



Makroekonomska kretanja i prognoze

godina V · broj 9 · prosinac 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

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

ISSN 2459-8089

Sadržaj

Osnovne informacije o Hrvatskoj	iv	Projicirana kretanja	21
1. Sažetak	3	Okvir 1. Turizam u doba pandemije	22
2. Kretanja u globalnom okružju	5	Okvir 2. Cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma	26
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	6	7. Financiranje privatnog sektora	28
Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika	6	Projicirana kretanja	32
Projicirana kretanja	7	Okvir 3. Financiranje poduzeća tijekom pandemije	32
3. Agregatna ponuda i potražnja	9	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	35
Agregatna potražnja	9	Projicirana kretanja	36
Agregatna ponuda	11	9. Monetarna politika	37
Projicirana kretanja	12	Okvir 4. Ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam II (ERM II)	39
4. Tržište rada	13	10. Javne financije	40
Zaposlenost i nezaposlenost	13	Okvir 5. Procjena i uloga fiskalnih elastičnosti u Hrvatskoj	42
Plaće i jedinični trošak rada	14	11. Odstupanja od prethodne projekcije	45
Projicirana kretanja	15	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	47
5. Inflacija	16	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	47
Inflacijska očekivanja	17	Kratice i znakovi	52
Projicirana kretanja	18		
6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	19		
Vanjska trgovina i konkurentnost	19		
Dohoci i transakcije s EU-om	20		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Površina (km ²)	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594	56.594
Broj stanovnika (mil.) ^a	4,303	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) ^b	330.776	329.432	334.194	331.014	331.990	331.322	339.663	351.197	367.501	385.377	402.337
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	45.068	45.213	44.954	44.033	43.835	43.423	44.636	46.644	49.262	51.979	54.270
BDP po stanovniku (EUR)	10.474	10.539	10.503	10.317	10.300	10.246	10.618	11.175	11.942	12.712	13.344
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	-7,3	-1,3	-0,2	-2,4	-0,4	-0,3	2,4	3,5	3,4	2,8	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) ^c	-2.959	-975	-764	-789	-464	111	1.461	1.002	1.695	945	1.512
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-6,6	-2,2	-1,7	-1,8	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,4	1,8	2,8
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	32,7	36,2	38,7	39,5	40,4	43,3	46,4	47,7	50,0	50,2	52,0
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	38,3	37,8	40,5	41,1	42,4	43,7	46,1	46,5	49,3	51,0	52,2
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	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	109,3	109,3	108,0	110,6	113,1	108,1	95,9	88,7	82,2	75,3
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	327,0	302,3	282,0	273,4	273,6	260,9	232,7	201,0	177,5	163,7	144,8
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	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) ^e	-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) ^e	-6,0	-6,5	-7,9	-5,3	-5,3	-5,3	-3,3	-1,0	0,8	0,2	0,4
Dug opće države (% BDP-a) ^e	48,7	57,7	64,2	70,0	81,0	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

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

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2018. i 2019. privremeni su.

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

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

^e Proračunski podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

Izvori: DZS; MF; HNB



Makroekonomska kretanja i prognoze

1. Sažetak

Poboljšanje epidemiološke situacije u trećem tromjesečju 2020. odrazilo se na gospodarska kretanja, pa se realni BDP povećao na tromjesečnoj razini, nakon snažnog pada ostvarenog u drugom tromjesečju. Međutim, dostupni podaci za listopad, kao i nepovoljan razvoj epidemiološke situacije, upućuju na snažno usporavanje oporavka u posljednjem tromjesečju, a to bi se moglo nastaviti i početkom iduće godine. Stoga bi se realni BDP na razini cijele godine mogao smanjiti za 8,9%. Očekuje se da će tijekom 2021. pandemija biti razmjerno uspješno kontrolirana te bi uz primjenu učinkovitog cjepiva postupni oporavak gospodarske aktivnosti mogao započeti u drugom tromjesečju, a godišnji rast gospodarske aktivnosti mogao bi iznositi 4,9%. Iako bi zaposlenost mogla pasti za 1,5%, a stopa nezaposlenosti povećati se na 7,5%, reakciju tržišta rada na pad gospodarske aktivnosti ublažile su u 2020. snažne mjere Vlade RH za očuvanje zaposlenosti. Stoga bi i oporavak tržišta rada u 2021. mogao biti razmjerno blag. U 2020. se očekuje usporavanje stope inflacije na 0,2%, uglavnom zbog znatnog smanjenja cijena energije (poglavito naftnih prerađevina) u odnosu na prethodnu godinu, a inflatorni bi pritisci mogli biti prigušeni i u 2021., kada se očekuje stopa inflacije od 1,0%, pri čemu bi ubrzanje inflacije ponajviše bilo rezultat prelaska godišnje stope promjene cijena energije u pozitivno područje. U ekonomskim se odnosima s inozemstvom, nakon primjetnog smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2020. ponajprije zbog snažnog pada prihoda od turizma, u 2021. očekuje rast viška ponajviše potaknut očekivanim oporavkom turističke aktivnosti. HNB je u drugoj polovini 2020. godine zadržao visok stupanj ekspanzivnosti monetarne politike, osiguravajući povoljne domaće uvjete financiranja i održavajući stabilnost tečaja kune prema euru. Slobodna novčana sredstva banaka tako su u studenome dosegnula dosad najvišu razinu, što je pogodovalo zadržavanju većine kamatnih stopa na povijesno najnižim razinama sličnima onima prije izbijanja pandemije. Tijekom prvih deset mjeseci kreditiranje se stanovništva usporilo, uglavnom zbog smanjenja gotovinskih nenamjenskih kredita. Nakon snažnog rasta tijekom prvog tromjesečja od travnja do listopada kreditna je aktivnost usmjerena poduzećima prigušena. HNB će nastaviti održavati stabilnost tečaja kune prema euru i podržavati povoljne domaće uvjete financiranja i u 2021. godini. Zbog utjecaja pandemije na smanjenje proračunskih prihoda i rast proračunskih rashoda, prema posljednjim izmjenama i dopunama proračuna za 2020., u tekućoj bi se godini mogao ostvariti manjak proračuna opće države u iznosu od 8,0% BDP-a, dok se za 2021. predviđa zamjetno niži manjak. Nakon izraženog povećanja u 2020. omjer duga opće države i BDP-a mogao bi se u 2021. ponovno naći na silaznoj putanji.

U trećem tromjesečju 2020. ostvaren je djelomičan oporavak realne gospodarske aktivnosti, nakon snažnog pada realnog BDP-a u prethodna tri mjeseca uzrokovanog globalnom pandemijom koronavirusa i mjerama uvedenim za njezino suzbijanje. Realni BDP tako je porastao za 6,9% na tromjesečnoj razini, nakon pada od 15,0% tri mjeseca prije. Na godišnjoj razini realni BDP bio je u trećem tromjesečju za 10,0% manji u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Promatrano po sastavnicama, smanjenje gospodarske aktivnosti na godišnjoj razini u trećem tromjesečju najviše je odraz pada ukupnog izvoza, posebice izvoza usluga. Negativan doprinos rastu dale su i sve sastavnice domaće potražnje, osim potrošnje države. Uvoz robe i usluga snažno se smanjio u odnosu na prethodnu godinu, ali manje nego ukupni izvoz, pa je doprinos neto inozemne potražnje promjeni realnog BDP-a bio izrazito negativan.

Realni bi se BDP mogao smanjiti za 8,9% u 2020. godini, a zatim porasti za 4,9% u 2021. Mjesečni podaci, dostupni uglavnom za listopad, kao i podaci o razvoju epidemiološke situacije u Republici Hrvatskoj, upućuju na usporavanje oporavka u posljednjem tromjesečju 2020., a to bi se moglo nastaviti i početkom sljedeće godine. U 2020. bi najveći negativan doprinos rastu mogao dati pad ukupnog izvoza, poglavito zbog snažnog pada izvoza usluga uz pad izvoza robe, ali očekuje se i negativan doprinos svih sastavnica domaće potražnje, osim potrošnje države. Međutim, kretanje izvoza može se ocijeniti razmjerno povoljnim u danim okolnostima, s obzirom na to da iz fizičkih pokazatelja proizlazi da bi godišnji pad izvoza turističkih usluga mogao biti manji nego kod glavnih konkurenata, dok ostvarenja robnog izvoza pokazuju slabiji pad od prosječnog pada u zemljama Srednje i Istočne Europe. Očekivani gospodarski rast u 2021. neće omogućiti povratak na razinu gospodarske aktivnosti prije izbijanja pandemije, jer bi pandemija mogla ostaviti i neke dugoročne posljedice. Rastu realne gospodarske aktivnosti u 2021.

najviše bi mogao pridonijeti rast ukupnog izvoza, a očekuje se i rast svih sastavnica domaće potražnje. Rastu investicija mogla bi pogodovati veća raspoloživost sredstava iz fondova EU-a, iz čega će se financirati i znatne nove investicije radi obnove Zagreba nakon potresa. Smanjenje oporezivanja dohotka trebalo bi pridonijeti rastu osobne potrošnje. S obzirom na oporavak domaće i inozemne potražnje ukupan bi uvoz također mogao porasti. Ocjenjuje se da su rizici u projekciji rasta BDP-a uravnoteženi oko spomenute središnje vrijednosti. Glavni pozitivni i negativni rizici vezani su uz razvoj epidemiološke situacije i mjere za njezino suzbijanje te uz korištenje fondova EU-a. Glavni negativni rizici za gospodarski rast vezani su uz mogućnost pojačanog širenja virusa i uvođenja restriktivnijih mjera nego što se trenutačno očekuje, uz moguće logističke izazove u organizaciji cijepjenja stanovništva i stavljanja cjepiva u široku upotrebu, te uz slabiju apsorpciju fondova EU-a od očekivane. Pozitivni rizici povezani su s mogućnošću da se velik broj ljudi cijepi prije iduće turističke sezone, ne samo u Hrvatskoj nego i njezinim glavnim vanjsko-trgovinskim partnerima, te uz bolje korištenje fondova EU-a iz raspoložive financijske omotnice u odnosu na razmjerno oprezne pretpostavke ugrađene u projekciju.

Mjere Vlade RH za očuvanje radnih mjesta ublažile su reakciju tržišta rada u 2020. godini u odnosu na ocijenjeni pad gospodarske aktivnosti. Tako se nakon višegodišnjih povoljnih trendova na tržištu rada u 2020. očekuje pad zaposlenosti od 1,5%, dok bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla povećati na 7,5% radne snage, sa 6,6% koliko je iznosila 2019. godine. Tijekom 2021. očekuje se blagi rast broja zaposlenih, a anketna bi se stopa nezaposlenosti mogla sniziti na 7% radne snage. Kada je riječ o plaćama, u 2020. očekuje se rast prosječne nominalne bruto plaće od 2%, koji bi se u 2021. mogao ubrzati na 2,3%, i to ponajprije zbog povećanja plaća u javnom sektoru, a u privatnom bi se sektoru plaće mogle tek neznatno povećati.

Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena mogla bi se usporiti na 0,2% u 2020. godini (s 0,8% u 2019.), a zatim porasti na 1,0% u 2021. Usporavanje inflacije u 2020. u prvom je redu rezultat znatnog smanjenja cijena energije (poglavito naftnih preradevina) u odnosu na prethodnu godinu, a u 2021. se očekuje povećanje godišnje stope promjene cijena energije. Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena bez hrane i energije mogla bi se u 2020. godini blago ubrzati, na 1,0%, te se zadržati oko razine dugoročnog prosjeka. Slabljenje potražnje zbog pandemije koronavirusa činitelj je koji djeluje na smanjenje inflatornih pritisaka, napose u segmentu usluga povezanih s turizmom i trajnih potrošnih dobara. S druge strane, među činiteljima koji djeluju na rast inflacije u 2020. ističu se administrativne odluke (povećanje trošarina) te porast jediničnih troškova rada i troškova povezanih s provođenjem epidemioloških mjera. Nadalje, prognozirano je da bi u 2021. u uvjetima oporavka potražnje moglo doći do blagog povećanja inflacije potrošačkih cijena bez hrane i energije na oko 1,1%. Može se očekivati da će se u uvjetima postupnog oporavka turističke potražnje povećati godišnja stopa promjene cijena usluga povezanih s turizmom. Niskoj inflaciji u 2021. trebali bi pridonijeti i prigušeni inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja, ima li se na umu niska prognozirana inflacija u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. U 2021. godini očekuje se usporavanje prosječne godišnje stope rasta cijena hrane.

Pandemija koronavirusa, prateće epidemiološke mjere ograničenja putovanja i fizičkog udaljavanja, pogoršanje ekonomskih prilika te strah od širenja zaraze i izbjegavanje izlaganja riziku zaraze snažno su pogodili turističku djelatnost. Prihodi

od turističke potrošnje stranih gostiju u Hrvatskoj mogli bi se u 2020. više nego prepoloviti u odnosu na prethodnu godinu, što je glavni činitelj zamjetnog smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance. Nepovoljna bi kretanja, s druge strane, moglo ublažiti smanjenje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog pada uvoza jačeg od pada izvoza kao i, u manjoj mjeri, pad profitabilnosti domaćih poduzeća i banaka u inozemnom vlasništvu te jače korištenje sredstava iz fondova EU-a. Uz snažno pogoršanje kretanja na tekućem i kapitalnom računu očekuje se i slabljenje intenziteta razduživanja domaćih sektora. Ipak, zbog izrazitog pada nominalnog BDP-a, relativni bi se pokazatelj bruto inozemne zaduženosti mogao privremeno pogoršati. U skladu s očekivanim oporavkom turističke aktivnosti u 2021. bi se višak na tekućem i kapitalnom računu mogao povećati. Osim rasta prihoda od turizma tome bi u manjoj mjeri mogao pridonijeti i daljnji rast korištenja sredstava iz fondova EU-a. S druge strane, s oporavkom potražnje najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera očekuje se primjetan rast robnog izvoza, ali bi istodobno rast robnog uvoza mogao biti brži zbog oporavka osobne potrošnje i investicija, kao i izvoza robe i usluga, što bi zajedno sa znatno većom uvoznom bazom moglo rezultirati snažnim pogoršanjem manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Što se tiče tokova kapitala, u 2021. se očekuje ponovno intenziviranje neto odljeva kapitala uz nastavak pretkriznog trenda poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemnih obveza.

