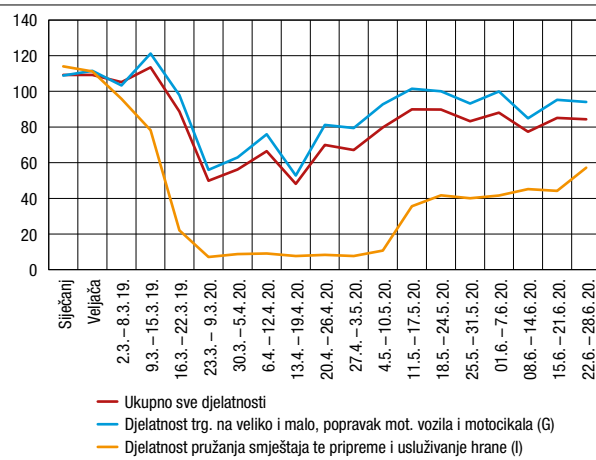
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

povećao na 6,7%, s 5,4% koliko je iznosio u 2018. godini. Navedena kretanja ponajviše odražavaju značajno ubrzanje rasta kategorije ostalih prihoda, što se najviše odnosi na povlačenje sredstava iz fondova EU-a. Podjednakom dinamikom kao i u prethodnoj godini porasli su prihodi od izravnih poreza, odražavajući poboljšane poslovne rezultate gospodarskih subjekata te povoljna kretanja na tržištu rada. Nešto sporijom dinamikom u odnosu na prethodnu godinu, ali i dalje snažno, rasli su prihodi od neizravnih poreza, što se može povezati s povoljnim kretanjima u turizmu i nastavkom rasta osobne potrošnje, te prihodi od socijalnih doprinosa.

Usporedno s bržim rastom prihoda, godišnji se rast ukupnih rashoda neznatno smanjio u 2019. na 6,3%, sa 6,7% u 2018. godini. Promatrano po kategorijama, najvećim se porastom, kao i godinu prije, ističu investicije (rast od 27,6%), a osjetno su porasli i rashodi za intermedijarnu potrošnju, naknade zaposlenima i socijalne naknade. Jačanje investicijske aktivnosti države i javnih poduzeća razvrstanih u sektor opće države temelji se na snažnijoj apsorpciji sredstava iz fondova EU-a. Porast rashoda za naknade zaposlenima posljedica je povećanja osnovice za izračun plaća za državne službenike i namještenike, osnovice za plaće u javnim službama te dodatnog povećanja na temelju izmjena kolektivnih ugovora za zaposlenike u sustavu zdravstva, obrazovanja, kulture i socijalne skrbi. Povećanje rashoda za intermedijarnu potrošnju posljedica je rasta materijalnih rashoda bolničkih zdravstvenih sustava te metodološke promjene u praćenju programskog financiranja javnih visokih učilišta i javnih znanstvenih instituta. S druge strane, u 2019. znatno se usporio rast subvencija i ostalih rashoda, najviše zahvaljujući smanjenim kapitalnim transferima u odnosu na prethodnu godinu povezanim s aktiviranim jamstvima brodogradilišta.

Kada je riječ o kretanju proračunskih prihoda i rashoda u 2020. godini, prema podacima Ministarstva financija<sup>31</sup> u razdoblju od siječnja do svibnja 2020. ostvaren je negativan saldo proračuna opće države od 13,6 mlrd. kuna, što je za 14,1 mlrd. kuna lošije ostvarenje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, i to zbog izrazitog povećanja rashoda uz istovremeno smanjenje prihoda. Pritom se, od ukupnog iznosa manjka ostvarenog u

**Slika 10.5. Indeks iznosa fiskaliziranih računa u odnosu na usporedivo razdoblje godinu prije**



Izvori: MFIN; Porezna uprava (izračun HNB-a)

<sup>31</sup> Mjesečni podaci za središnju državu, državnu upravu i podsektore socijalne sigurnosti koji se prema zahtjevima Direktive Vijeća 2011/85/EU moraju objaviti prije kraja sljedećega kalendarskog mjeseca. Objavljeni podaci odnose se na jedinice opće države prema obuhvatu statističke metodologije ESA 2010, osim podataka za lokalnu državu, koji se objavljuju tromjesečno.

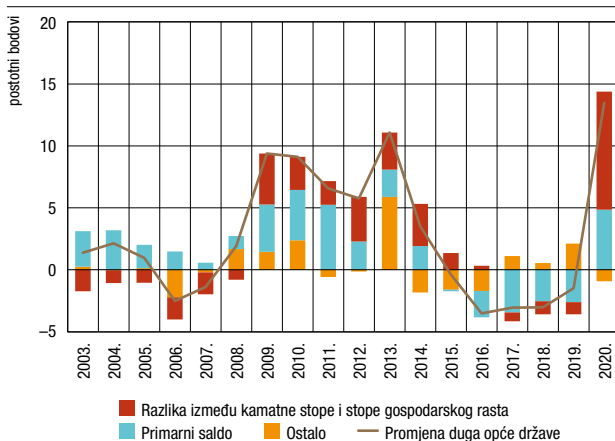


prvih pet mjeseci, 9 mlrd. kuna odnosi na manjak u travnju i svibnju 2020. godine. Navedena kretanja posljedica su utjecaja usporavanja gospodarske aktivnosti zbog pogoršanja epidemiološke situacije i uvedenih epidemioloških mjera kao i utjecaja provedenih fiskalnih mjera za ublažavanje utjecaja gospodarske krize. Ipak, dostupni podaci iz sustava fiskalizacije upućuju na djelomičan oporavak pojedinih gospodarskih aktivnosti tijekom svibnja, pri čemu je ukupna aktivnost i dalje znatno ispod prošlogodišnje razine.

## Javni dug

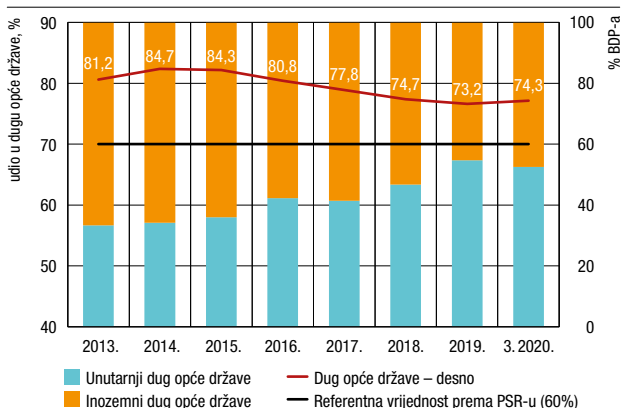
Ostvareni gospodarski rast i proračunski višak opće države rezultirali su smanjenjem udjela javnog duga u BDP-u sa 74,7% na kraju 2018. na 73,2% BDP-a na kraju 2019. godine. Povoljan učinak ostvarenoga primarnog viška i pozitivne razlike stope ostvarenoga gospodarskog rasta i kamatne stope bio je djelomično poništen blagom deprecijacijom tečaja kune te akumuliranjem depozita države. Tijekom 2020. javni se dug do kraja ožujka povećao na 299,2 mlrd. kuna, što je za 5,9 mlrd. kn više nego na kraju 2019. godine. Prema rebalansu proračuna očekuje se da će udio javnog duga u BDP-u u 2020. iznositi 86,7% BDP-a,

Slika 10.6. Dekompozicija promjene duga opće države



Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

Slika 10.7. Dug opće države stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju ožujka 2020. korišten je nominalni BDP izračunat kao zbroj BDP-a za prvo tromjesečje 2020. i prethodna tri tromjesečja.