HNB je u drugoj polovini 2020. godine zadržao visok stupanj ekspanzivnosti monetarne politike, osiguravajući povoljne domaće uvjete financiranja i održavajući stabilnost tečaja kune prema euru. Slobodna novčana sredstva banaka tako su u

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)											
BDP	-0,2	-2,4	-0,4	-0,3	2,4	3,5	3,4	2,8	2,9	-8,9	4,9
Osobna potrošnja	1,0	-2,4	-1,6	-2,5	0,2	3,1	3,2	3,3	3,6	-6,6	4,5
Državna potrošnja	0,5	-1,2	-0,1	1,6	-1,6	0,5	2,2	2,3	3,4	2,0	2,2
Investicije u fiksni kapital	-2,7	-3,3	1,4	-2,8	3,8	6,5	5,1	6,5	7,1	-5,2	7,2
Izvoz robe i usluga	2,3	-1,5	2,5	7,4	10,3	7,0	6,8	3,7	6,8	-26,4	19,3
Uvoz robe i usluga	2,5	-2,4	3,2	3,5	9,4	6,5	8,4	7,5	6,3	-16,3	15,0
Tržište rada											
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,3	2,3	-1,5	0,7
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,4	11,6	9,2	7,6	9,1	8,5
Stopa nezaposlenosti (anketna)	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6	7,5	7,0
Cijene											
Indeks potrošačkih cijena (prosječna stopa promjene, %)	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,2	1,0
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	-0,3	1,4
Vanjski sektor											
Tekući račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,7	-1,8	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,4	1,8	2,8	-1,0	0,1
Tekući i kapitalni račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,6	-1,5	-0,9	0,7	4,0	3,7	4,5	3,2	4,8	1,4	3,0
Bruto inozemni dug (u % BDP-a)	109,3	108,0	110,6	113,1	108,1	95,9	88,7	82,2	75,3	82,2	76,2
Monetarna kretanja (stope promjene, %)											
Ukupna likvidna sredstva – M4	5,6	3,6	4,0	3,2	5,2	4,7	2,1	5,5	2,9	8,9	3,2
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	4,4	3,5	3,8	2,4	4,6	5,3	3,2	6,1	3,5	8,4	3,4
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,2	3,0
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^a	3,5	-1,2	0,8	-1,5	-2,3	1,1	2,9	4,4	4,2	2,8	3,3
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^a	7,6	-1,5	1,8	-3,7	-3,0	3,2	2,5	1,9	0,4	2,6	3,7
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^a	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,8	0,5	4,0	6,2	7,4	3,4	3,5

^a 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).

Izvori: DZS; MF; HNB

studenome dosegla dosad najvišu razinu, a to je pogodovalo zadržavanju većine kamatnih stopa na dosada najnižim razinama, sličnima onima prije izbijanja pandemije. Banke su tijekom trećeg tromjesečja ublažile standarde odobravanja kredita stanovništvu nakon snažnog pooštavanja u prvoj polovini godine, dok su nastavile pooštavati standarde odobravanja kredita poduzećima. Godišnji rast plasmana stanovništvu nastavio se blago usporavati, uglavnom zbog smanjenja gotovinskih nenamjenskih kredita. Godišnji se rast plasmana poduzećima ubrzao, uglavnom zbog snažnog povećanja tijekom prvog tromjesečja. Međutim, od travnja do listopada kreditna je aktivnost usmjerena poduzećima prigušena, čemu je najviše pridonijelo smanjenje kredita za obrtna sredstva, koji su u užjku snažno porasli zbog potražnje poduzeća za likvidnim sredstvima. U cijeloj 2020. očekuje se usporavanje rasta plasmana stanovništvu u odnosu na prethodnu godinu zbog pada gotovinskih nenamjenskih kredita, dok se za kredite poduzećima očekuje brži rast koji je uglavnom

rezultat snažne kreditne aktivnosti u prvom tromjesečju. Iako je od 10. srpnja 2020. Hrvatska u tečajnom režimu ERM II, monetarna i tečajna politika HNB-a nije se time promijenila.

Kada je riječ o fiskalnoj politici, prema posljednjim izmjenama i dopunama proračuna za 2020. godinu iz studenoga te prijedlogu proračuna za 2021. i projekcijama Ministarstva financija RH za 2022. i 2023., nakon viška proračuna opće države u 2019. od 0,4% BDP-a, u 2020. bi, pod utjecajem recesije, mogao biti ostvaren manjak opće države u iznosu od 8,0% BDP-a, a za 2021. godinu predviđa se manjak opće države u iznosu od 2,9% BDP-a. Jesenske projekcije Europske komisije iz studenoga 2020. godine predviđaju nešto niži manjak u 2020. godini (6,5% BDP-a) i sličan manjak u 2021. godini (2,8% BDP-a). Istodobno bi se, nakon izraženog povećanja u 2020., omjer duga opće države i BDP-a u 2021. trebao ponovno naći na silaznoj putanji.

2. Kretanja u globalnom okružju

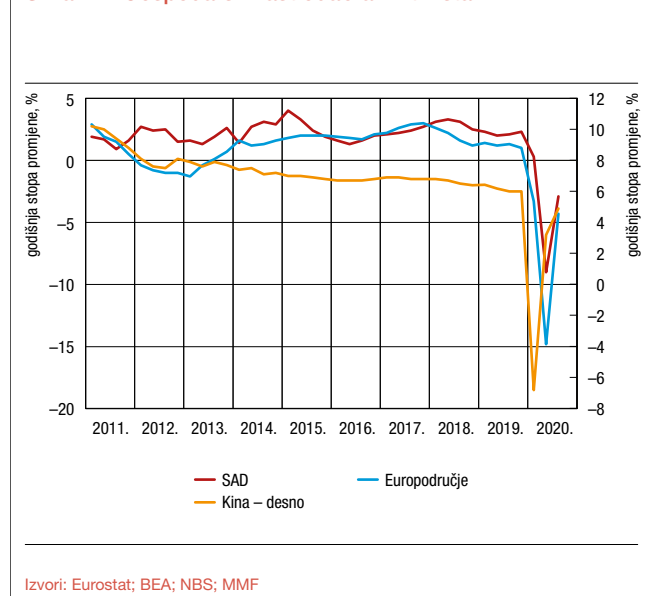
Izrazite promjene u ponašanju potrošača i poduzeća izazvane pandemijom koronavirusa, kao i pratećim restriktivnim epidemiološkim mjerama, snažno su pogoršale globalna gospodarska kretanja. U prvih devet mjeseci 2020. zabilježena je najdublja kontrakcija svjetske ekonomije još od Drugoga svjetskog rata. Pritom pogoršanje kretanja nije bilo jednakog intenziteta u svim dijelovima svijeta (Slika 2.1.) s obzirom na različitu epidemiološku situaciju i različito vrijeme uvođenja epidemioloških mjera. Nakon snažnog pada u prvom tromjesečju, kinesko je gospodarstvo već u sljedeća tri mjeseca ponovno zabilježilo pozitivnu godišnju stopu promjene realnog BDP-a, a tijekom ljetnih mjeseci oporavak se dodatno ubrzao. S druge strane, pandemija se u ostatku svijeta, posebice SAD-u i europodručju, proširila nešto kasnije te je najsnažnija kontrakcija ostvarena u drugom tromjesečju. Zbog poboljšanja epidemiološke situacije i ukidanja mnogih restriktivnih mjera u trećem je tromjesečju došlo do snažnoga gospodarskog oporavka na tromjesečnoj razini, i u SAD-u i u europodručju, no gospodarska aktivnost ostala je primjetno ispod pretkrizne razine.

Pogoršanje gospodarskih prilika 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. Stabilizacija prinosa olakšala je snažan fiskalni odgovor, što je očito ublažilo socijalne i ekonomske posljedice pandemije. Ohrabreni informacijama o snažnom oporavku gospodarske aktivnosti nakon ukidanja restriktivnih mjera u svibnju i lipnju 2020., burzovni su indeksi nadoknadili većinu gubitaka ostvarenih početkom godine.

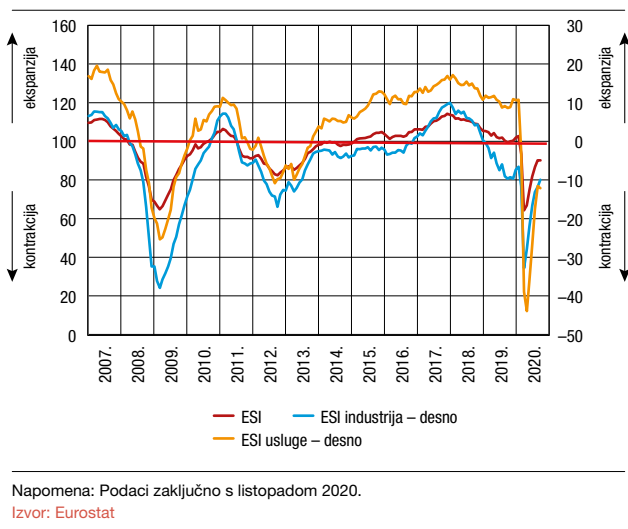
Gospodarstvo SAD-a se, nakon snažnog pada u drugom tromjesečju (od 9,0% na godišnjoj razini), u trećem tromjesečju počelo primjetno oporavljati. Naime, unatoč nastavku razmjerno nepovoljne epidemiološke situacije i velikom broju novooboljelih i tijekom ljeta, američko se gospodarstvo u trećem tromjesečju, potpomognuto izrazito ekspanzivnom monetarnom politikom i izdašnim fiskalnim potporama saveznog proračuna, snažno oporavilo u odnosu na prethodno tromjesečje. Ipak, promatrano na godišnjoj razini, i u trećem je tromjesečju zabilježena kontrakcija od 2,9%. Zasadu dostupni rani indikatori gospodarske aktivnosti za posljednje mjeseci u godini pokazuju kako se oporavak usporava zbog ponovnog pogoršanja epidemiološke situacije, rastuće neizvjesnosti koja je pratila američke izbore i nepostizanja dogovora o novom fiskalnom paketu pomoći gospodarstvu financiranom iz saveznog proračuna.

Slična tromjesečna dinamika zabilježena je i u europodručju. Naime, nakon snažnog pogoršanja epidemiološke situacije u većini država članica u proljeće ove godine, posebice Italiji, Španjolskoj i Francuskoj, u drugom je tromjesečju gospodarska aktivnost europodručja smanjena za 14,8% na godišnjoj razini. Pritom je kontrakcija bila najizraženija upravo kod zemalja s najnepovoljnijom epidemiološkom slikom te visokim udjelom uslužnih djelatnosti u stvaranju nacionalnog dohotka. Međutim, nakon popuštanja mjera gospodarska se aktivnost u ljetnim mjesecima snažno oporavila u odnosu na prethodno tromjesečje, pri čemu je u trećem tromjesečju razina BDP-a bila za 4,3% niža negoli u istom razdoblju prethodne godine. Rani indikatori kretanja gospodarske aktivnosti, dostupni za listopad (Slika 2.2.),

Slika 2.1. Gospodarski rast odabranih tržišta



Slika 2.2. Pokazatelji pouzdanja u europodručju



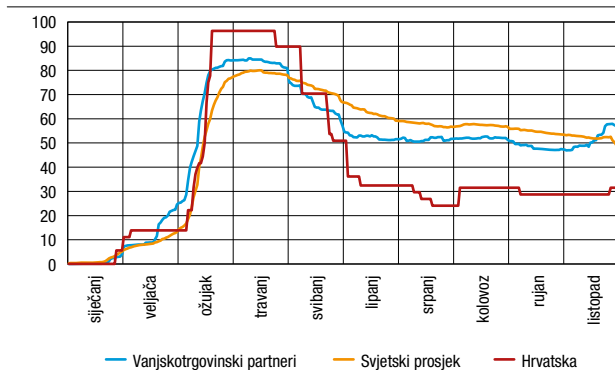
upućuju na to da bi zbog ponovnog uvođenja strogih mjera nakon pogoršanja epidemiološke slike u jesen, u posljednja tri mjeseca ove godine moglo doći do ponovne kontrakcije gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj razini.

Nakon nekoliko desetljeća neprekidnog rasta kinesko je gospodarstvo zbog izbijanja epidemije u prvom tromjesečju 2020. zabilježilo pad gospodarske aktivnosti od 6,8% na godišnjoj razini, ali se nakon ukidanja restriktivnih epidemioloških mjera vratilo na pozitivne godišnje stope rasta već u drugom tromjesečju, kada je rast iznosio 3,2%, a potom se dodatno ubrzao u trećem tromjesečju na 4,9%. Oporavku kineskoga gospodarstva snažno je pridonio rast industrijske proizvodnje te normalizacija aktivnosti na tržištu nekretnina, posebice prodaja i izgradnja stambenih građevina.

Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Kod svih najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera u prvih su devet mjeseci 2020. zabilježena izrazito nepovoljna gospodarska kretanja. To se posebno odnosi na trgovinske partnere iz europodručja, ponajprije Italiju, koja je pandemijom jedna od najpogođenijih zemalja svijeta. Pad gospodarske aktivnosti

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



ostalih značajnih partnera iz europodručja poput Slovenije, Austrije ili Njemačke bio je nešto manji. S druge strane, nepovoljni su trendovi bili manje izraženi kod trgovinskih partnera izvan europodručja, a koji se nalaze u neposrednom okružju, posebice kod Srbije unatoč razmjerno nepovoljnim epidemiološkim prilikama. Nakon popuštanja mjera na globalnoj razini u kasno proljeće ove godine razina strogosti restriktivnih mjera koje su ostale na snazi kod najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera bila je nešto niža od svjetskog prosjeka sve do listopada 2020. (Slika 2.3.). Ponovno pooštavanje mjera vidljivo od konca listopada moglo bi nepovoljno utjecati na inozemnu potražnju za hrvatskim izvoznim proizvodima.

Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika

Cijena sirove nafte tipa Brent, nakon snažnog pada u prva četiri mjeseca, u nastavku se godine djelomično oporavila, iako se i dalje nalazi ispod razine prije izbijanja pandemije. Krajem travnja cijena nafte iznosila je oko 20 USD po barelu, ali je zatim porasla do približno 40 USD krajem lipnja. Tijekom srpnja i kolovoza cijena je nastavila rasti do 45 USD, nakon čega se do kraja listopada spustila na razinu od 37 USD. S jedne strane, oporavku cijene nafte pridonijeli su dogovor između zemalja članica OPEC-a i drugih proizvođača nafte o smanjenju proizvodnje zbog pada potražnje, smanjenje zaliha sirove nafte u SAD-u te popuštanje mjera nakon prvog vala zatvaranja gospodarstava, dok su, s druge strane, na pad cijene djelovali, među ostalim, jesenski rast broja novih slučajeva zaraze koronavirusom i uvođenje novih mjera za sprječavanje njezina širenja. Recentnom rastu cijene sirove nafte s 37 USD krajem listopada na 47 USD krajem studenoga pridonijele su informacije o pronalasku i očekivanoj skorašnjoj primjeni cjepiva za koronavirus, povećanje kvota za uvoz nafte u Kinu u 2021. godini te smanjenje zaliha sirove nafte u SAD-u. Unatoč tome, cijena sirove nafte gotovo je za trećinu niža u usporedbi s cijenom krajem 2019. godine.

Što se tiče sirovina bez energije, nakon pada u prva četiri mjeseca 2020., cijene su se u nastavku godine povećale. Rast cijena sirovina bio je posljedica ublažavanja inicijalno uvedenih mjera za sprječavanje širenja pandemije koronavirusa. Rast cijena metala zbog ponovnog aktiviranja industrija diljem svijeta pritom je bio najizraženiji, dok su kod prehrambenih proizvoda porasle cijene u svim segmentima osim cijena riže i mesa. Pad cijena riže može se pripisati sezoni berbe tog usjeva u Aziji, dok su cijene mesa, poglavito svinjskog, pale kao posljedica smanjene potražnje zbog ograničenja uvoza mesa iz Europe u Kinu.

Nakon snažnog odgovora središnjih banaka na pogoršanje ekonomskih prilika početkom godine, nije bilo znatnih promjena u monetarnoj politici. Naime, Fed je na prve naznake pogoršanja na više izvanrednih sastanaka smanjio referentni raspon kamatne stope na najnižu razinu te uveo više programa financiranja koji su rezultirali snažnim povećanjem bilance Fed-a. ESB je također vrlo snažno reagirao nizom mjera monetarne politike s ciljem održavanja financijske stabilnosti i povoljnih uvjeta financiranja svih sektora gospodarstva, poput dodatnog programa otkupa državnih i korporativnih obveznica te dodatnih operacija dugoročnog financiranja banaka. Istodobno su i Fed i ESB sklopili valutne zamjene s velikim brojem središnjih banaka kako bi osigurali dostatnu dolarsku odnosno eursku likvidnost svjetskoga gospodarstva. Svi instrumenti uvedeni u proljeće još su uvijek na snazi. S ponovnim pogoršanjem epidemiološke situacije u jesen, posebice u europodručju gdje su neke države članice ponovno uvele najstrože restriktivne mjere, tržišta očekuju da bi do kraja godine ESB mogao reagirati i dodatno osnažiti ekspanzivni karakter monetarne politike povećanjem obujma otkupa vrijednosnih papira.

Nakon jednokratnoga snažnog pogoršanja početkom 2020.

godine zbog neizvjesnosti povećane s izbijanjem epidemije, uvjeti financiranja ipak su se prema kraju godine znatno poboljšali i ostali izrazito povoljni. Tome je ponajprije pridonio opisani snažan odgovor središnjih banaka, posebno glede stabiliziranja prinosa na državne obveznice. Povoljni uvjeti financiranja omogućuju nastavak izdašnih fiskalnih mjera koje su osigurale mnoge vlade za potrebe ublažavanja posljedica pandemije. Ipak, očekuje se da će u nadolazećim tromjesečjima fiskalne potpore biti nešto manje i usmjerene prije svega na najpogođenije gospodarske sektore.

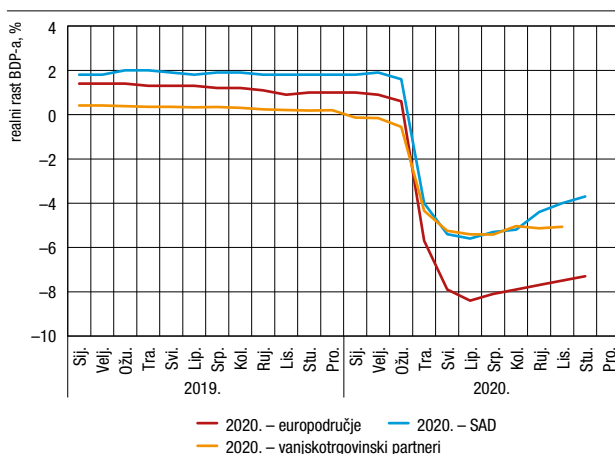
Nepovoljni događaji u međunarodnom okružju nastavili su se snažno odražavati na kretanja na svjetskom deviznom tržištu i tijekom trećeg tromjesečja. Tako je američki dolar tijekom ljetnih mjeseci snažno oslabio prema euru te je na kraju rujna 2020. tečaj dolara prema euru iznosio 1,17 EUR/USD, što je za 6,1% više u odnosu na kraj lipnja 2020. Slabljenje dolara odraz je više čimbenika, a ponajprije smanjenja nesklonosti investitora riziku nakon pojave naznaka ekonomskog oporavka poslije ublažavanja mjera u kasno proljeće te posljedičnog smanjenja potražnje za sigurnim utočištima i zatim rastuće neizvjesnosti glede rezultata američkih izbora, dok je jačanju eura pridonio ljetni dogovor među državama članicama o višegodišnjem proračunu i financiranju zajedničkog instrumenta oporavka na razini EU-a. Kao u slučaju američkog dolara, slična su kretanja zabilježena i kod tečaja švicarskog franka. Tako je tečaj švicarskog franka prema euru na kraju rujna bio za 1,3% veći nego na kraju lipnja 2020. te je iznosio 1,08 EUR/CHF.

Projecirana kretanja

Nakon početnoga snažnog pogoršanja zbog izbijanja pandemije, ocjene gospodarskog rasta u 2020. su se godini stabilizirale, a za neke dijelove svijeta i blago poboljšale u odnosu na prethodne prognoze (Slika 2.4.). No, te ocjene uglavnom još ne odražavaju u punoj mjeri ponovno pogoršanje epidemiološke situacije praćeno novim epidemiološkim mjerama uvedenima u četvrtom tromjesečju.

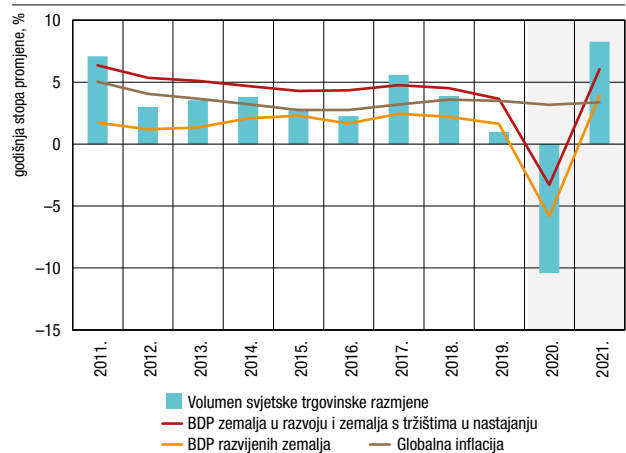
Većina objavljenih projekcija za 2021. zasniva se na pretpostavci normalizacije epidemiološke situacije tijekom 2021., ponajprije zahvaljujući očekivanoj brznoj primjeni cjepiva, što bi trebalo dovesti do zamjetnog oporavka gospodarske aktivnosti i volumena svjetske trgovine. Istodobno se pretpostavlja nastavak izrazito ekspanzivne monetarne politike Fed-a i ESB-a. Nadalje, očekuje se postupni oporavak cijena sirove nafte, a cijene ostalih

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



Izvor: Consensus Forecasts

Slika 2.5. Globalna gospodarska kretanja



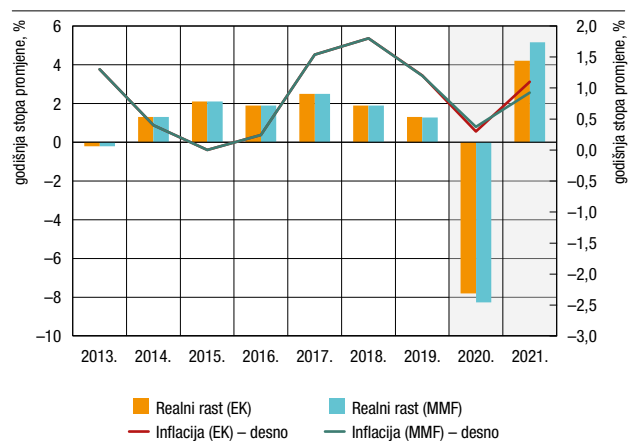
Izvor: MMF (WEO, listopad 2020.)

sirovina bez energenata mogle bi se neznatno smanjiti.

Prema projekcijama MMF-a (WEO, listopad 2020.) u osnovnom se scenariju očekuje pad svjetskoga gospodarstva od 4,4% u 2020. godini (Slika 2.5.). Pritom bi pad gospodarske aktivnosti mogao biti široko rasprostranjen, ali se ipak najdublja kontrakcija očekuje u razvijenim zemljama, ponajprije europskom području, dok je pretpostavljeni pad gospodarske aktivnosti zemalja s tržištima u nastajanju nešto manje izražen zahvaljujući brzom oporavku kineskoga gospodarstva. Uz pretpostavku stabilizacije epidemiološke situacije, u 2021. se u osnovnom scenariju očekuje snažan oporavak svjetskoga gospodarstva od 5,2%. Treba napomenuti da je projekcija u najvećoj mjeri i dalje izložena negativnim rizicima, posebno glede mogućih novih valova zaraze koji bi dodatno usporili dinamiku gospodarskog oporavka.

Prema procjenama MMF-a iz listopada kontrakcija ekonomije europskoga područja u 2020. mogla bi u svom osnovnom scenariju iznositi 8,3%, što unatoč snažnom i brzom odgovoru monetarne i fiskalne politike predstavlja, uz iznimku Ujedinjene Kraljevine, najznačajniji pad gospodarske aktivnosti među razvijenim zemljama (Slika 2.6.). MMF istodobno očekuje da bi u 2021. mogao biti zabilježen oporavak gospodarske aktivnosti od 5,2%. Ipak,

Slika 2.6. Gospodarski rast i inflacija u europskom području



Izvori: MMF (WEO, listopad 2020.); EK (studeni 2020.)

novije prognoze Europske komisije iz studenoga nešto su povoljnije te se prema njima u 2020. očekuje pad gospodarske aktivnosti u europodručju od 7,8%. S druge strane, EK pretpostavlja oporavak u 2021. od 4,2%, sporiji od onog koji očekuje MMF.

U skladu s opisanim trendovima u globalnom gospodarstvu tijekom 2020. očekuje se snažan pad potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima (Slika 2.7.). Tome bi najviše mogao pridonijeti slabiji uvoz ključnih partnera iz europodručja, posebice Slovenije, Italije i Njemačke. S druge strane, u 2021. se očekuje snažan oporavak inozemne potražnje, čemu bi osim članica europodručja snažno mogle pridonijeti i ostale države EU-a izvan zajedničkoga valutnog područja.

Kada je riječ o cijenama sirovina na svjetskom tržištu, tržišna očekivanja upućuju na zaključak da bi do kraja tekuće godine, kao i u idućoj, cijena sirove nafte mogla nastaviti blago rasti (Slika 2.8.). Na oporavak cijena mogla bi utjecati moguća odgoda povećanja proizvodnje skupine zemalja OPEC+, očekivana primjena medicinskog rješenja za koronavirus i oporavak globalne potražnje za naftom brži od očekivanog.

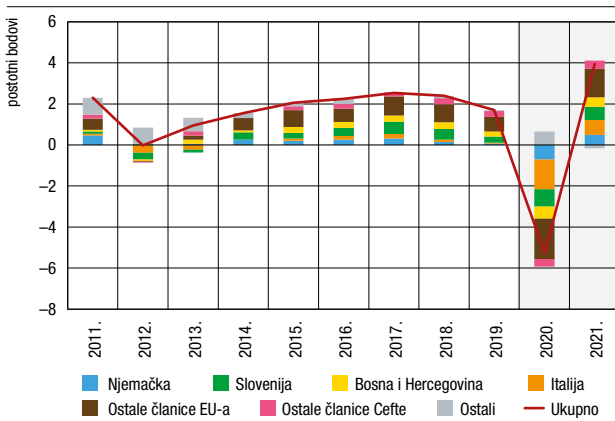
Cijene sirovina bez energije na razini cijele 2020. godine mogle bi porasti, pri čemu bi rast cijena metala, pića i prehrambenih

proizvoda mogao biti djelomično ublažen padom cijena poljoprivrednih sirovina. U nastavku projiciranog razdoblja cijene sirovina bez energije mogle bi neznatno pasti, što bi moglo biti posljedica pada cijena svih potkomponenta, iako bi one na razini cijele 2021. u prosjeku mogle biti više od prosječnih cijena u 2020. 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 te se podizanja ne očekuju prije druge polovine 2022. godine (Slika 2.9.). Kada je riječ o normalizaciji monetarne politike, ponovno bi prvi korak mogao učiniti Fed, i to smanjenjem obujma ili ukidanjem nekonvencionalnih mjera, poput različitih programa financiranja svih sektora ekonomije, ali zasa-da nema jasnih naznaka kada bi to moglo biti.

Prema očekivanjima objavljenima u pregledu *Foreign Exchange Consensus Forecast* iz studenoga do kraja 2020. te tijekom cijele 2021. očekuje se nastavak trenda jačanja eura prema američkom dolaru na svjetskom deviznom tržištu (Slika 2.10.). Pritom bi prosječni tečaj američkog dolara prema euru u 2020. mogao iznositi 1,14 EUR/USD, što je za 1,6% više od 1,12 EUR/USD

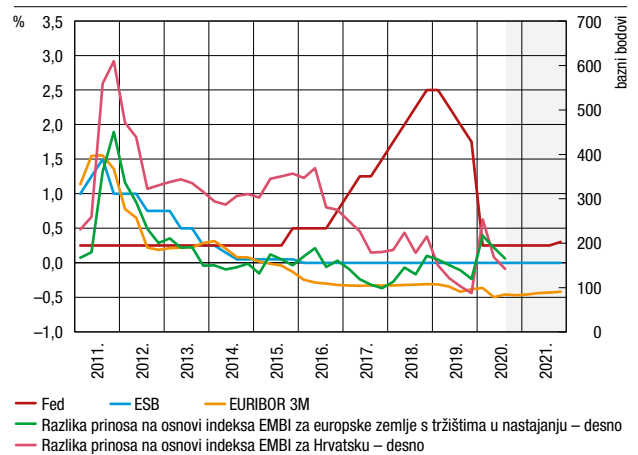
Slika 2.7. Inozemna potražnja
doprinosi hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera



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

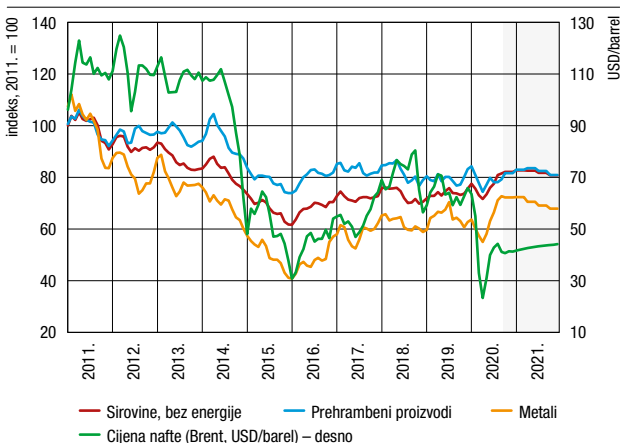
Izvor: MMF (WEO, studeni 2020.)

Slika 2.9. Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznicama europskih tržišta u nastajanju kraj razdoblja



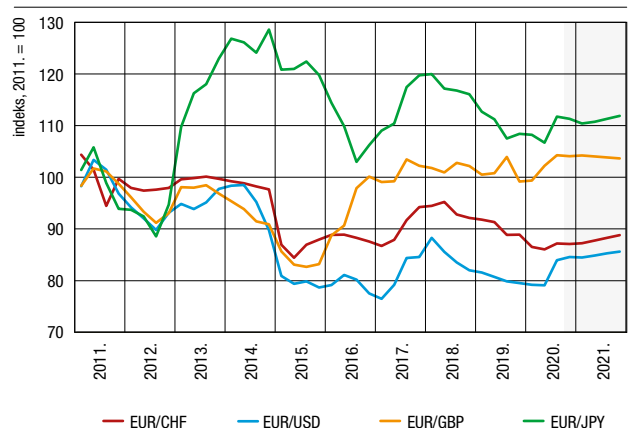
Izvor: Bloomberg

Slika 2.8. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



Izvori: MMF (rujan 2020.); cijene nafte: Bloomberg (*Brent crude oil futures*, 5. studenoga 2020.); ocjene HNB-a

Slika 2.10. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema euru.

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

ostvarenih u 2019. Za razliku od toga, kada je riječ o švicarskom franku, prosječni bi tečaj u 2020. mogao iznositi 1,07 EUR/CHF ili za 4,0% niže nego u 2019. godini.

Iako su vijesti o visokoj učinkovitosti cjepiva koja se nalaze u završnoj fazi ispitivanja znatno pridonijele smanjenju neizvjesnosti glede pretpostavljenog oporavka svjetskoga gospodarstva, pandemija i dalje čini najveći rizik za globalnu ekonomiju, pri čemu su i dalje naglašeniji negativni rizici. Naime, sigurna distribucija i brza primjena cjepiva veliki su organizacijski i logistički izazov pa se ne može sa sigurnošću pretpostaviti uspješno

medicinsko rješenje pandemije u prvoj polovini 2021. 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. Posebno se ističe održivost visokih razina duga koje su vlade diljem svijeta, kao i ostali sektori, akumulirali i dodatno povećali za potrebe financiranja fiskalnog odgovora i ublažavanja posljedica pandemije.