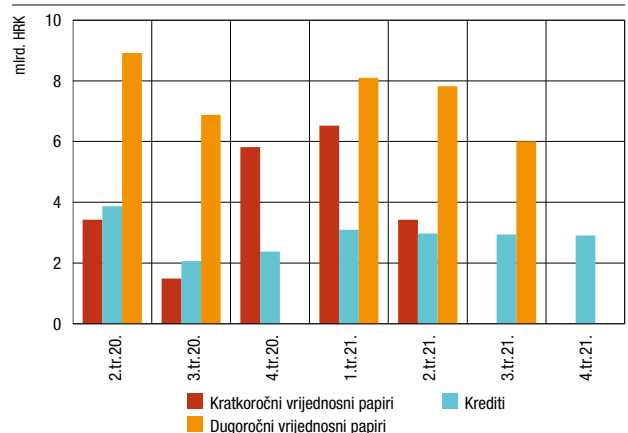
Izvor: HNB

zbog zaduživanja za pokrivanje proračunskog manjka kao i smanjenja nominalnog iznosa BDP-a.

Kada je riječ o zaduženjima, na samom kraju veljače 2020. država je izdala na domaćem tržištu tri tranše obveznica u ukupnom iznosu od gotovo 15 mlrd. kuna (i to petogodišnje obveznice dospjeća 2025. u nominalnom iznosu od 5 mlrd. kuna, izdanje druge tranše obveznice, indeksirane na kretanje tečaja kune prema euru, dospjeća 2034. godine u nominalnom iznosu od 4 mlrd. kuna te dvadesetogodišnje obveznice dospjeća 2040. u nominalnom iznosu od 800 mil. eura uz valutnu klauzulu). Novo izdanje obveznica dospjeća 2025. realizirano je uz prinos do dospjeća od 0,37%, dok je izdanje druge tranše obveznica dospjeća 2034. realizirano uz prinos do dospjeća od 1,12%. Obveznica koja predstavlja najdulji povijesni rok dospjeća (2040.) realizirana je uz prinos do dospjeća od 1,28%. Ročnost dospjeća po izdanim obveznicama prvi je put produljena na 20 godina, čime je Hrvatska osigurala financiranje na najdulji rok u svojoj povijesti. Izdanja su bila namijenjena za refinanciranje dviju obveznica u ukupnom iznosu od 12,5 mlrd. kuna koje su dospjevale u ožujku i za financiranje općih potreba državnog proračuna. Zahvaljujući znatno povoljnijim uvjetima zaduženja, ušteda od ostvarenih izdanja na kamata mogla bi iznositi 716 mil. kuna na godišnjoj razini.

Kriza uzrokovana pandemijom izrazito je povećala državne potrebe za financiranjem zbog snažnog pada prihoda izazvanog nepovoljnim gospodarskim kretanjima te financiranja gospodarskih mjera za ublažavanje krize. Tako je država u svibnju na domaćem tržištu izdala sedmogodišnju obveznicu u iznosu od 1,445 mlrd. eura uz valutnu klauzulu prinosa do dospjeća od 0,75%, čime su, unatoč krizi, ostvareni povoljni uvjeti zaduživanja. Nadalje, u lipnju se država dodatno zadužila i na inozemnom tržištu kapitala u iznosu od 2 mlrd. eura uz ostvareni prinos u trenutku izdanja od 1,64%. Na povoljnost izdanja utjecao je izniman interes investitora, čemu pridonosi i investicijski kreditni rejting Hrvatske. Prikupljena sredstva koristit će se uglavnom za refinanciranje inozemne obveznice u iznosu od 1,25 mlrd. dolara koja dospjeva polovinom srpnja, dok će se ostatak sredstava koristiti za financiranje mjera za ublažavanje krize.

Slika 10.8. Dospjeća duga opće države



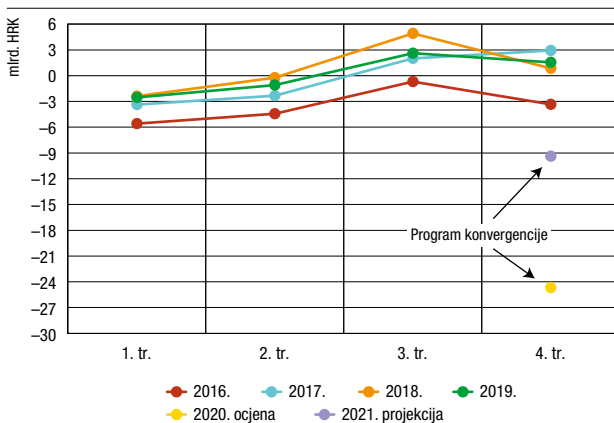
Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na temelju stanja na dan 12. lipnja 2020., a kredita na dan 31. ožujka 2020.

Izvori: MF; HNB

## Program konvergencije Republike Hrvatske

Prema ovogodišnjem Programu konvergencije, nakon viš-ka proračuna u 2019., Vlada RH u 2020. očekuje manjak

Slika 10.9. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima ESA 2010



Napomena: Plan salda opće države za 2020. i 2021. preuzet je iz Programa konvergencije RH za razdoblje 2020. – 2021.  
Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

proračuna opće države u iznosu od 6,8% BDP-a, nakon čega bi se manjak u 2021. godini mogao zamjetno smanjiti (2,4%

BDP-a). Proračunski manjak u 2020. posljedica je projiciranog pada prihoda zbog nepovoljnih gospodarskih kretanja uzrokovanih pandemijom te usvojenoga izdašnog fiskalnog paketa pomoći s ciljem ublažavanja ekonomskih posljedica krize. Od najznačajnijih protukriznih mjera ističu se mjera odgode plaćanja javnih davanja (poreza na dobit, poreza na dohodak i socijalnih doprinosa) za poduzeća s padom prihoda većim od 20%, mjera otpisa istih davanja za poduzeća s padom prihoda većim od 50% u trajanju od tri s mogućnošću produljenja do šest mjeseci, odgoda plaćanja PDV-a, pri kojoj se PDV uplaćuje prema naplaćenom, a ne prema izdanom računu te subvencije troška plaća poduzećima koja bi zbog otežanog poslovanja bilježila pad prihoda veći od 20%, odnosno 50% za lipanj u iznosu od 3.250 kuna po radniku u travnju te 4.000 kuna po radniku u svibnju i lipnju.

Europska komisija u svojim je proljetnim prognozama ocijenila kako bi saldo opće države u Hrvatskoj u 2020. mogao biti nešto nepovoljniji (-7,1% BDP-a) nego što je prikazano u Programu konvergencije RH (-6,8% BDP-a) ponajviše zbog očekivanoga snažnijeg utjecaja fiskalnog paketa pomoći na saldo proračuna. Potrebno je naglasiti da je Europska komisija zbog pandemije privremeno ukinula primjenu fiskalnih pravila definiranih Paktom o stabilnosti i rastu (smanjenje javnog duga iznad 60% BDP-a, zadržavanje manjka opće države do 3% BDP-a i ostvarenje srednjoročnoga proračunskog cilja).

## Okvir 6. Mjere fiskalne politike za ublažavanje negativnih posljedica pandemije

Vlada Republike Hrvatske usvojila je u ožujku i travnju paket mjera iz područja fiskalne politike u iznosu od 4,1% BDP-a radi ublažavanja negativnih posljedica pandemije koronavirusa, koji je potvrđen i rebalansom proračuna usvojenim u svibnju u Hrvatskom saboru. Prema procjenama Ministarstva financija RH, objavljenim u Programu konvergencije Republike Hrvatske za 2020. i 2021. godinu, ukupan će trošak mjera koja se odnosi na potpore za očuvanje radnih mjesta u travnju, svibnju i lipnju iznositi oko 7,1 mlrd. kuna (2,0% ocijenjenog BDP-a u 2020. godini). Nadalje, iznos odgoda poreza i doprinosa koji dospijevaju u travnju, svibnju i lipnju procijenjen je na oko 4,6 mlrd. kuna (oko 1,3% BDP-a), a trošak otpisa poreza i doprinosa na 2,5 mlrd. HRK (odnosno oko 0,7% BDP-a). Konačno, trošak nabave dodatne medicinske opreme iznosi oko 600 mil. kuna (oko 0,2% BDP-a). Učinci spomenutih mjera prema metodologiji ESA ocijenjeni su u iznosu od 2,8% BDP-a, s obzirom na to da se prihodi evidentiraju prema obračunskom načelu. Stoga odgode plaćanja poreza neće umanjiti evidentirani iznos poreznih prihoda u ovoj godini.