3. Agregatna ponuda i potražnja

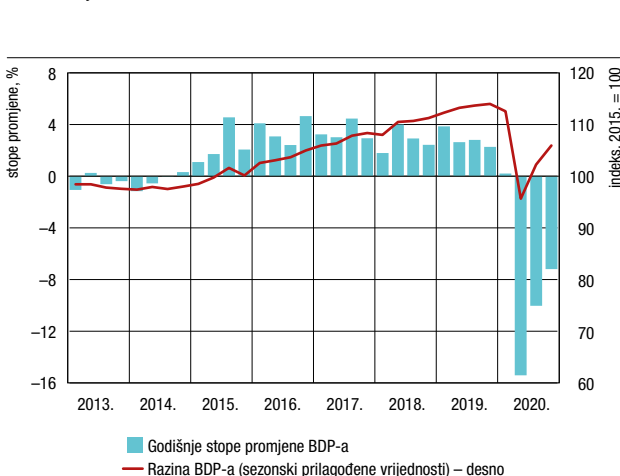
Nakon snažnoga tromjesečnog pada realnog BDP-a u drugom tromjesečju 2020. (15,0%), uzrokovanog globalnom pandemijom koronavirusa, u trećem se tromjesečju gospodarska aktivnost u Hrvatskoj djelomično oporavila te je porasla za 6,9%.

Unatoč rastu na tromjesečnoj razini realni BDP bio je u trećem tromjesečju za 10,0% manji u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Mjesečni podaci, dostupni uglavnom za listopad, upućuju na to da se gospodarstvo nastavilo oporavljati i u posljednjem tromjesečju 2020., ali znatno slabijom dinamikom, što je povezano i s pogoršanjem epidemiološke situacije.

Smanjenju gospodarske aktivnosti na godišnjoj razini u trećem tromjesečju najviše je pridonio pad ukupnog izvoza, posebice izvoza usluga. Negativan doprinos rastu dale su i sve sastavnice domaće potražnje, osim potrošnje države. U skladu s takvim kretanjima uvoz robe i usluga snažno se smanjio, ali manje nego ukupni izvoz, pa je doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u trećem tromjesečju bio izrazito negativan.

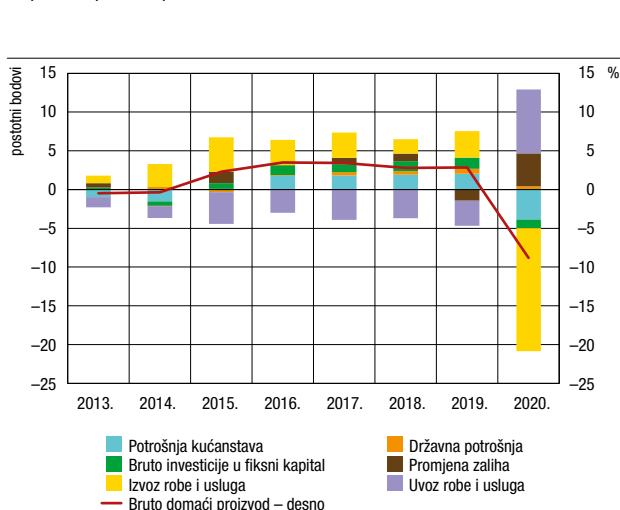
Proizvodna strana obračuna BDP-a pokazuje da je bruto dodana vrijednost u trećem tromjesečju bila za 7,6% manja nego u istom razdoblju protekle godine, a u drugom je tromjesečju stopa pada iznosila 12,0%. Pritom je, slično kao i u prethodnom tromjesečju, BDV pao znatno manje nego BDP. BDV se najviše smanjio u djelatnostima trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja, smještaja te pripreme i usluživanja hrane, odnosno u djelatnostima koje su povezane s turizmom i čija je aktivnost izrazito osjetljiva na mjere fizičkog distanciranja.

Slika 3.1. Bruto domaći proizvod realne vrijednosti



Napomena: Podatak za četvrto tromjesečje 2020. odnosi se na pokazatelj realne aktivnosti HNB-a, procijenjen na temelju podataka objavljenih do 30. studenoga 2020.
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2. Promjena BDP-a doprinosi po komponentama



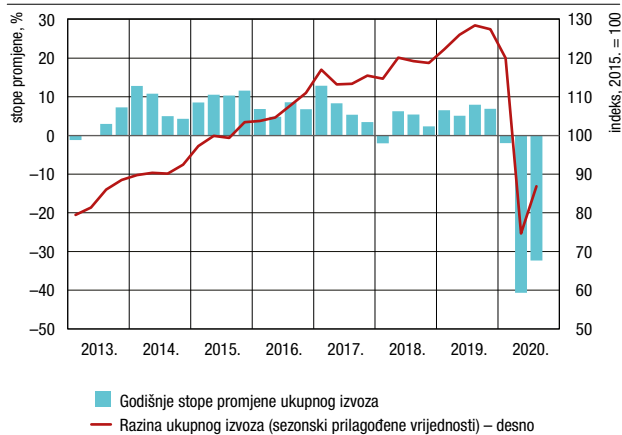
Napomena: Podaci za 2020. odnose se na prva tri tromjesečja.
Izvor: DZS

Aggregatna potražnja

Kada je riječ o kretanju inozemne potražnje, ukupan izvoz u razdoblju od srpnja do rujna bio je za 32,3% manji u odnosu na isto razdoblje 2019. (godišnji pad u drugom tromjesečju iznosio je 40,7%). Spomenuti je pad u trećem tromjesečju ponajprije posljedica godišnjeg smanjenja izvoza usluga (45,3%), dok je godišnji pad izvoza robe bio znatno manje izražen (3,0%). Takva kretanja odražavaju visoku osjetljivost turističkog sektora na mjere fizičkog distanciranja uvedene za suzbijanje pandemije koronavirusa, ali i globalni pad potražnje za turističkim uslugama. Promatrano na tromjesečnoj razini, ukupan je realni izvoz u trećem tromjesečju porastao za 16,3%. Pritom je, nakon gotovo potpunog prekida turističkih putovanja u travnju i svibnju, u lipnju počeo postupni oporavak turističke aktivnosti, o čemu svjedoče podaci o broju ostvarenih turističkih noćenja. Izvoz robe također je porastao na tromjesečnoj razini, pri čemu nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju da je njegov oporavak u trećem tromjesečju ostvaren zahvaljujući rastu izvoza u svim sastavnicama GIG-a.

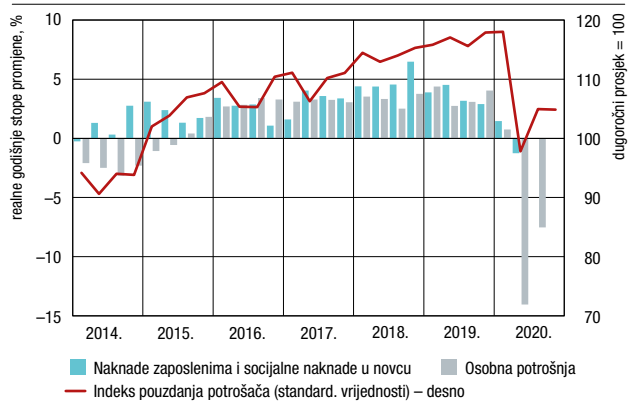
Osobna se potrošnja također djelomično oporavila u trećem tromjesečju te se povećala za 8,7% u odnosu na prethodna tri mjeseca. Povoljna kretanja odražavaju ukidanje većeg dijela mjera fizičkog distanciranja, kao i djelomičan oporavak potrošačkog optimizma. Kada je riječ o očekivanjima potrošača, porast optimizma na tromjesečnoj razini posljedica je boljih očekivanja

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

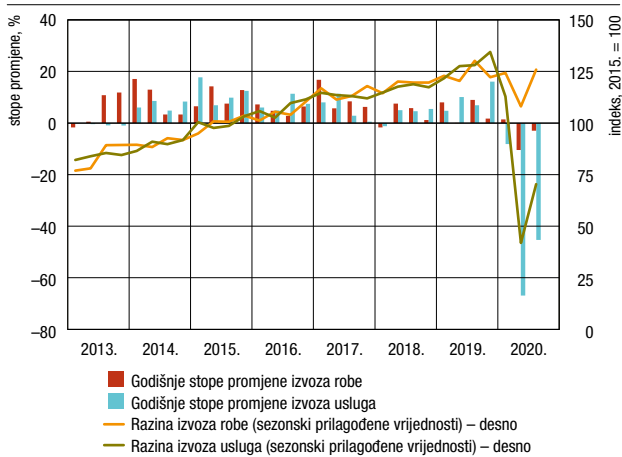
Slika 3.6 Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks



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

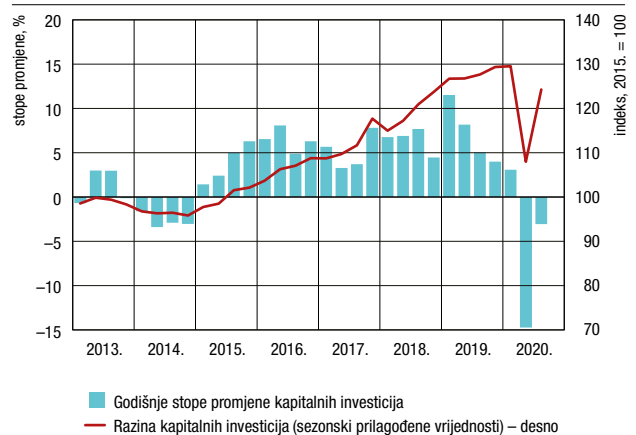
Izvori: DZS; Ipsos; HNB

Slika 3.4. Izvoz robe i izvoz usluga



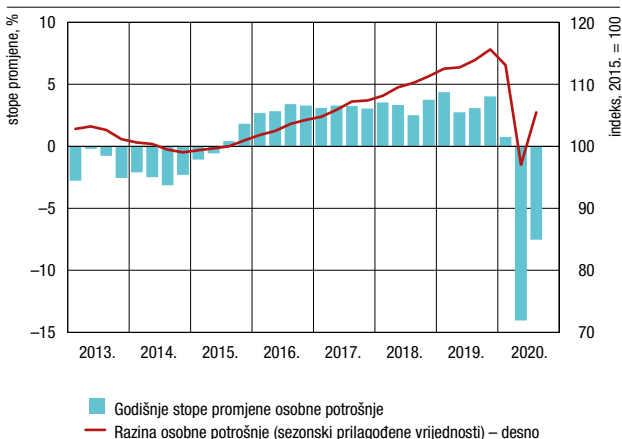
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti



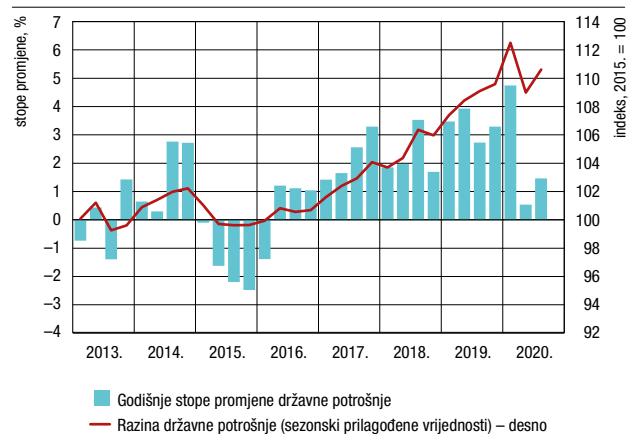
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

glede financijske situacije u kućanstvu za 12 mjeseci u usporedbi sa stanjem danas, te očekivanja glede ukupne ekonomske situacije u Hrvatskoj za 12 mjeseci u usporedbi sa stanjem danas. Ipak, slično kretanju očekivanja, ni oporavak potrošnje kućanstava nije bio potpun pa je tako potrošnja kućanstava u trećem tromjesečju ove godine bila za 7,5% manja nego u istom razdoblju prethodne godine.

Investicijska je aktivnost također pokazala znakove oporavka u trećem tromjesečju 2020. te je bila za 15,1% veća nego u prethodna tri mjeseca. Na takva kretanja upućuju i mjesečni podaci o građevinskim radovima, iz kojih proizlazi da je realni obujam građevinskih radova u trećem tromjesečju bio za 5,6% veći nego u istom razdoblju lani. Pritom je rast obujma radova ostvaren i na zgradama i na ostalim građevinskim objektima, što, uz dostupne podatke o kretanju pojedinih javnih investicijskih projekata, upućuje na to da je oporavak investicija podržan aktivnostima i privatnog sektora i opće države. Promatrano na godišnjoj razini, bruto investicije u fiksni kapital bile su za 3,0% manje nego u istom razdoblju prethodne godine.

Potrošnja države u trećem tromjesečju 2020. porasla je za 1,5% u odnosu na prethodna tri mjeseca, a u istom iznosu

zabilježen je rast i na godišnjoj razini, stoga se ova sastavnica ističe kao jedina s pozitivnim doprinosom godišnjoj promjeni realnog BDP-a. Nominalni podaci pokazuju da se na godišnjoj razini povećala potrošnja na naknade zaposlenima, što je vjerojatno posljedica ne samo prethodno dogovorenog povećanja osnovice za plaće u javnom sektoru od 2% već i povećanog broja prekovremenih sati u zdravstvu. Osim toga, vjerojatno se povećala i potrošnja za robe i usluge, zbog veće potrošnje u zdravstvu za nabavu medicinske opreme.

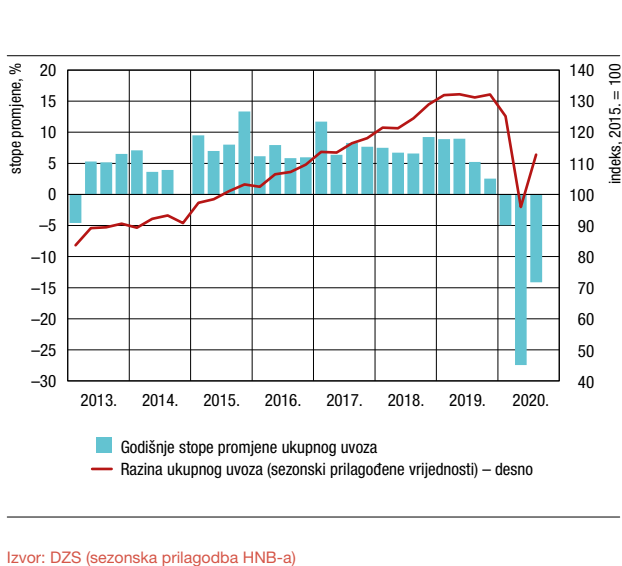
Uvoz robe i usluga u razdoblju od srpnja do rujna također se oporavio na tromjesečnoj razini, te je bio za 17,6% veći nego u prethodna tri mjeseca. Nominalni podaci o robnoj razmjeni pokazuju da je povećan uvoz po svim sastavnicama GIG-a, a porastao je i uvoz usluga. Unatoč tome, ukupan uvoz ostao je za 14,1% manji nego u istom razdoblju lani, pri čemu je na godišnjoj razini smanjen i uvoz robe i uvoz usluga. Iako je godišnji pad ukupnog uvoza u trećem tromjesečju 2020. bio snažan, bio je manji od pada ukupnog izvoza, što je rezultiralo negativnim doprinosom neto inozemne potražnje ukupnoj promjeni BDP-a (od 17,4 postotnih bodova).