Mjere iz područja fiskalne politike koje su zasad provedene u Hrvatskoj, s ciljem ublažavanja negativnih posljedica pandemije koronavirusa, imaju izravan učinak na kretanje prihoda i rashoda državnog proračuna. Vlada RH razmatra i produljenje nekih postojećih mjera (uz postroživanje kriterija) te uvođenje dodatnih mjera (subvencije za skraćeni radni tjedan), no kako konkretni detalji vezani uz provedbu tih mjera zasad još nisu poznati, navedene nisu obuhvaćene ovim okvirom.

Prije isticanja primijenjenih mjera potrebno je naglasiti da su

fiskalne mjere koje su donesene u Hrvatskoj po svojim karakteristikama, obuhvatu i intenzitetu uglavnom usporedive s mjerama koje su donijele vlade zemalja članica Europske unije.<sup>32</sup> U većini zemalja, osim povećanja izdataka za nabavku neophodne medicinske opreme, vlade su reagirale nekim oblikom poticaja ili subvencija za isplatu plaća radnicima u poduzećima koja su bila najviše pogođena provedenim restriktivnim mjerama. Cilj je bio izbjeći masovna otpuštanja radnika zbog kolapsa gospodarskih tokova, a također i ubrzati oporavak gospodarstava nakon ukiđanja ograničenja. Naime, iskustva pojedinih zemalja nakon globalne financijske krize, u prvom redu Njemačke, pokazala su da se prevencijom otpuštanja i ponovnog zapošljavanja radnika pozitivno utječe na brzinu oporavka jednom kada se gospodarske prilike poprave. Osim mjera uvedenih zbog očuvanja zaposlenosti, brojne su vlade, pa tako i Vlada RH, uvele odgode i/ili otpise pojedinih poreznih davanja, kako bi i na taj način poboljšale financijsku poziciju, odnosno likvidnost poduzeća koja su se suočila sa znatnim padom svojih prihoda zbog negativnog utjecaja restriktivnih mjera na njihovu razinu proizvodnje i/ili potražnje za njihovim proizvodima.

Vlada RH reagirala je vrlo brzo i prvi paket protukriznih mjera donijela već 17. ožujka 2020., odnosno tri tjedna nakon što je bio registriran prvi virusom zaraženi pacijent u Hrvatskoj. Ubrzo nakon toga, odnosno 2. travnja, donesen je i drugi paket mjera, kojim su, uz neke nove mjere, prilagođene i pojedine mjere iz prvog paketa.

Kao najznačajnija pojedinačna mjera koju je donijela Vlada

<sup>32</sup> Detaljniji pregledi fiskalnih i drugih mjera koje su provodile pojedine zemlje mogu se pronaći na stranicama MMF-a, OECD-a te za europske zemlje na stranicama Europske komisije, Europske mreže nezavisnih fiskalnih institucija, nekih revizorskih kuća, think-tankova i slično. Usporedbom popisa mjera može se vidjeti da se radi o građi koja se mijenja u realnom vremenu pa zasad ne postoji definitivni popis i izvor svih mjera koje su pojedine zemlje poduzimale. Dodatno, različiti prikazi sadržavaju različite iskaze ukupnog učinka provedenih mjera, ovisno o tome prikazuje li se bruto ili neto učinak mjera, uključujući li se financijske garancije u punom ili realiziranom iznosu i slično. Vidi npr.:

<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

<https://www.oecd.org/coronavirus/en/policy-responses>

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/coronavirus\\_policy\\_measures\\_14\\_may.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/coronavirus_policy_measures_14_may.pdf)

<https://www.euifis.eu/eng/fiscal/266/june-2020-update-of-the-european-fiscal-monitor-on-the-fiscal-measure>

<https://www2.deloitte.com/ro/en/pages/business-continuity/articles/EU-countries-measures-on-COVID-19-under-magnifying-glass.html>

Tablica 1. Mjere fiskalne politike za ublažavanje negativnih posljedica pandemije

Najznačajnije mjere	Fiskalni učinak, mil. HRK	Fiskalni učinak, % BDP-a
<b>1. Potpore za očuvanje radnih mjesta</b>	<b>7.112,8</b>	<b>2,0</b>
	Porez na dohodak	450,0
Odgode izravnih poreza i doprinosa	Doprinosi za mirovinsko osiguranje	949,4
	Doprinosi za zdravstveno osiguranje	889,6
	Porez na dobit	350,6
	Odgadanje obveze uplate poreza na dobit po godišnjem obračunu za 2019. godinu na dan 31. srpnja 2020.	2.000,0
<b>2. Ukupno odgode</b>	<b>4.639,6</b>	<b>1,3</b>
	Porez na dohodak	450,0
Otpis izravnih poreza i doprinosa	Doprinosi za mirovinsko osiguranje	949,4
	Doprinosi za zdravstveno osiguranje	889,6
	Porez na dobit	233,7
	<b>3. Ukupno otpisi</b>	<b>2.522,7</b>
<b>4. Nabava medicinske i zaštitne opreme za borbu protiv bolesti COVID-19</b>	<b>600,0</b>	<b>0,2</b>
<b>UKUPNO</b>	<b>14.875,1</b>	<b>4,1</b>
<b>Ukupno bez odgoda</b>	<b>10.235,6</b>	<b>2,8</b>

Napomena: BDP je prognozirani BDP za 2020. godinu prema projekciji Ministarstva financija RH.

Izvor: MFIN, Program konvergencije Republike Hrvatske za 2020. i 2021. godinu

RH mogu se izdvojiti potpore za očuvanje radnih mjesta (više o detaljima ove mjere vidi u Okviru 2. Analiza poslovnih subjekata kojima su isplaćene potpore Vlade RH za očuvanje radnih mjesta). Mjerom se predviđa sufinanciranje troška plaće u iznosu od 3.250 kuna po zaposlenom za ožujak (s isplatom u travnju) te 4.000 kuna za travanj i svibanj. Dodatno, trošak doprinosa za mirovinsko i zdravstveno osiguranje zaposlenika kojima su isplaćene potpore snosit će državni proračun. Prema procjenama Ministarstva financija objavljenima u Programu konvergencije Republike Hrvatske za 2020. i 2021. godinu<sup>33</sup> trošak navedene mjere iznositi će oko 7,1 mlrd. kuna, odnosno oko 2,0% ocijenjenog BDP-a u 2020. godini.

Kada je riječ o izmjenama poreznih propisa, prvi paket mjera definirao je da će poslovnim subjektima koji su imali ili su procijenili da će imati pad prihoda veći od 20% biti omogućena beskamatna odgoda i obročna otplata obveza po izravnim porezima i doprinosima. Dodatno, travajskim paketom gospodarskih mjera ova je mjera izmijenjena na način da će poslovni subjekti s godišnjim prihodom manjim od 7,5 mil. kuna (kojih je 93%) i padom prihoda većim od 50% biti u potpunosti oslobođeni plaćanja javnih davanja (odnosno izravnih poreza i doprinosa) koja dospijevaju tijekom travnja, svibnja i lipnja 2020. godine. U tom razdoblju poslovni subjekti koji ostvaruju prihod veći od 7,5 mil. kuna, uz pad prihoda veći od 50%, bit će djelomično oslobođeni plaćanja navedenih davanja ovisno o stupnju pada prihoda. Prema procjenama Ministarstva financija objavljenima u spomenutom Programu konvergencije ukupan iznos odgoda i otpisa poreznih obveza za 2020. iznosi oko 7,1 mlrd. kuna (oko 2,0% ocijenjenog BDP-a u 2020.). Od toga, iznos odgoda poreza i doprinosa procijenjen je na oko 4,6 mlrd. kuna (oko 1,3% BDP-a), trošak otpisa poreza i doprinosa na 2,5 mlrd. (odnosno oko 0,7% BDP-a).<sup>34</sup>

Naposlijetku, procijenjeni trošak mjere nabave medicinske i zaštitne opreme za borbu protiv pandemije koronavirusa iznosi

prema Programu konvergencije oko 600 mil. kuna, odnosno oko 0,2% BDP-a.

Iako su provedenim rebalansom rashodi državnog proračuna zadržani na istoj razini kao i u originalnom planu, izvršene su znatne preraspodjele kako bi se osigurala financijska sredstva potrebna za financiranje mjera i aktivnosti u borbi s epidemijom i njezinim posljedicama, pri čemu navedene nemaju utjecaj na saldo proračuna.<sup>35</sup>

Učinci pojedinih mjera prema metodologiji ESA bit će drugačiji u odnosu na prethodno iznesene brojke. Eurostat je objavio nacrt metodološke bilješke o statističkim implikacijama provedenih mjera u kontekstu krize prouzročene bolešću COVID-19.<sup>36</sup> U skladu s time u Obrazloženju izmjena i dopuna državnog proračuna za 2020. godinu navodi se da projicirani učinak mjera otpisa izravnih poreza i doprinosa na razini državnog proračuna iznosi 2,5 mlrd. kuna (oko 0,7% BDP-a) u 2020. godini, što odgovara procjenama otpisa javnih davanja koje su navedene u Programu konvergencije. Ako se tome pridodaju troškovi mjera za očuvanje radnih mjesta (oko 2,0% BDP-a) i nabave medicinske i zaštitne opreme (oko 0,2% BDP-a), dolazi se do ukupnog iznosa mjera od oko 2,8% BDP-a.

Primjenom ovih fiskalnih mjera Hrvatska je postupila u skladu s preporukama Europske komisije i aktivacijom opće klauzule o odstupanju prema odrednicama Pakta o stabilnosti i rastu.

Komisija je naime preporučila zemljama članicama EU-a da poduzmu sve potrebne mjere i učinkovito odgovore na pandemiju, održe gospodarstvo i pruže potporu oporavku koji će uslijediti. Istodobno, treba voditi računa o tome da će se, kada to gospodarski uvjeti dopuste, morati nastaviti provoditi fiskalne politike s ciljem postizanja razboritih srednjoročnih fiskalnih pozicija i osiguravanja održivosti javnog duga.

33 Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/2016/Sjednice/2020/Travanj/227%20sjednica%20VRH/Novi%20direktorij/227%20-%202020%20Program%20konvergencije%20Republike%20Hrvatske%20za%202020.%20i%202021.%20godinu.pdf>

34 S ciljem osiguravanja dodatne likvidnosti gospodarskih subjekata predviđena je i mogućnost plaćanja PDV-a po plaćenim i naplaćenim računima, no čini se kako se većina poreznih obveznika ne planira koristiti navedenom mogućnosti.

35 Početkom travnja izvršena je preraspodjela u iznosu od 1,8 mlrd. kuna, a ovim izmjenama i dopunama Državnog proračuna Republike Hrvatske za 2020. godinu osigurava se dodatnih 4,9 mlrd. kuna (iz sredstava fondova Europske unije 1,6 mlrd. kuna). Osiguravaju se i sredstva u iznosu od 100 mil. kuna za hitnu prvu fazu provedbe obnove obiteljskih kuća, stambeno-poslovnih zgrada i višestambenih zgrada oštećenih potresom na području Grada Zagreba i okolice. Za financiranje navedenih mjera sredstva su osigurana iz ušteda ministarstava i drugih državnih tijela, a posebice Ministarstva financija, Ministarstva znanosti i obrazovanja, Ministarstva obrane i Ministarstva unutarnjih poslova.

36 Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10186/10693286/GFS\\_draft\\_note.pdf](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10186/10693286/GFS_draft_note.pdf)

## 11. Odstupanja od prethodne projekcije

Izbijanje pandemije koronavirusa snažno se odrazilo na očekivanja glede gospodarskog rasta te je projekcija realnih kretanja u međunarodnom okružju za 2020. znatno nepovoljnija nego u prosinačkom ciklusu projekcije. Tako se za ovu godinu očekuje kontrakcija globalnoga gospodarstva od 3,0%, što je za 6,4 postotna boda manje nego u projekciji iz prosinca 2019. Pandemija je na globalnoj razini izazvala gotovo u potpunosti sinkroniziran ekonomski šok pa su pogoršanju očekivanja pridonijele razvijene zemlje kao i zemlje s tržištima u nastajanju. Osim toga, znatno su se promijenila očekivanja glede monetarne politike ključnih središnjih banaka. Tako je očekivani raspon referentne kamatne stope Fed-a na kraju 2020. primjetno niži nego u prošloj projekciji s obzirom na to da je Fed smanjio referentni raspon na najnižju razinu nakon izbijanja pandemije te se ne očekuje promjena u monetarnoj politici sve do kraja sljedeće godine.

Snažan globalni ekonomski šok odrazio se i na očekivanja glede kretanja gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj u 2020., koja se stoga znatno razlikuju od projekcije iz prosinca 2019. Realni BDP mogao bi se tako smanjiti za 9,7%, dok se prethodno očekivao rast od 2,8%. Pritom je najznačajnija korekcija zabilježena kod izvoza robe i usluga, koji bi se mogao snažno smanjiti za 38,1%, dok se prethodno očekivao rast od 3,3%. Spomenuta kontrakcija ukupnog izvoza na prvom mjestu odražava smanjenje izvoza (turističkih) usluga u drugom i trećem tromjesečju tekuće godine, ali i pad robnog izvoza zbog globalne gospodarske kontrakcije i otežanoga prekograničnog poslovanja zbog pandemije. U ovoj su projekciji također znatno pogoršana i očekivanja što se tiče kapitalnih ulaganja, pri čemu bi se bruto investicije u fiksni kapital mogle smanjiti za 12,1%, dok se u prosincu 2019. godine očekivao njihov rast od 7,1%. Takva razlika u očekivanjima odražava ponajprije znatno nepovoljniju projekciju investicijske aktivnosti privatnog sektora. Podaci Ankete o poslovnim očekivanjima za drugo tromjesečje upućuju na izrazito pogoršanje očekivanja u svim djelatnostima. Pogoršanje poslovnog optimizma započelo je u ožujku, a u travnju je zabilježeno

najsnažnije pogoršanje na mjesečnoj razini otkako se provodi Anketa. U svibnju i lipnju zabilježeno je određeno poboljšanje poslovnog optimizma, ali ono nije bilo dovoljno da nadoknadi pad iz ožujka i travnja. Nadalje, očekivani pad osobne potrošnje od 5,3% (prethodno rast od 3,7%) rezultat je negativnog učinka pandemije na tržište rada, što je razvidno i iz podataka Ankete o očekivanjima potrošača, čiji je indeks pouzdanja u drugom tromjesečju zabilježio izrazito snažno pogoršanje. Konačno, očekuje se da bi se zbog pada izvoza i kontrakcije domaće potražnje ukupni uvoz na razini 2020. mogao snažno smanjiti, za 30,8%, dok se u prethodnoj službenoj projekciji očekivao rast od 5,3%. U skladu s time očekuje se da će doprinos neto inozemne potražnje kretanju BDP-a u 2020. biti negativan.