Agregatna ponuda

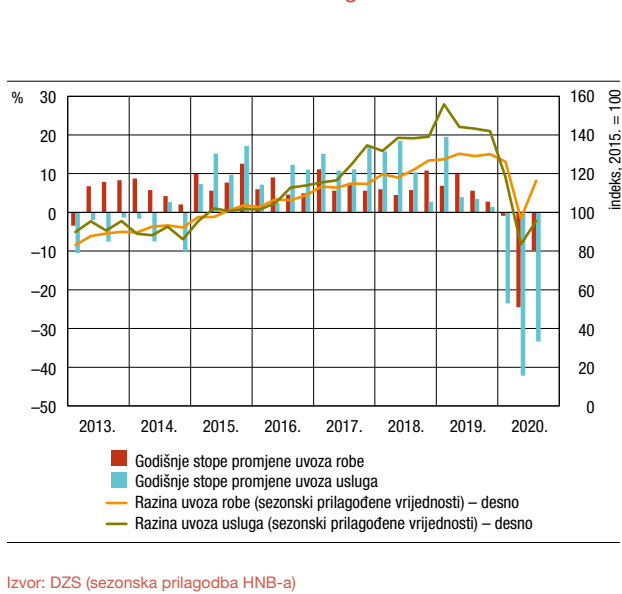
U trećem je tromjesečju ostvaren znatan oporavak bruto dodane vrijednosti, te je ona bila za 5,6% veća nego u prethodna tri mjeseca. Povećanje BDV-a na tromjesečnoj razini ostvareno je kod svih djelatnosti, osim u djelatnostima javne uprave i obrane, obrazovanja, djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi. Promatra li se na godišnjoj razini, BDV je u trećem tromjesečju bio za 7,6% manji nego u istom razdoblju lani (u drugom tromjesečju pad je iznosio 12%), a padu su najviše pridonijele uslužne djelatnosti iz skupine koju čine trgovina na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje i smještaj te priprema i usluživanje hrane. Spomenute djelatnosti usko su vezane uz turizam, koji je bio najsnažnije pogođen utjecajem pandemije. Osim toga, pandemija je vjerojatno izazvala i promjene u obrascima ponašanja ekonomskih subjekata odnosno njihovim potrošačkim sklonostima. S druge strane, neke djelatnosti pokazale su se znatno otpornijima na negativan utjecaj pandemije na gospodarstvo, pa je tako u djelatnostima poljoprivrede, šumarstva i ribarstva, građevinarstva, informacija i komunikacija i poslovanja nekretninama ostvaren godišnji rast bruto dodane vrijednosti.

Potrebno je naglasiti da je u trećem i u drugom tromjesečju godišnji pad BDP-a bio znatno više izražen nego pad BDV-a,

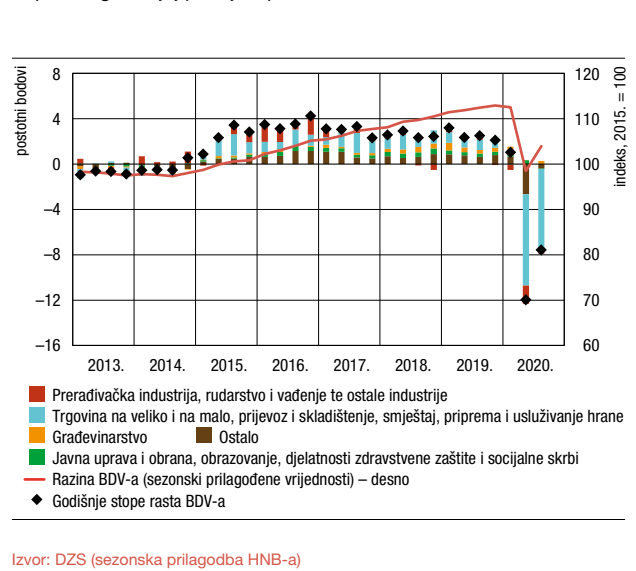
Slika 3.9. Uvoz robe i usluga realne vrijednosti



Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



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



zbog zamjetnoga godišnjeg pada kategorije poreza i subvencija, pa se i udio poreza i subvencija u BDP-u, nakon višegodišnjeg razdoblja rasta, smanjio.

Model brze procjene BDP-a, zasnovan na mjesečnim podacima koji su dostupni uglavnom samo za listopad, pokazuje da se u četvrtom tromjesečju 2020. rast gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj razini nastavio usporavati. Takva su kretanja povezana i s epidemiološkom situacijom, koja je znatno nepovoljnija nego što je bila u trećem tromjesečju. Ipak, industrijska je proizvodnja u listopadu 2020. bila za 3,7% veća od prosječnog ostvarenja u prethodna tri mjeseca, pri čemu je na tromjesečnoj razini porasla proizvodnja intermedijarnih proizvoda te netrajnih proizvoda za široku potrošnju, dok se proizvodnja energije, kapitalnih proizvoda i trajnih proizvoda za široku potrošnju smanjila. Istodobno se realni promet od trgovine na malo povećao za 6,4% u odnosu na ostvarenje iz trećeg tromjesečja.

Podaci Ankete o pouzdanju potrošača pokazuju da se indeks pouzdanja potrošača u listopadu i studenome zadržao na razini iz trećeg tromjesečja, stoga se zaustavio oporavak optimizma koji je započeo u svibnju. Prestanak rasta indeksa pouzdanja kućanstava vjerojatno odražava pogoršanje epidemiološke

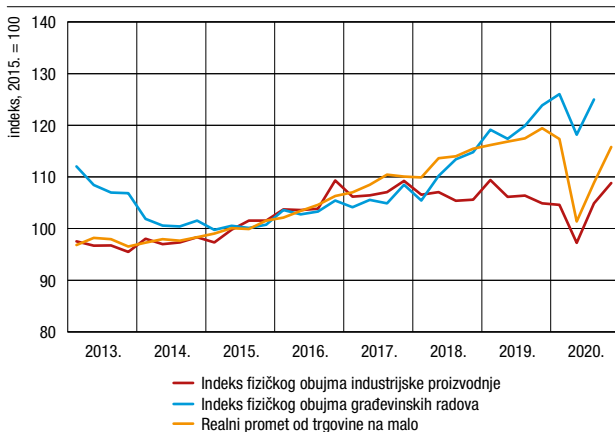
situacije. Istodobno se u svim djelatnostima zaustavio i rast optimizma poslovnih subjekata, koji je bio zabilježen od svibnja do listopada.

Projicirana kretanja

Pandemija koronavirusa izazvala je snažan negativan ekonomski šok, pa se očekuje da bi u 2020. realni BDP mogao biti za 8,9% manji nego u 2019. Očekivani pad, koji bi mogao biti najveći u novijoj povijesti Hrvatske (pad zabilježen u 2009., odnosno neposredno nakon eskalacije globalne financijske krize, iznosio je -7,4%), odražava istodobno smanjenje i domaće i inozemne potražnje. Ukupan izvoz u 2020. mogao bi se smanjiti za 26,4%, nakon rasta od 6,8% ostvarenog u 2019., pri čemu se očekivano smanjenje više odnosi na pad izvoza usluga nego na pad izvoza robe, što odražava iznimno snažan negativan utjecaj pandemije koronavirusa, kao i restriktivnih mjera provedenih za njezino suzbijanje, na potražnju za turističkim uslugama.

Među sastavnicama domaće potražnje osobna bi se potrošnja mogla smanjiti za 6,6% (u odnosu na rast od 3,6% zabilježen u 2019.) i time dati najsnažniji negativan doprinos padu realne gospodarske aktivnosti od svih sastavnica domaće potražnje. Očekivano kretanje osobne potrošnje odražava relativno nepovoljna kretanja na tržištu rada, pogoršanje pouzdanja potrošača i otežano pružanje određenih usluga koje zahtijevaju bliski fizički kontakt. Bruto investicije u fiksni kapital također bi se mogle snažno smanjiti na godišnjoj razini (5,2%). Očekivana dinamika odražava smanjenje investicijske aktivnosti i privatnog i javnog sektora u odnosu na prethodnu godinu, kada su investicije porasle za 7,1% na godišnjoj razini. Državna potrošnja mogla bi se povećati za 2,0% na godišnjoj razini, čemu bi ponajviše moglo pridonijeti povećanje izdataka za intermedijarnu potrošnju. Potrošnja države tako bi mogla biti jedina sastavnica domaće potražnje s pozitivnim doprinosom promjeni ukupne realne gospodarske aktivnosti, uz ipak manji intenzitet rasta u odnosu na prethodnu godinu, kada se povećala za 3,4%. Uvoz robe i usluga mogao bi se snažno smanjiti na godišnjoj razini (16,3%, u odnosu na rast od 6,3% u 2019.) zbog slabljenja domaće potražnje, snažnoga projiciranog pada aktivnosti u turizmu te nižega očekivanog izvoza robe, ali zamjetno manje u odnosu na istodobni pad izvoza. Tako bi doprinos neto inozemne potražnje promjeni realne gospodarske aktivnosti u tekućoj godini mogao iznositi visokih -5,2 postotnih bodova (u odnosu na 0,2 postotna boda u 2019. godini).

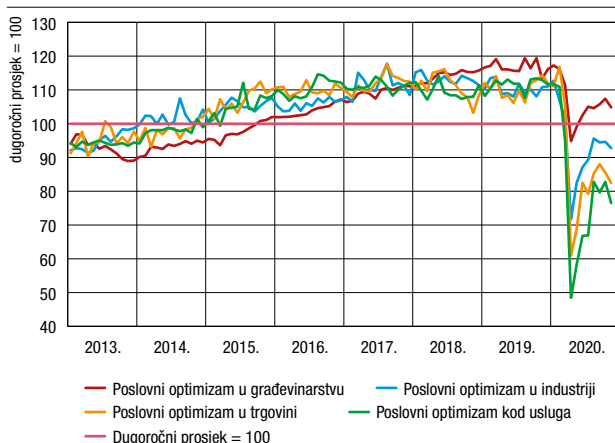
Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti
sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2020. za industriju i trgovinu odnose se na listopad.

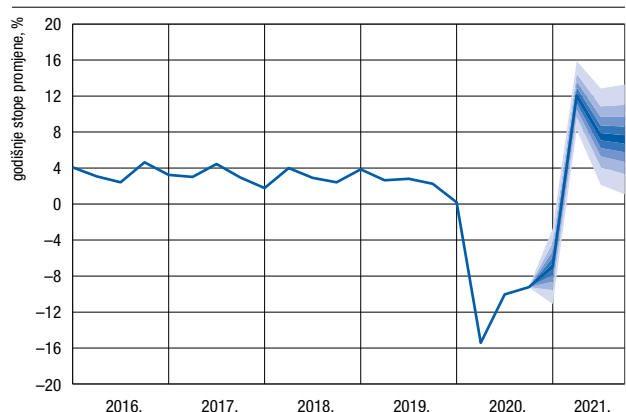
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.13. Pokazatelji poslovnog optimizma
standardizirane desezonirane vrijednosti



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

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

U 2021. očekuje se djelomični oporavak gospodarske aktivnosti, pri čemu ona neće dosegnuti razinu prije izbijanja epidemije. Uz pretpostavku da će se pandemija razmjerno uspješno kontrolirati do primjene učinkovitog cjepiva i bez primjene najstrožih ograničavajućih epidemioloških mjera, u 2021. se očekuje gospodarski rast od 4,9%. Najsnažniji doprinos oporavku mogao bi dati rast izvoza robe i usluga. Očekuje se i povećanje svih sastavnica domaće potražnje, pa bi tako osobna potrošnja mogla porasti potaknuta oporavkom na tržištu rada, kao i povoljnim učinkom petog kruga porezne reforme, odnosno dodatnim rasterećenjima, u prvom redu u sustavu poreza na dohodak. Očekuje se i znatan rast bruto investicija u fiksni kapital, a obnova grada Zagreba od posljedica potresa mogla bi dodatno pridonijeti rastu investicijske aktivnosti javnog sektora. Investicije privatnog sektora također bi mogle zamjetno porasti, kao reakcija na odgođenu investicijsku potrošnju tijekom 2020. te daljnji rast priljeva sredstava iz fondova EU-a. Oporavak domaće i inozemne potražnje mogao bi potaknuti snažan rast uvoza

robe i usluga. S obzirom na navedeno doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu u 2021. mogao bi biti pozitivan.

Ocjenjuje se da su u projekciji BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja rizici oko središnjih vrijednosti uravnoteženi. Glavni pozitivni i negativni rizici vezani su uz razvoj epidemiološke situacije u projekcijskom razdoblju i mjere za suzbijanje epidemije, kao i uz korištenje fondova EU-a. Glavni negativni rizici za gospodarski rast odnose se na mogućnost pojačanog širenja virusa i posljedičnog uvođenja restriktivnijih mjera, zatim uz moguće probleme u odobravanju, distribuciji i učinkovitosti novih cjepiva te uz apsorpciju fondova EU-a slabiju od očekivane. S druge strane, pozitivni rizici odnose se na mogućnost da se velik broj stanovnika u Hrvatskoj i njezinim glavnim vanjskotrgovinskim partnerima cijepi prije iduće turističke sezone. Osim toga, pozitivni rizici vezani su i uz konzervativnu projekciju korištenja fondova EU-a u odnosu na raspoloživu financijsku omotnicu.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

Na kretanja na tržištu rada u trećem tromjesečju 2020. godine povoljno se odrazilo ponovno intenziviranje gospodarske aktivnosti, zbog popravljivanja epidemiološke situacije i popratnog popuštanja restriktivnih epidemioloških mjera. Broj zaposlenih na početku trećeg tromjesečja 2020. godine nastavio je rasti sličnim intenzitetom kao i u lipnju, nakon što se od ožujka do svibnja njihov broj kumulativno smanjio gotovo za 5%. U nastavku tromjesečja zadržala se dinamika rasta, te je ukupna zaposlenost na kraju rujna bila za 1,6% viša (prema desezoniranim podacima) nego na kraju drugog tromjesečja. Pritom je najsnažniji porast broja zaposlenih zabilježen u djelatnosti usluživanja smještaja i hrane, koja je prethodno bila najviše pogođena (Slika 4.1.). Tijekom listopada 2020. ubrzao se intenzitet rasta broja zaposlenih, no i dalje je ukupna zaposlenost bila niža za 1,4% nego u istom mjesecu prethodne godine.

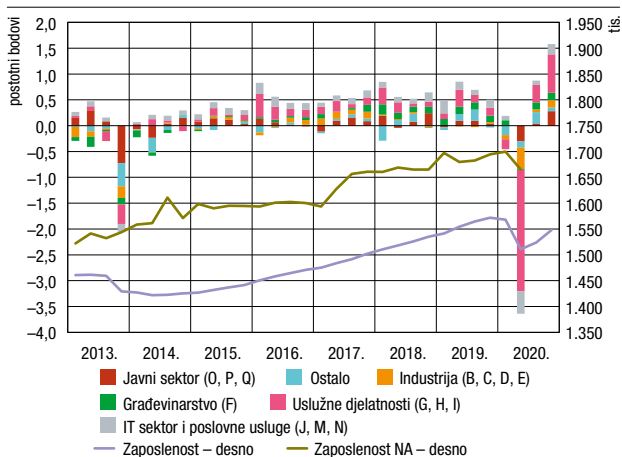
Nezaposlenost se na početku trećeg tromjesečja 2020. nastavila smanjivati istom dinamikom kao i u lipnju, nakon što je od

ožujka do svibnja porasla. Pad nezaposlenosti usporio se tijekom kolovoza, a ponovno se ubrzao u rujnu 2020. kad su se povećali odljevi s evidencije HZZ-a zbog zapošljavanja, te je krajem rujna broj nezaposlenih bio za 5% niži nego krajem drugog tromjesečja (slike 4.2. i 4.3.). Početak četvrtog tromjesečja 2020. obilježilo je daljnje ubrzavanje pada broja nezaposlenih, no njihov je broj i nadalje bio na višim razinama u odnosu na razdoblje prije izbijanja krize.