Projekcija prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena od -0,1% u 2020. godini je za 1,5 postotnih bodova niža u odnosu na projekciju iz prosinca 2019. To je ponajviše rezultat znatnog smanjenja ocijenjene prosječne godišnje stope promjene cijena energije (s 0,2% u prethodnoj projekciji na -6,7% u tekućoj), uglavnom zbog znatno snažnijega godišnjeg pada cijena naftnih derivata. Smanjen je i prognozirani godišnji rast indeksa cijena bez hrane i energije (s 1,5% u prethodnoj projekciji na 0,3% u tekućoj), poglavito kao posljedica utjecaja smanjenja potražnje na cijene nekih kategorija usluga i potrošnih dobara. Nasuprot tome, ocijenjeni se prosječni godišnji rast cijena hrane u 2020. povećao (s 2,0% u prethodnoj projekciji na 3,6% u tekućoj), što je rezultat uključivanja u projekciju očekivanih učinaka šokova na strani ponude na cijene hrane povezanih s izbijanjem pandemije koronavirusa kao i izraženijeg rasta cijena hrane u prosincu 2019. od onog koji se očekivao u prethodnoj projekciji.

Kada je riječ o ekonomskim odnosima s inozemstvom, prema tekućoj se projekciji u 2020. očekuje nepovoljniji saldo tekućeg i kapitalnog računa u odnosu na prethodnu projekciju kao posljedica snažne kontrakcije prihoda od turizma, dok se prije očekivao rast prihoda, iako sporijom dinamikom u odnosu na posljednjih nekoliko godina. Nepovoljna kretanja ublažava istovremeno

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2020.		
	Prethodna projekcija (12. 2019.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
<b>BDP (realne stope promjene, %)</b>			
Svijet	3,4	-3,0	-6,4
Europodručje	1,4	-7,5	-8,9
SAD	2,1	-5,9	-8,0
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	4,6	-1,0	-5,6
Zemlje Srednje i Istočne Europe	2,5	-5,2	-7,7
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	1,9	-4,9	-6,8
<b>Cijene</b>			
HICP u europodručju <sup>a</sup>	1,1	0,3	-0,8
Cijene nafte (USD/barel) <sup>b</sup>	59,5	36,4	-23,1
<b>Ključne kamatne stope</b>			
EURIBOR 3M (na kraju godine) <sup>c</sup>	-0,50	-0,41	0,1
ECB Main Refinancing Rate <sup>c</sup>	0,00	0,00	0,0
U.S. Federal Funds Target Rate <sup>c</sup>	1,60	0,25	-1,4

<sup>a</sup> ESB, lipanj 2020.; <sup>b</sup> Bloomberg, Brent crude oil futures; <sup>c</sup> Bloomberg  
Izvor: MMF (WEO), travanj 2020.

niži manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom, s obzirom na ocijenjenu naglašeniju kontrakciju robnog uvoza od izvoza. Pogoršana je i procjena manjka na računu primarnog dohotka, s obzirom na to da bi neto prihodi od naknada rezidenata privremeno zaposlenih u inozemstvu mogli biti znatno manji nego što se očekivalo, dok u suprotnom smjeru djeluju smanjeni rashodi od izravnih vlasničkih ulaganja odnosno slabija profitabilnost domaćih banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Za razliku od toga, očekuje se povoljniji saldo transakcija s proračunom EU-a. Što se tiče inozemne zaduženosti, za razliku od prethodne projekcije, kada se očekivao nastavak trenda poboljšavanja relativnih pokazatelja bruto inozemne zaduženosti, prema tekućoj bi se projekciji taj trend mogao privremeno prekinuti, ali isključivo zbog snažnog pada nominalnog BDP-a.

Projekcija rasta plasmana (isključujući državu) u 2020. blago je smanjena u odnosu na prethodna očekivanja (3,7% prema 4,0% koliko se očekivalo u prošloj projekciji). Očekuje se

slabije kreditiranje stanovništva pod utjecajem usporavanja rasta gotovinskih nenamjenskih kredita, dok bi rast stambenih kredita zbog nastavka provođenja programa Vlade RH za subvencioniranje stambenih kredita mogao očuvati kreditiranje stanovništva. Istovremeno se očekuje snažnije kreditiranje poduzeća potaknuto mjerama za ublažavanje negativnih posljedica pandemije koje bi omogućile poduzećima povoljnije financiranje obrtnih sredstava.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) u 2020. iznosi 6,5% te je korigiran naviše u odnosu na prošlu projekciju kada je iznosio 4,6% (na osnovi transakcija), ponajviše zbog snažnog rasta deviznih depozita tijekom ožujka. Na rast deviznih depozita utjecao je strah od mogućega izraženijeg slabljenja kune zbog neizvjesnosti u vezi s gospodarskim posljedicama pandemije, pri čemu je zabilježeno smanjenje kunkskih depozita, ali i snažno povlačenje sredstava iz otvorenih investicijskih fondova.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2019.			2020.		
	Prethodna projekcija (12. 2019.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (12. 2018.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
<b>Nacionalni računi (realne stope promjene, %)</b>						
BDP	3,0	2,9	-0,1	2,8	-9,7	-12,5
Osobna potrošnja	3,5	3,6	0,1	3,7	-5,3	-9,0
Državna potrošnja	3,2	3,3	0,2	2,8	1,9	-0,9
Investicije u kapital	8,2	7,1	-1,1	7,1	-12,1	-19,2
Izvoz robe i usluga	3,7	4,6	0,9	3,3	-38,1	-41,4
Uvoz robe i usluga	5,3	4,8	-0,5	5,3	-30,8	-36,1
<b>Tržište rada</b>						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	2,3	2,3	0,1	1,8	-3,2	-4,9
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	7,7	7,6	-0,1	7,0	10,6	3,6
Stopa nezaposlenosti (anketna)	6,7	6,6	0,0	5,9	9,1	3,2
<b>Cijene</b>						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	0,8	0,8	0,0	1,4	-0,1	-1,5
<b>Vanjski sektor</b>						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	1,9	2,8	0,9	1,2	-0,4	-1,6
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	3,9	4,8	0,9	3,2	2,0	-1,2
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	75,7	75,7	0,1	70,6	81,7	11,1
<b>Monetarna kretanja (stope promjene, %)<sup>a</sup></b>						
Ukupna likvidna sredstva – M4	4,0	2,9	-1,2	4,5	8,1	3,6
Ukupna likvidna sredstva – M4 <sup>b</sup>	4,6	3,5	-1,1	4,6	6,5	1,9
Plasmani kreditnih institucija	2,0	2,8	0,8	3,6	4,8	1,2
Plasmani kreditnih institucija <sup>b</sup>	3,1	4,2	1,1	4,0	3,7	-0,4

<sup>a</sup> Pokazatelji monetarnih kretanja isključuju učinak repo kredita; <sup>b</sup> Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama.