Administrativna stopa nezaposlenosti (desezonirani podaci) u trećem tromjesečju 2020. godine iznosila je 9,9% radne snage (za usporedbu, u drugom tromjesečju 10%). Prema posljednjim dostupnim podacima za listopad administrativna stopa nezaposlenosti spustila se na 9,2% radne snage (Slika 4.4.), što je, pak, u odnosu na listopad 2019. povećanje od 2 postotna boda.

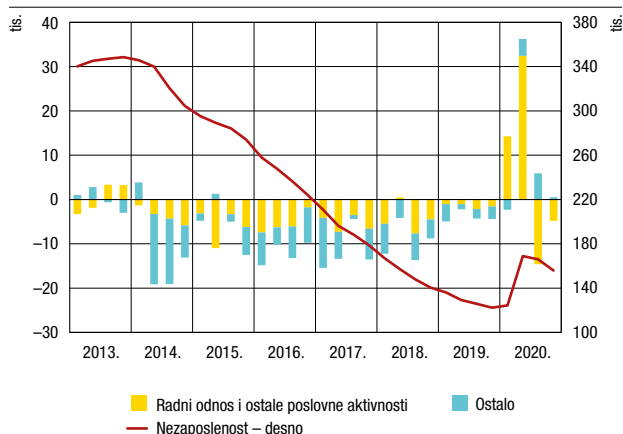
Prema posljednjim dostupnim podacima iz Ankete o radnoj snazi stopa nezaposlenosti u drugom tromjesečju 2020. porasla je na 7% radne snage (u odnosu na 6,3%, koliko je iznosila u prvom tromjesečju). Pritom ostvarenja za drugo tromjesečje 2020.

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



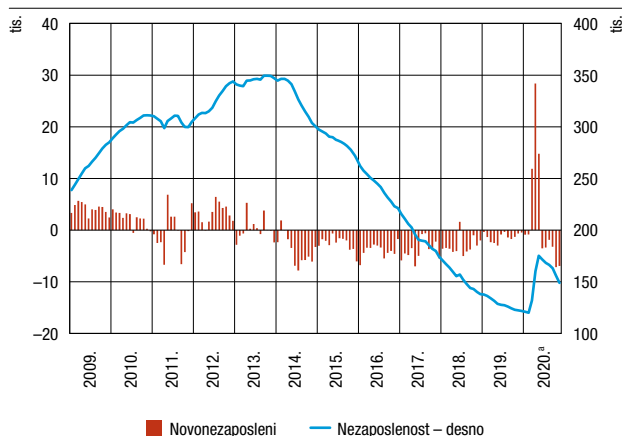
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2020. odnose se na listopad.
Izvor: HZMO (sezonska prilagodba HNB-a)

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



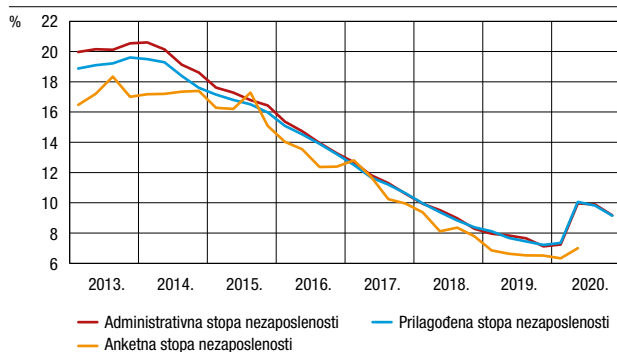
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2020. odnose se na listopad.
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.3. Nezaposlenost i broj novonezaposlenih osoba
sezonski prilagođeni mjesečni podaci



^a Podatak za studeni odnosi se na stanje na dan 1. prosinca 2020.
Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

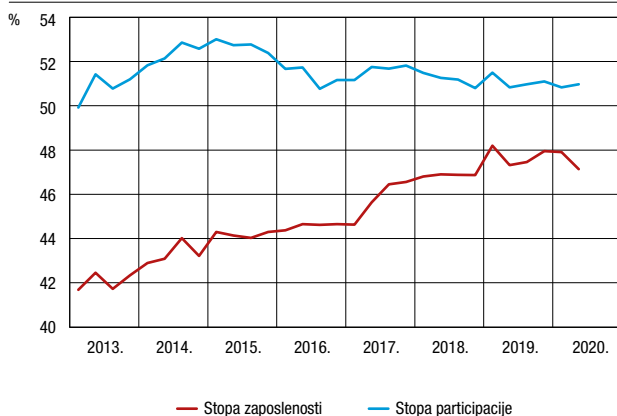
Slika 4.4. Stope nezaposlenosti
sezonski prilagođeni podaci



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 četvrto tromjesečje 2020. za administrativnu i prilagođenu stopu nezaposlenosti odnose se na listopad.

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

Slika 4.5. Anкета o radnoj snazi
sezonski prilagođene serije



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

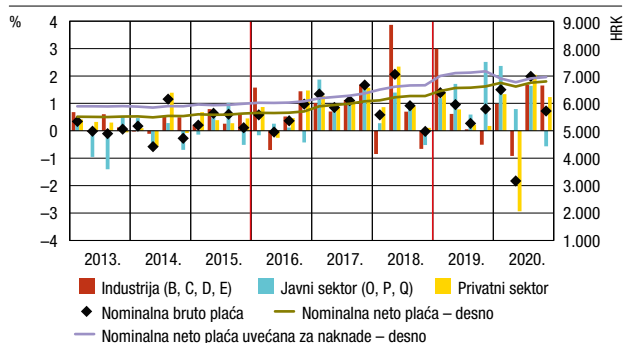
upućuju na snažno povećanje jaza između registrirane i anketne nezaposlenosti, koji može odražavati pad kvalitete tih podataka s obzirom na specifične uvjete u kojima se provodila Anketna o radnoj snazi.

Stopa zaposlenosti smanjila se u drugom tromjesečju 2020. godine, dok se stopa participacije vrlo blago povećala (47,1% i 51%) u odnosu na razine iz prvog tromjesečja (Slika 4.5.).

Plaće i jedinični trošak rada

U trećem tromjesečju 2020. nastavio se rast plaća koji je započeo u lipnju, nakon što su se tijekom travnja i svibnja plaće smanjile, ponajprije zbog smanjenja plaća u privatnom sektoru, koji je snažnije reagirao na pad gospodarske aktivnosti. Prosječna nominalna bruto plaća krajem rujna 2020. bila je viša za 2,6% u usporedbi s lipnjem, pri čemu je nešto izraženije povećanje plaća zabilježeno u privatnom sektoru u odnosu na javni (slike 4.6. i 4.7.). Prema posljednjim dostupnim podacima u listopadu 2020. prosječna nominalna bruto plaća bila je neznatno niža nego prethodnog mjeseca, što je za 2,6% više nego u istom mjesecu 2019. godine. Osim toga, u listopadu, kao i prethodnih mjeseci, zabilježene su manje isplate neoporezivih primitaka,

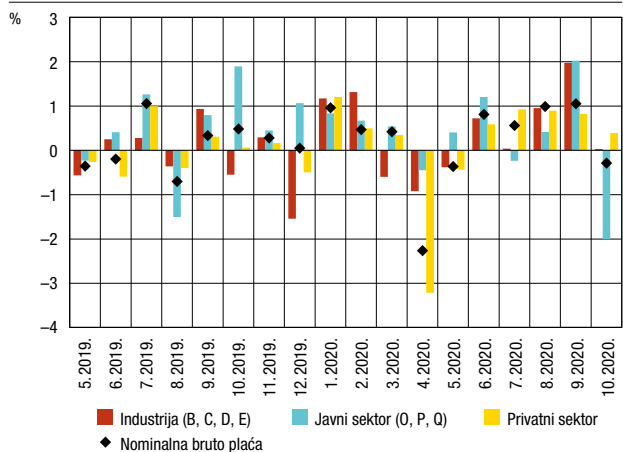
Slika 4.6. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a
sezonski prilagođeni podaci, tromjesečna stopa promjene i razine



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 o prosječnim plaćama isplaćenima u veljači 2020. izračunati su prema ekvivalentu punoga radnog vremena. Podaci o plaćama u 2019. prema načelu ekvivalenta punoga radnog vremena objavljeni su u analitičke svrhe. Podaci o isplaćenim naknadama prije 2016. godine procjena su HNB-a. Podaci za četvrto tromjesečje 2020. odnose se na listopad.

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

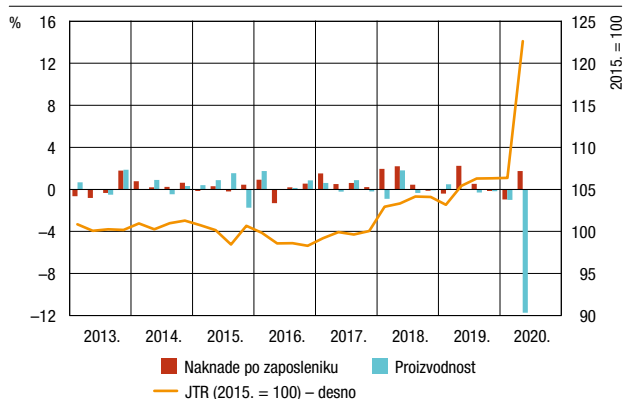
Slika 4.7. Prosječna nominalna bruto plaća po djelatnostima NKD-a
sezonski prilagođeni podaci, mjesečna stopa promjene



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

Slika 4.8. 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, a podaci o broju zaposlenika (zaposlenici u pravnim i fizičkim osobama koji su primili isplaćene naknade) i ukupnoj zaposlenosti preuzeti su od HZMO-a.

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

zbog čega su neto plaće uvećane za neoporezive naknade po zaposlenom porasle gotovo jednako kao i isplaćena neto prosječna plaća.

U trećem tromjesečju 2020. godine zabilježen je i rast realnih plaća, koji se, pak, usporio na početku četvrtog tromjesečja.

Jedinični trošak rada u drugom tromjesečju 2020. porastao je za 15,3% u odnosu na prvo tromjesečje, što u prvom redu odražava snažan pad proizvodnosti rada, a tek manjim dijelom rast troškova rada (Slika 4.8.). Pad proizvodnosti rada podjednako je snažan i kada se proizvodnost izračunava kao omjer proizvodnje i broja radnih sati (umjesto proizvodnje i broja zaposlenih). Naime, u Hrvatskoj u drugom tromjesečju 2020. nije došlo do znatnog pada sati rada (prema službenim podacima DZS-a), a koje je zabilježeno u većini drugih zemalja članica EU-a.

Projicirana kretanja

Reakcija tržišta rada na pad gospodarske aktivnosti na početku pandemije koronavirusa bila je brza, no zbog poduzetih mjera Vlade RH usmjerenih na zadržavanje zaposlenosti prilagodba se tek u manjoj mjeri očitovala otpuštanjem radnika. Također, u najvećem broju slučajeva nije zabilježeno ni smanjenje plaća, stoga se zadržala kupovna moć.

S obzirom na ostvarenja u prvih deset mjeseci tijekom 2020. očekuje se pad broja zaposlenih od 1,5%. Indeks očekivanja zaposlenosti, iako i nadalje u negativnom području u sektoru usluga, upućuje na oporavak glede kretanja broja zaposlenih u iduća tri mjeseca (Slika 4.9.). Ocjenjuje se također da bi u cijeloj 2020. administrativna stopa nezaposlenosti mogla iznositi 9,1% radne snage, a anketna stopa nezaposlenosti 7,5%.

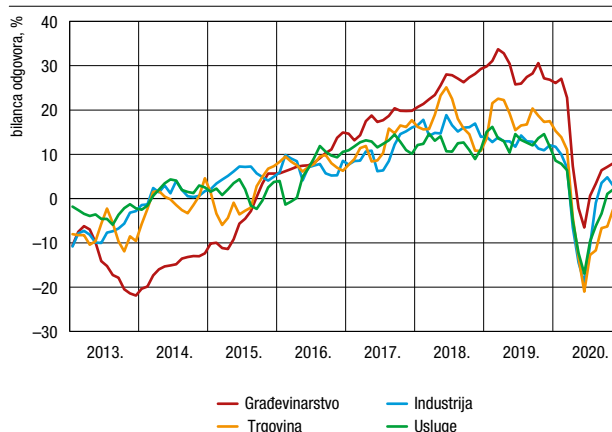
U 2020. se očekuje povećanje prosječne bruto plaće od 2%, ponajprije zbog rasta plaća u javnom sektoru, što zrcali utjecaj povećanja plaća u zdravstvu u 2019., kao i ostvareno povećanje osnovice za plaće u javnom sektoru od 2%. Istodobno bi u privatnom sektoru moglo doći do tek neznatnog povećanja plaća.

Očekivani rast gospodarske aktivnosti u 2021. godini mogao bi se tek manjim dijelom pozitivno odraziti na pokazatelje zaposlenosti i nezaposlenosti zbog mjera koje je za ublažavanje posljedica pandemije poduzimala Vlada RH, čime se ublažila reakcija tržišta rada na pad gospodarske aktivnosti. Stoga se u 2021. očekuje usporavanje rasta broja zaposlenih (0,7%), dok bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla smanjiti na 7% radne snage.

Kada je riječ o plaćama, u 2021. očekuje se povećanje prosječne nominalne bruto plaće od 2,3% ponajprije zbog

Slika 4.9. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u iduća tri mjeseca)

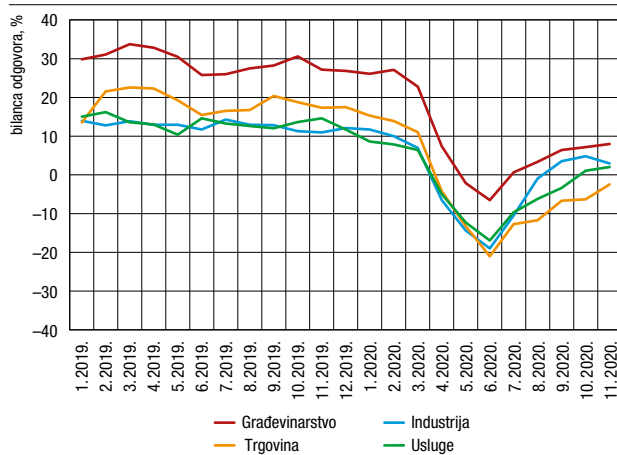
sezonski prilagođeni podaci, tročlani pomični prosjek mjesečnih podataka



Izvori: Ipsos (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.10. Očekivanje zaposlenosti po sektorima (u sljedeća tri mjeseca)

sezonski prilagođeni podaci



Izvori: 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	-1,5	0,7
Broj zaposlenih – nacionalni računi	2,2	1,8	1,4	-1,5	0,7
Stopa participacije (anketna)	51,6	51,2	51,2	51,1	51,4
Stopa nezaposlenosti (anketna)	11,2	8,4	6,6	7,5	7,0
Prosječna nominalna bruto plaća	3,9	4,9	3,8	2,0	2,3
Jedinični trošak rada	-0,7	1,4	1,9	9,7	-1,8
Proizvodnost	0,9	0,8	1,5	-7,5	4,2

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

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

očekivanog porasta plaća u javnom sektoru, kao rezultat odluke Vlade RH da početkom 2021. godine poveća osnove plaće javnih i državnih službenika za preostalih 4%. U privatnom se sektoru očekuje zadržavanje dinamike rasta plaća iz prethodne godine. Također, u 2021. godini očekuje se izraženiji rast neto

plaće zbog najavljenoga poreznog rasterećenja od siječnja 2021. (smanjenje poreznih stopa na dohodak od 24% i 36% na 20% i 30%). Tako bi u idućoj godini nominalna neto plaća mogla porasti za 3,4%.