Izvor: HNB



## 12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija

Tablica.12.1. Makroekonomske projekcije ostalih institucija  
promjena u postocima

	BDP		Potrošnja kućanstava		Bruto investicije u fiksni kapital		Izvoz robe i usluga		Uvoz robe i usluga		Industrijska proizvodnja		Potrošačke cijene	
	2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.	2020.	2021.
<b>Hrvatska narodna banka (lipanj 2020.)</b>	<b>-9,7</b>	<b>6,2</b>	<b>-5,3</b>	<b>4,6</b>	<b>-12,1</b>	<b>6,8</b>	<b>-38,1</b>	<b>44,5</b>	<b>-30,8</b>	<b>36,5</b>	-	-	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>
Eastern Europe Consensus Forecasts (lipanj 2020.)	-8,0	4,6	-6,4	4,2	-8,0	4,8	-	-	-	-	-7,3	4,0	0,4	1,1
Europska banka za obnovu i razvoj (svibanj 2020.)	-7,0	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (svibanj 2020.)	-9,1	7,5	-6,9	6,1	-8,2	4,2	-29,0	33,7	-21,2	23,4	-	-	0,4	0,9
Međunarodni monetarni fond (travanj 2020.)	-9,0	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,3	1,2
Raiffeisen Research <sup>a</sup> (lipanj 2020.)	-8,5	3,0	-	-	-	-	-27,7	15,1	-21,3	10,9	-10,5	3,5	0,0	1,7
Ministarstvo financija (travanj 2020.)	-9,4	6,1	-7,0	5,8	-9,0	5,6	-30,0	32,5	-23,4	27,6	-	-	-0,3	0,9
Svjetska banka (lipanj 2020.)	-9,3	5,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

<sup>a</sup> Stope promjene izvoza i uvoza robe i usluga odnose se na promjenu nominalnih vrijednosti.

Napomena: Projekcija Ministarstva financija preuzeta je iz dokumenta Program konvergencije Republike Hrvatske za razdoblje 2020. i 2021.

Izvor: Publikacije navedenih institucija

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

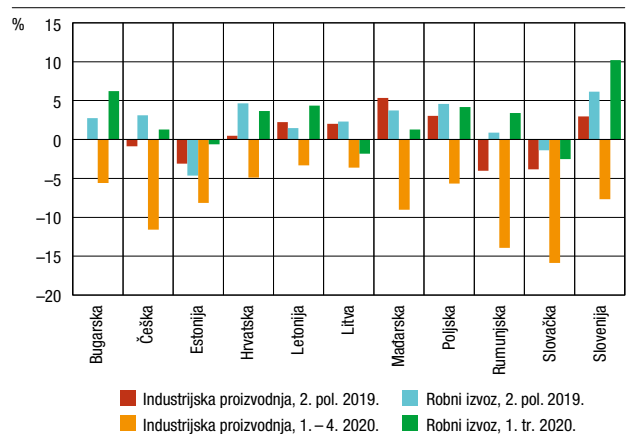
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci			Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2017.	2018.	2019.	2. tr. 2019.	3. tr. 2019.	4. tr. 2019.	1. tr. 2020.
Bugarska	3,5	3,1	3,4	0,7	0,7	0,8	0,3
Češka	4,4	2,8	2,6	0,5	0,4	0,5	-3,3
Estonija	5,7	4,8	4,3	0,9	1,2	0,9	-3,7
Hrvatska	3,1	2,7	2,9	0,6	0,6	0,4	-1,2
Letonija	3,8	4,3	2,2	0,7	0,6	0,1	-2,9
Litva	4,2	3,6	3,9	0,9	0,8	1,1	-0,3
Mađarska	4,3	5,1	4,9	0,8	0,9	0,7	-0,4
Poljska	4,9	5,3	4,1	0,7	1,2	0,2	-0,4
Rumunjska	7,1	4,4	4,1	0,6	0,5	1,2	0,3
Slovačka	3,0	3,9	2,4	0,4	0,4	0,6	-5,2
Slovenija	4,8	4,1	2,4	0,0	0,8	0,4	-4,5
<b>Prosjeck<sup>a</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>

<sup>a</sup> Jednostavni prosjek

Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

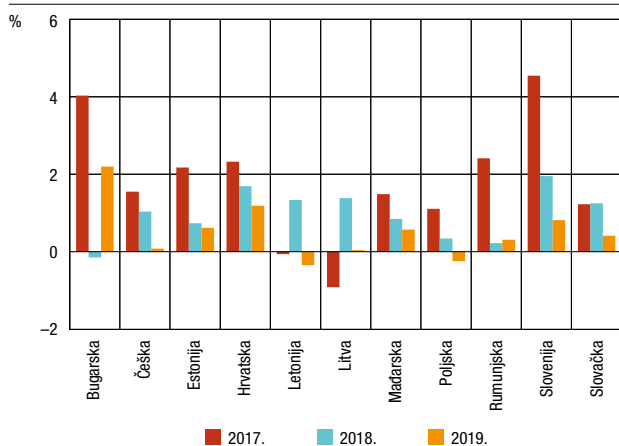
Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz  
godišnje stope promjene



Napomena: Podaci o robnom izvozu dostupni su samo za siječanj 2020.

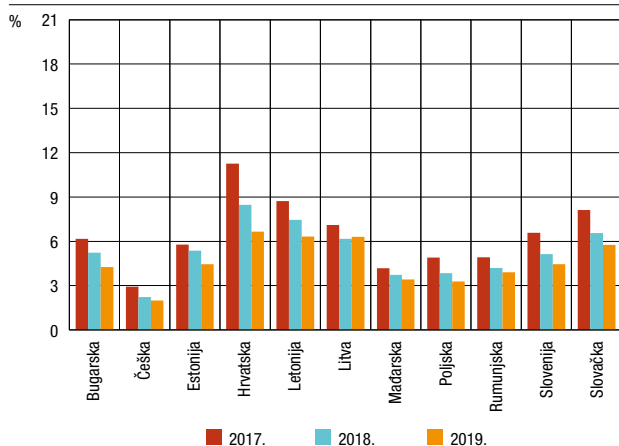
Izvori: Eurostat; DZS

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



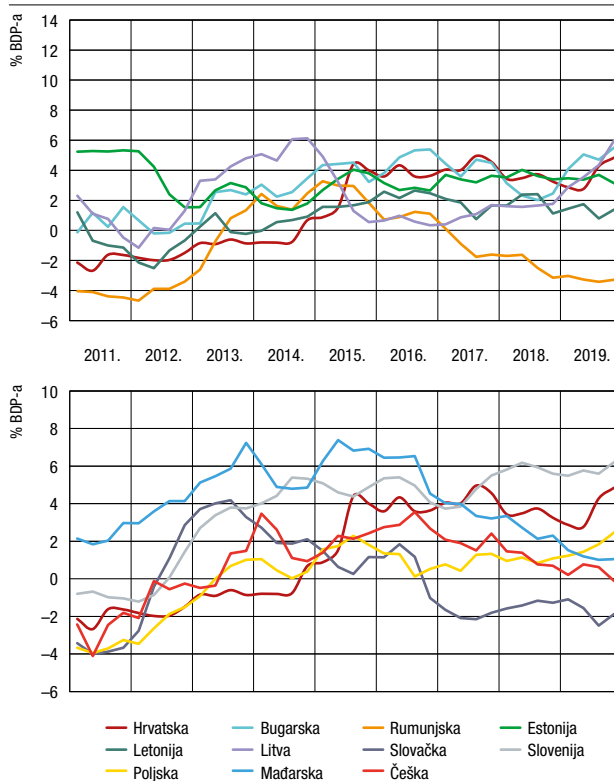
Izvor: Eurostat

**Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti**



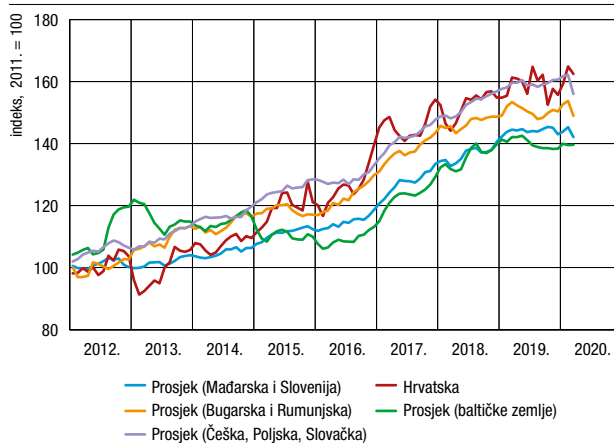
Izvor: Eurostat

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



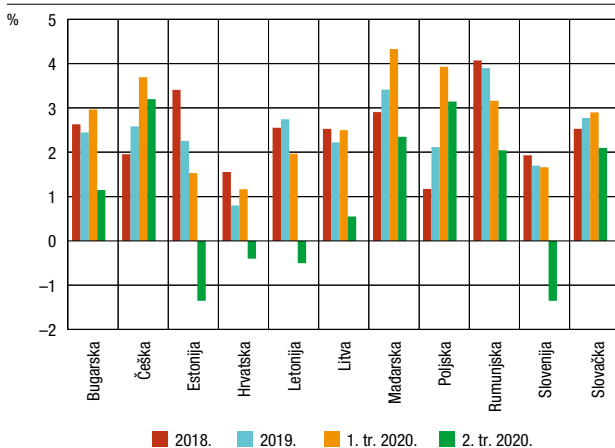
Izvori: Eurostat; HNB

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



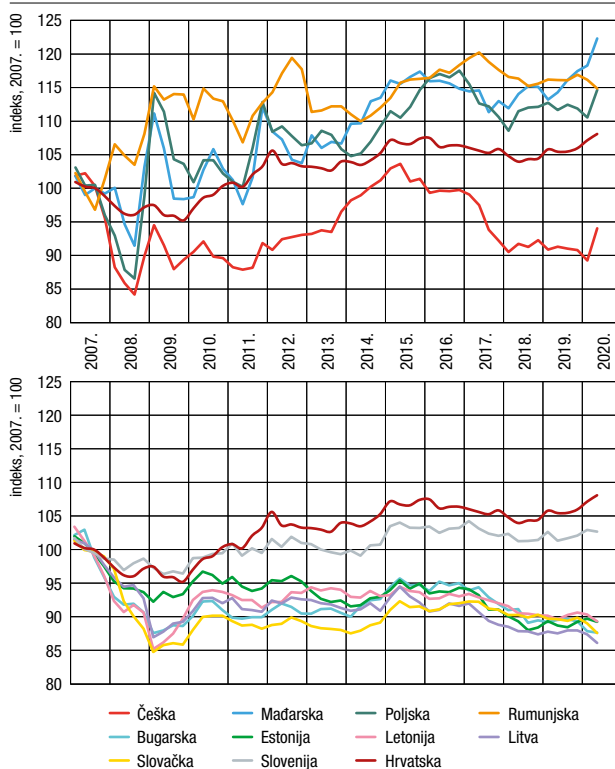
Izvori: Eurostat; HNB

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



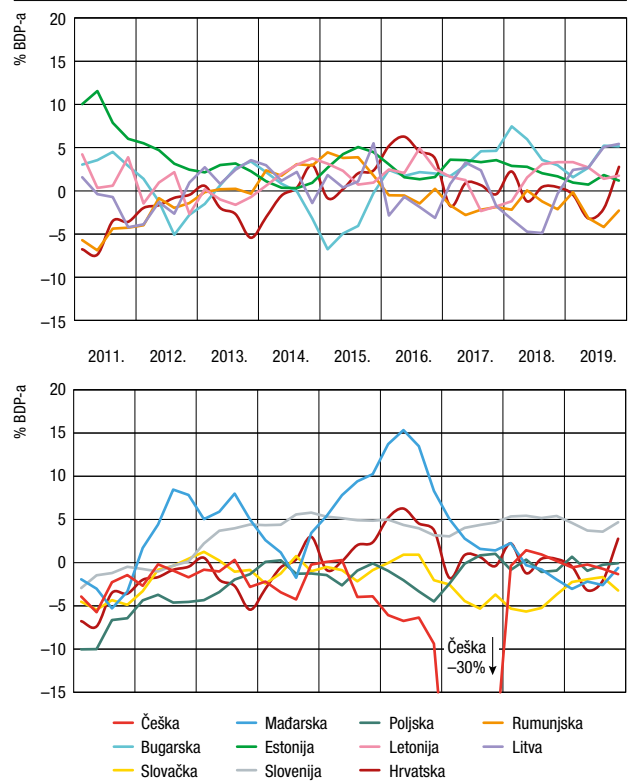
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.  
Izvor: Eurostat

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



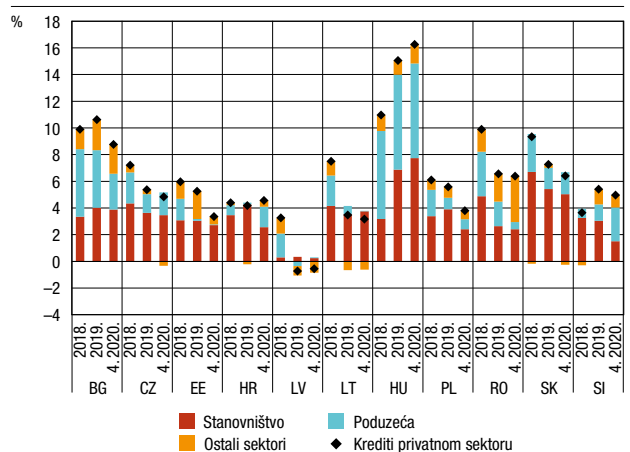
Napomena: Podaci za 2020. odnose se na razdoblje od siječnja do svibnja. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.  
Izvor: BIS; HNB

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



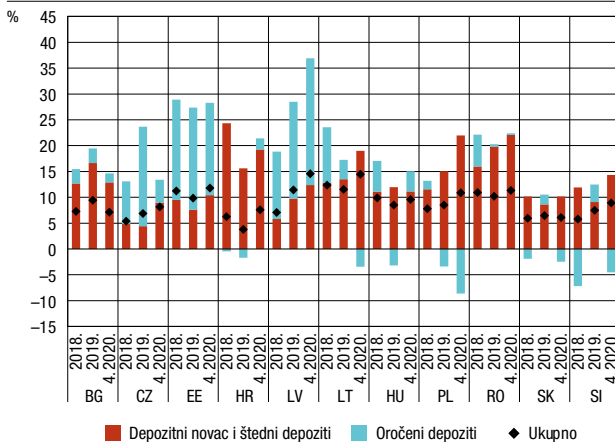
Izvori: Eurostat; HNB

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



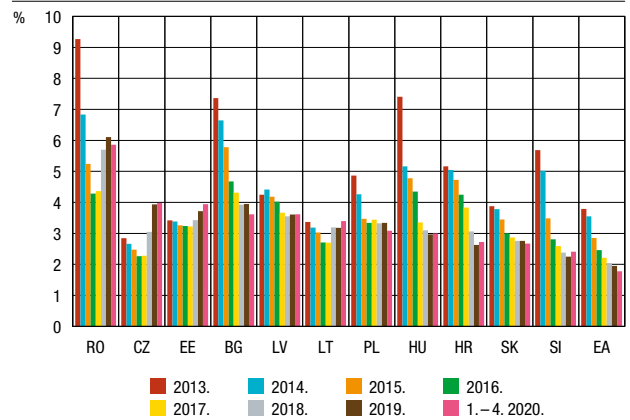
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; HNB