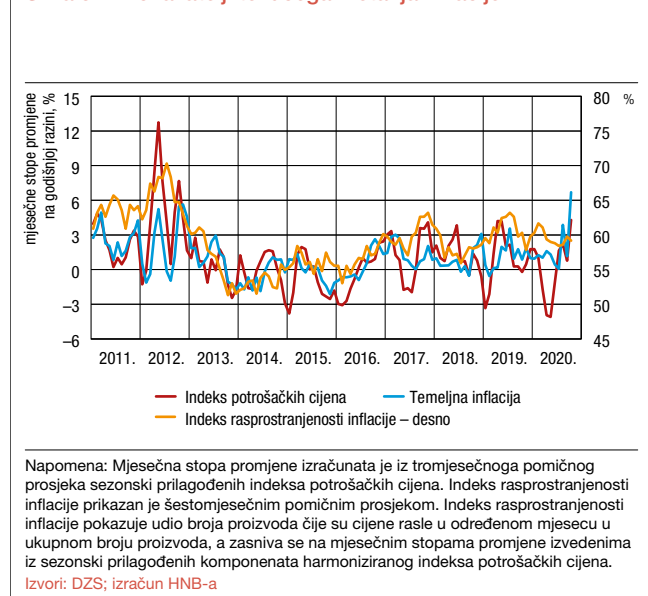
5. Inflacija

Godišnja inflacija potrošačkih cijena u prvih se deset mjeseci 2020. godine znatno usporila. To je uvelike bilo rezultat smanjenja cijena energije, poglavito naftnih derivata. Ono zrcali snažan pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, koji je uglavnom bio posljedica smanjenja globalne potražnje u razdoblju pandemije koronavirusa. Na smanjenje inflatornih pritisaka djeluju i neizravni učinci pojeftinjenja naftnih preradevina na cijene dobara/usluga u čijoj se proizvodnji derivati značajno upotrebljavaju. Osim na cijene energije, širenje pandemije negativno se odrazilo

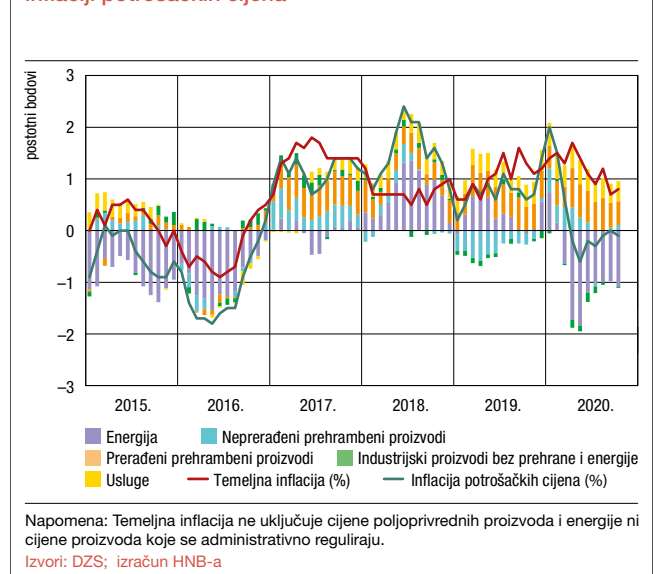
i na cijene usluga povezanih s turizmom i trajna potrošna dobra. S druge strane, inflatorni su pritisci u 2020. proizlazili iz povećanja trošarina, prekida u lancima nabave, porasta jediničnih troškova rada te troškova povezanih s provođenjem epidemioloških mjera.

Godišnja inflacija potrošačkih cijena u razdoblju od lipnja do listopada uglavnom se zadržala u negativnom području (Slika 5.2.). Pritom se godišnji pad inflacije blago usporio, na -0,1% u listopadu (s -0,2% u lipnju), ponajviše zbog usporavanja

Slika 5.1. Pokazatelji tekućega kretanja inflacije



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



Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji godišnje stope promjene

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

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

pada godišnje stope promjene cijena industrijskih proizvoda (bez energije) na $-0,1\%$ u listopadu (s $-0,7\%$ u lipnju), što je u velikoj mjeri bilo posljedica povećanja godišnje stope promjene cijena odjeće i udžbenika (čije se cijene administrativno reguliraju). Usto se usporio godišnji pad cijena energije na $-6,4\%$ u listopadu (s $-7,1\%$ u lipnju), zbog porasta cijena naftnih derivata tijekom ljetnih mjeseci.

S druge strane, u posljednja se četiri mjeseca smanjila godišnja stopa rasta cijena prerađenih prehrambenih proizvoda (kod većine potkomponentata, a ponajviše mesnih prerađevina te kruha i žitarica) na $2,0\%$ (s $2,7\%$ u lipnju). Usporio se i godišnji rast cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda. Na smanjenje doprinosa cijena prehrambenih proizvoda godišnjoj inflaciji djelovalo je nekoliko važnih činitelja, kao što je smanjenje cijena pojedinih prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu, viškovi na tržištu EU-a zbog smanjenog uvoza mesa u Kinu i normalizacija lanaca nabave. Nadalje, godišnji rast cijena usluga blago se usporio, s $1,6\%$ u lipnju na $1,5\%$ u listopadu.

Temeljna inflacija potrošačkih cijena (ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju) u listopadu je iznosila $0,8\%$ te je bila za $0,3$ postotna boda niža nego u lipnju 2020. Usporavanju temeljne inflacije najviše su pridonijeli meso, namještaj i potrošni proizvodi za kućanstvo, rabljeni automobili, ugostiteljske usluge i zdravstveno osiguranje. Nasuprot tome, povećala se godišnja stopa promjene cijena odjeće.

Inflacija potrošačkih cijena u europodručju je u negativnom području od kolovoza (Slika 5.3.). Ukupna inflacija od $-0,3\%$ u listopadu tako je bila za $0,6$ postotnih bodova niža u usporedbi s inflacijom iz lipnja 2020. Uz smanjenje godišnjeg rasta cijena hrane na usporavanje inflacije djelovalo je i smanjenje indirektnih poreza u nekim zemljama (posebno privremeno smanjenje stope PDV-a u Njemačkoj u drugoj polovini 2020.) te aprecijacija eura prema košarici valuta. Energija u listopadu i nadalje daje najveći negativni doprinos inflaciji u europodručju od $-0,8$ postotnih bodova.

U uvjetima oslabjele potražnje u posljednja je tri mjeseca došlo i do usporavanja temeljne inflacije (koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana) u europodručju te je ona u listopadu iznosila $0,2\%$, što je za 1 postotni bod manje nego u srpnju. To je ponajviše bilo rezultat usporavanja godišnjeg rasta cijena usluga vezanih uz turizam (međunarodni zračni prijevoz, paket-aranžmani i usluge smještaja) te komunikacijskih usluga.

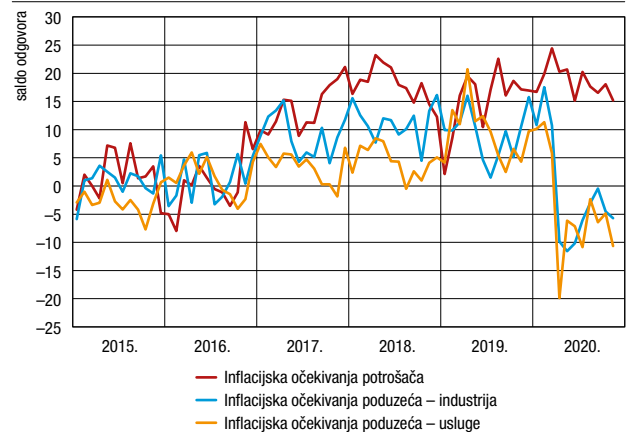
Usporio se također godišnji rast cijena industrijskih proizvoda (bez energije).

Godišnja stopa inflacije mjerena HIPC-om u Hrvatskoj se povećala s $-0,4\%$ u lipnju na $-0,2\%$ u listopadu, dok se temeljna inflacija mjerena HIPC-om povećala s $-0,1\%$ u lipnju na $0,4\%$ u listopadu. Relativno niska temeljna inflacija u listopadu 2020. u usporedbi s listopadom prošle godine rezultat je značajnog smanjenja doprinosa cijena restorana i hotela u promatranom razdoblju. U listopadu je tako stopa ukupne inflacije bila za $0,1$ postotni bod viša u usporedbi s europodručjem, a temeljna inflacija za $0,2$ postotna boda.

Inflacijska očekivanja

Inflacijska očekivanja potrošača u Hrvatskoj kratkotrajno su porasla početkom pandemije, što je vjerojatno bilo povezano s ubrzanjem rasta cijena hrane i većim udjelom hrane u potrošačkoj košarici u vrijeme pandemije. Godišnja stopa rasta cijena hrane u nastavku godine znatno se usporila te je u listopadu 2020. iznosila samo 1% (naprema 4% u travnju). Od travnja do studenoga vidljiv je i trend smanjivanja inflacijskih očekivanja potrošača (Slika 5.4.). Ipak, inflacijska su očekivanja potrošača (za

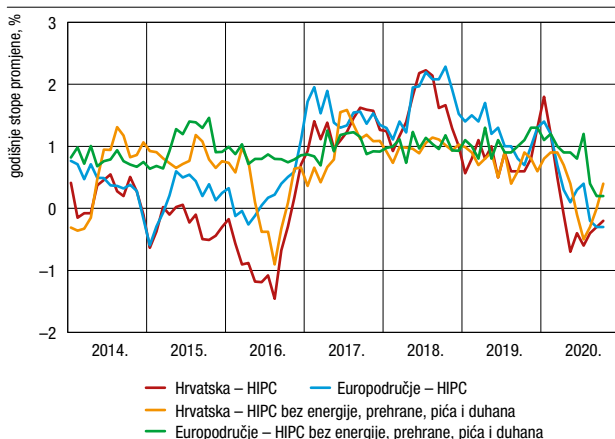
Slika 5.4. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



Napomena: Očekivanja potrošača se odnose na razdoblje od dvanaest mjeseci unaprijed, a poduzeća tri mjeseca unaprijed.

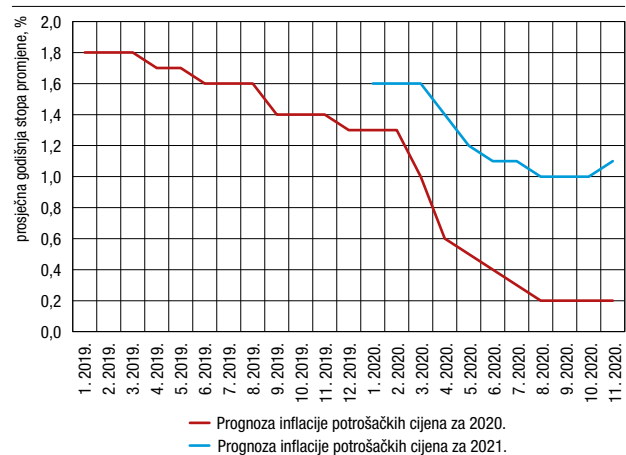
Izvor: Ipsos

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: DZS; Eurostat

Slika 5.5. Kratkoročna inflacijska očekivanja ekonomskih analitičara



Izvor: Eastern Europe Consensus Forecasts

razliku od primjerice 2016. godine) ostala u pozitivnom području, što upućuje na to da među potrošačima prevladavaju oni koji očekuju da će cijene u idućih dvanaest mjeseci rasti u odnosu na one potrošače koji smatraju da će se cijene smanjiti ili ostati nepromijenjene. S druge strane, tijekom 2020. godine znatno su smanjena inflacijska očekivanja poduzeća, uz privremeni porast tek tijekom ljetnih mjeseci, kada se stižala pandemija i ojačala turistička aktivnost, a cijene nafte na svjetskom tržištu porasle.

Ekonomski su analitičari u ožujku i travnju znatno revidirali i snizili kratkoročna očekivanja glede kretanja potrošačkih cijena u Hrvatskoj u 2020. godini (ukupno za 0,7 postotnih bodova), a trend postupnog smanjivanja njihovih inflacijskih očekivanja nastavio se do kolovoza, otkad su se inflacijska očekivanja stabilizirala na razini od 0,2% (Slika 5.5.). Istodobno su smanjena i inflacijska očekivanja za 2021. godinu, uz stabilizaciju u uskom rasponu od 1% do 1,1% nakon svibnja.

Projicirana kretanja

Ocjenjuje se da bi se prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2020. mogla usporiti na 0,2% (s 0,8% u 2019.), ponajviše zbog znatnog pada godišnje stope promjene cijena energije, s 1,8% u 2019. na -5,4% u 2020. godini. Najveći utjecaj na smanjenje doprinosa energije ukupnoj inflaciji u 2020. ima pad cijena naftnih derivata, a koji zrcali snažan pad cijena sirove nafte na svjetskom tržištu te u manjoj mjeri i jačanje kune prema američkom dolaru.

Prosječna godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije mogla bi se u 2020. blago ubrzati, na 1,0% (s 0,9% u 2019.), te se zadržati oko razine dugoročnog prosjeka.¹ Slabljenje potražnje zbog pandemije koronavirusa činitelj je koji djeluje na smanjenje inflatornih pritisaka napose u segmentu usluga povezanih s turizmom (primjerice usluge smještaja i prijevozne usluge) te pojedinih potrošnih dobara (rabljeni automobili i namještaj). Uz to na smanjenje inflatornih pritisaka djeluju i neizravni učinci pojeftinjenja naftnih preradevina na cijene dobara u čijoj se proizvodnji one značajno upotrebljavaju. S druge strane, među činiteljima koji djeluju na rast inflacije u 2020. ističu se administrativne odluke (povećanje trošarina na cigarete te zašećerena i alkoholna pića) te porast jediničnih troškova rada i troškova povezanih s provođenjem epidemioloških mjera, koji se prelijevaju na rast cijena pojedinih usluga (frizerske usluge, rekreativne i sportske usluge i sl.).²

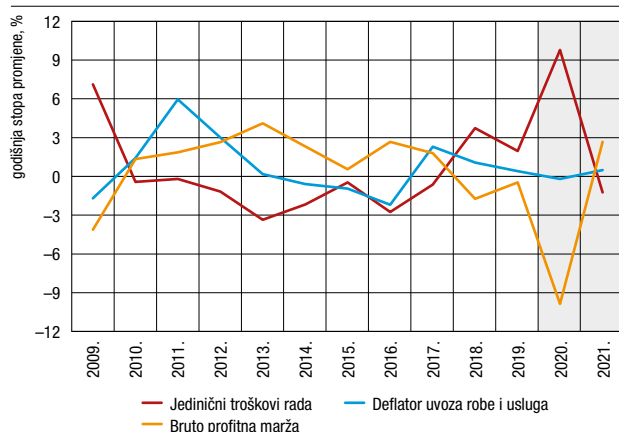
Što se tiče cijena hrane, njihova bi se prosječna godišnja stopa rasta u 2020. mogla ubrzati na 2,0% (s -0,2% u 2019.). Pritom je ubrzanje godišnjeg rasta cijena hrane bilo prisutno početkom 2020. godine, zbog učinka baznog razdoblja (odnosno iščezavanja učinka smanjenja stope PDV-a početkom 2019. na godišnju stopu promjene cijena) te u ožujku i travnju zbog povećane potražnje (stvaranje zaliha) te prekida u lancima nabave uzrokovanih pandemijom. Nasuprot tome, u nastavku 2020. godine prisutan je trend usporavanja godišnjeg rasta cijena hrane. Na to utječe nekoliko činitelja kao što su normalizacija protoka roba na granicama te smanjenje cijena svinjetine i voća na tržištu EU-a.