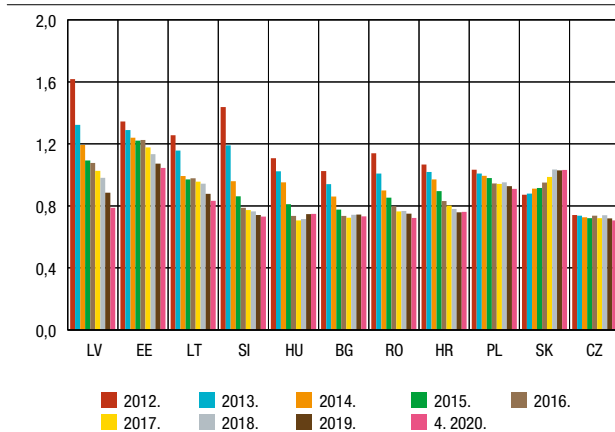
**Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima**



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

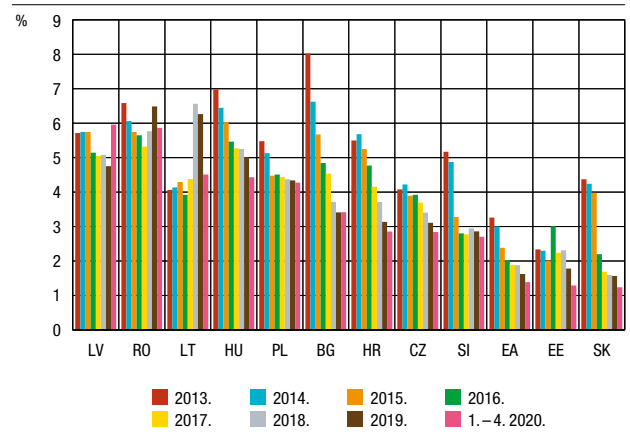
Izvor: ESB

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



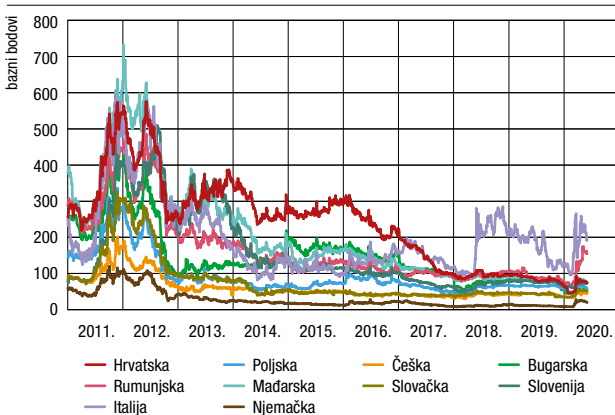
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

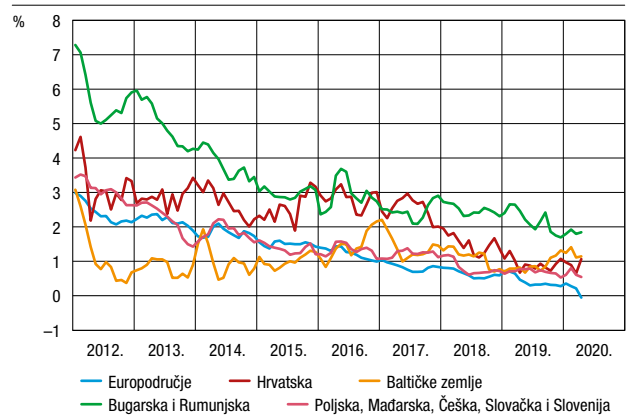
**Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja**



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

Izvor: S&P Capital IQ

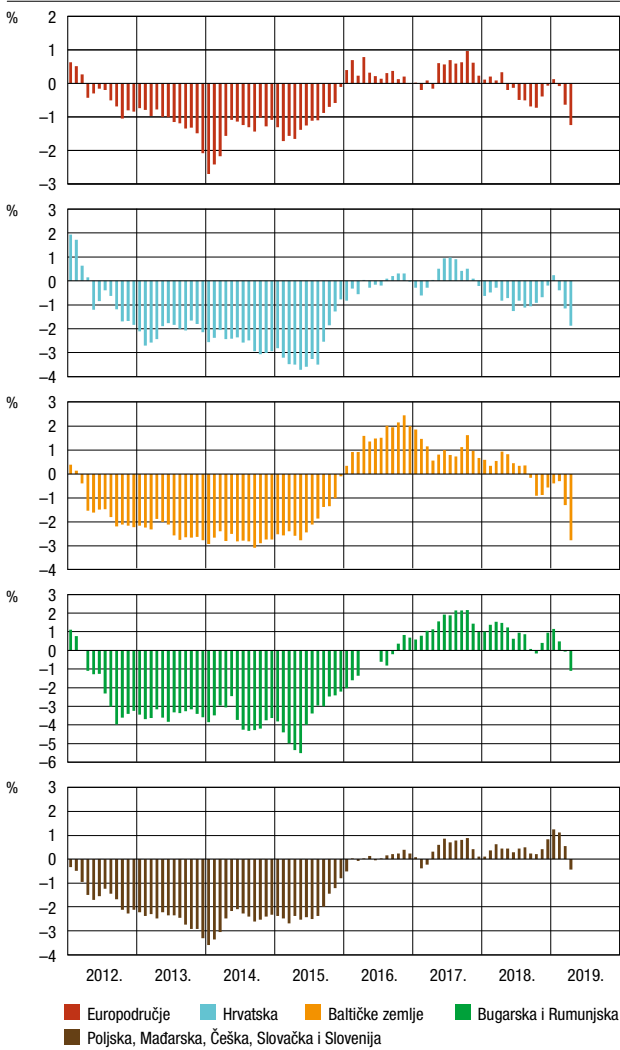
**Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR**



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

Izvori: ESB; Consensus Forecasts

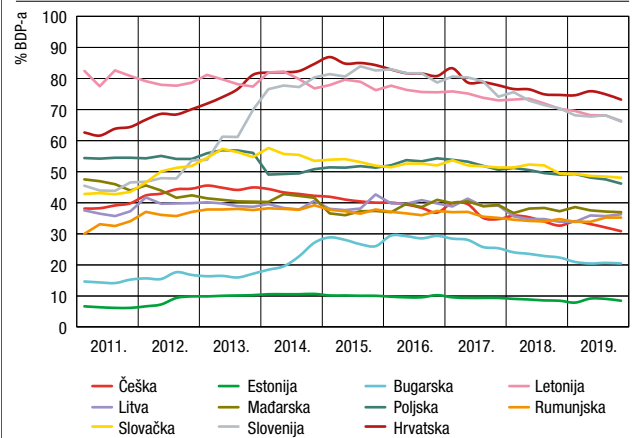
**Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR**



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

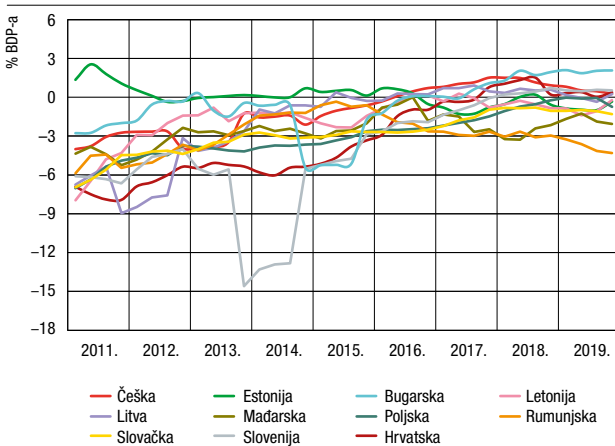
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

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



Izvori: Eurostat; HNB

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



Izvori: Eurostat; HNB



## Kratice i znakovi

### Kratice

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

### Troslovne oznake za valute

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

### Dvoslovne oznake za zemlje

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

## Znakovi

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



ISSN 2459-8089