Za 2021. je godinu prognozirano ubrzanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena na 1,0%, što bi ponajviše trebalo biti rezultat očekivanog povećanja godišnje stope promjene cijena energije s -5,4% u 2020. na oko 0,5% u 2021. Nakon pozitivnih vijesti o razvoju/učinkovitosti cjepiva za koronavirus te smanjenja političke neizvjesnosti u SAD-u, kretanje cijena sirove nafte tipa Brent na terminkom tržištu upućuje na umjereni rast tih cijena tijekom 2021. godine, zbog očekivanog rasta potražnje.

1 U razdoblju od 2009. do 2019. godine

2 U spomenutim djelatnostima primjenjuju se mjere održavanja fizičkog razmaka, zbog čega je smanjen broj potrošača koji mogu istodobno koristiti određene usluge.

Slika 5.6. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



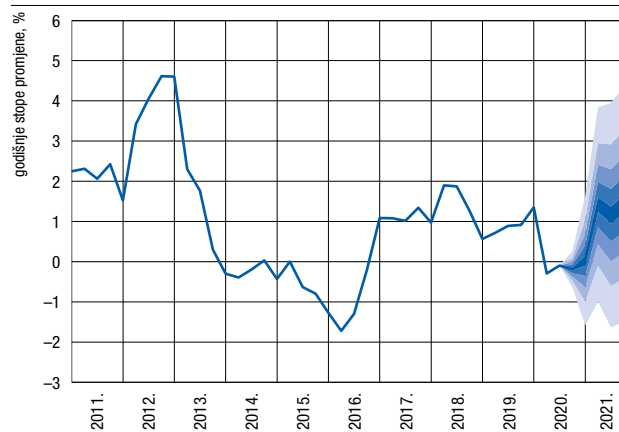
Napomena: Bruto profitna marža izračunata je kao razlika između godišnje stope promjene deflatora BDP-a i godišnje stope promjene jediničnih troškova rada.

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji trebao bi ponovno ući u pozitivno područje početkom drugog tromjesečja 2021. i zbog pozitivnog učinka baznog razdoblja odnosno iščezavanja učinka znatnog pojeftinjenja naftnih derivata nakon snažnog smanjenja globalne potražnje za naftom početkom pandemije.

Nadalje, prognozirano je da bi u 2021. u uvjetima oporavka potražnje moglo doći do blagog povećanja godišnje stope rasta indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije na oko 1,1% te bi ona i dalje mogla ostati niska i stabilna. Može se očekivati da će se u uvjetima postupnog oporavka turističke potražnje godišnja stopa rasta cijena usluga povezanih s turizmom vratiti u pozitivno područje. Niskoj i stabilnoj inflaciji pridonose i prigušeni inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja, ima li se na umu niska prognozirana inflacija u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. Tako je prognozirano da bi temeljna inflacija potrošačkih cijena u europodručju u 2021. mogla iznositi oko 0,7%³ (jednako kao i u 2020.), dok očekivani rast proizvođačkih cijena u Njemačkoj i Italiji u 2021. iznosi 0,7% odnosno 1,6%.⁴

Slika 5.7. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Izvori: DZS; izračun HNB-a

3 Mjereno HIPC-om iz kojeg su isključene cijene hrane, energije, pića i duhana.

4 Consensus Forecasts, studeni 2020.

S druge strane, u 2021. godini se očekuje usporavanje prosječne godišnje stope rasta cijena hrane na oko 1,0% (s 2,0% u 2020.), što bi ponajviše trebalo biti posljedica negativnog učinka baznog razdoblja, zbog iščezavanja učinka znatnog rasta cijena hrane početkom pandemije (tj. u prvoj polovini 2020.) na kretanje godišnje stope promjene cijena hrane.

Rizici odnosno neizvjesnost vezani uz projekciju inflacije u 2021. godini vrlo su izraženi. Kretanje inflacije u 2021. u velikoj mjeri ovisi o mogućem pogoršanju/poboljšanju epidemiološke situacije u odnosu na osnovni scenarij projekcije. Eventualno pogoršanje epidemiološke situacije u zemlji i uvođenje restriktivnijih epidemioloških mjera (u odnosu na osnovni scenarij projekcije) imali bi negativan učinak na gospodarsku aktivnost te bi zbog slabijeg i kasnijeg oporavka potražnje inflatorni pritisci u 2021. godini mogli biti manje izraženi. Usto, u slučaju manje

izraženog oporavka globalne gospodarske aktivnosti u 2021. godini, zbog potrebe provođenja restriktivnijih epidemioloških mjera i/ili moguće kasnije primjene učinkovitog i sigurnog cjepiva, inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja također bi se mogli smanjiti u odnosu na osnovni scenarij projekcije, prije svega zbog nižih cijena sirove nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu te niže inflacije u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. U slučaju poboljšanja epidemiološke situacije u odnosu na osnovni scenarij projekcije inflatorni bi pritisci u 2021. godini mogli biti nešto jače izraženi. Osim toga, postrožavanje epidemioloških mjera krajem studenoga 2020., koje između ostalog uključuje zatvaranje ugostiteljskih objekata, ponovno će otežati statističko mjerenje kretanja potrošačkih cijena zbog promjene strukture potrošnje i mogućeg imputiranja cijena.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

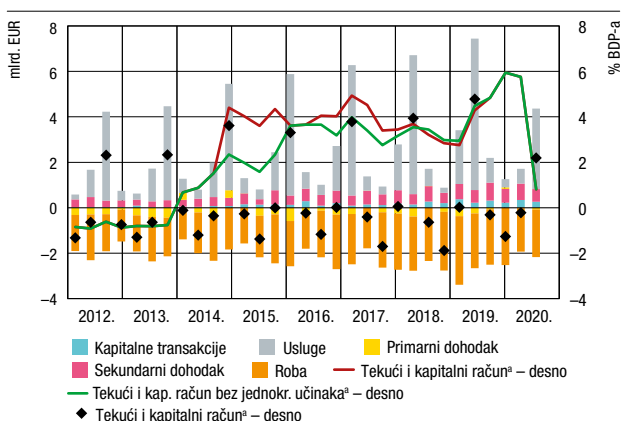
Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u trećem se tromjesečju 2020. snažno smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pandemija koronavirusa i s njom povezani strah od širenja zaraze te pogoršanje ekonomskih prilika snažno su pogodili turističku djelatnost. Unatoč relativno povoljnoj epidemiološkoj situaciji tijekom većeg dijela glavne turističke sezone i postupnom oporavku turističke aktivnosti, prihodi od turističke potrošnje stranih gostiju u trećem su tromjesečju 2020. bili gotovo upola manji nego u istom razdoblju prethodne godine, što je rezultiralo izraženim pogoršanjem salda na tekućem i kapitalnom računu. S druge strane, nepovoljna je kretanja ublažilo istovremeno smanjenje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog snažnije kontrakcije uvoza od izvoza robe izazvane padom osobne i investicijske potrošnje kao i zbog uvozne ovisnosti izvoza. Osim toga, zbog primjetno niže dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu smanjio se negativan saldo na osnovi dohodaka od ulaganja, dok je korištenje sredstava iz fondova EU-a dodatno ojačalo. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednja četiri tromjesečja, višak na tekućem i kapitalnom računu u razdoblju do kraja rujna 2020. iznosio je 0,8% BDP-a, što je izrazito pogoršanje u odnosu na cijelu 2019. kada

je ostvaren višak od 4,8% BDP-a, a poglavito odražava iznimno nepovoljna kretanja u trećem tromjesečju 2020. godine (Slika 6.1.).

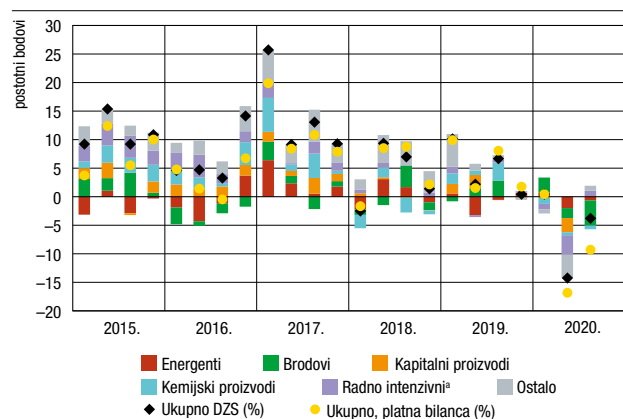
Vanjska trgovina i konkurentnost

Nakon što se prema platnobilančnim podacima⁵ u drugom tromjesečju robni izvoz smanjio za 16,7%, a uvoz za 26,4% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, u iduća je tri mjeseca pad izvoza iznosio 8,7%, a pad uvoza 10,6%. U skladu s tim manjak u robnoj razmjeni, nakon godišnjeg pada za 36,5% u drugom tromjesečju, u trećem se tromjesečju smanjio za 13,1%. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednja četiri tromjesečja, manjak na računu robe u razdoblju do kraja rujna iznosio je 17,9% BDP-a, što je poboljšanje za 1,4 postotna boda u odnosu na cijelu 2019. godinu.

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

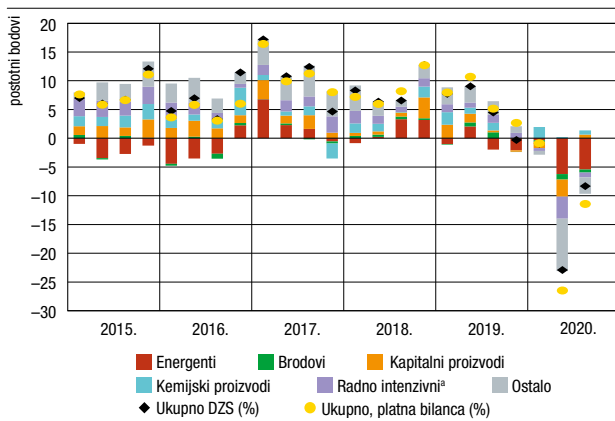


Slika 6.2. Robni izvoz godišnje stope promjene i doprinosi



- 5 Prema podacima DZS-a izvoz robe u trećem se tromjesečju 2020. smanjio za 4,5%, uvoz robe za 9,3%, a manjak u robnoj razmjeni za 17,7% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. O razlikama u obuhvatu robne razmjene prema podacima platne bilance i DZS-a vidi Okvir 3. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima, MKP broj 2, srpanj 2017.

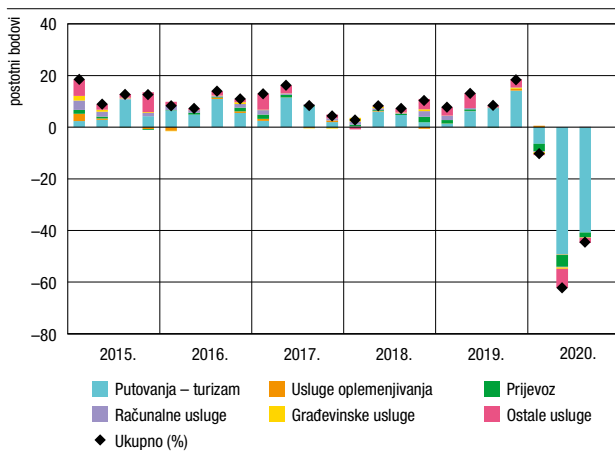
Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



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

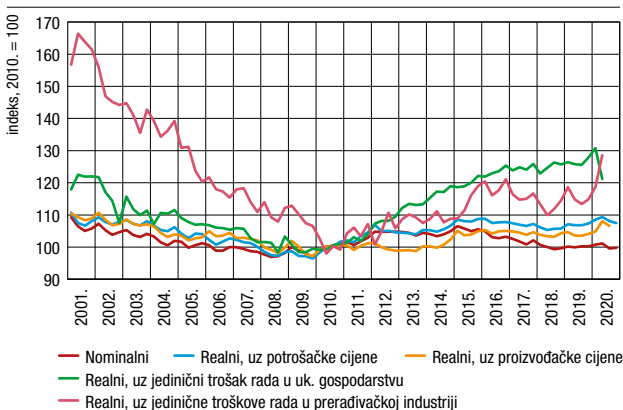
Izvori: DZS; HNB

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

Slika 6.5. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za četvrto tromjesečje 2020. kod nominalnog tečaja odnose se na listopad i studeni, a kod realnog tečaja uz potrošačke i proizvođačke cijene odnose se na listopad.

Izvor: HNB

Detaljni podaci DZS-a pokazuju da je godišnjem smanjenju ukupnoga robnog izvoza u trećem tromjesečju 2020. uglavnom pridonio pad izvoza ostalih prijevoznih sredstava, odnosno brodova, u Maltu i Maršalove Otoke (Slika 6.2.). Ostale su proizvodne kategorije zabilježile znatno slabiji pad izvoza, pri čemu se još može izdvojiti smanjenje izvoza energenata zbog pada izvoza nafte i naftnih derivata (prije svega u Bosnu i Hercegovinu i Italiju) te električne energije u Sloveniju te Mađarsku. Usto, smanjen je izvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda u Njemačku i Izrael. Nasuprot tome, pad ukupnog izvoza ublažen je rastom izvoza prehrambenih proizvoda, posebno žitarica i proizvoda od žitarica u Italiju.

Kada je riječ o robnom uvozu, godišnjem padu u trećem tromjesečju 2020. ponajviše je pridonio manji uvoz energenata (Slika 6.3.), prije svega nafte i naftnih derivata (iz Italije, Iraka i Azerbajdžana) te električne energije (iz Mađarske). Osim toga, smanjio se uvoz cestovnih vozila (iz Njemačke, Slovenije i Češke) te prehrambenih proizvoda, posebice mesa i mesnih prerađevina iz Poljske, Španjolske i Slovenije. S druge strane, povećao se uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda iz Belgije te pojedinih kategorija kapitalnih proizvoda (posebno električnih i pogonskih strojeva, aparata i uređaja iz Kine).

Zbog povoljne epidemiološke situacije Hrvatska je krajem drugog tromjesečja počela otvarati svoje granice za strane goste, što je rezultiralo djelomičnim oporavkom prihoda od turizma i usporavanjem pada ukupnog neto izvoza usluga. Godišnje smanjenje neto izvoza usluga u trećem je tromjesečju 2020. tako iznosilo 46,8%, nakon pada od 72,6% u drugom tromjesečju. Pogoršanje salda u međunarodnoj razmjeni usluga poglavito odražava znatan pad prihoda od turističke potrošnje nerezidenata (za 49,0% u odnosu na isto razdoblje lani, Slika 6.4.). Detaljnije se recentna turistička ostvarenja razmatraju u Okviru 1. Turizam u doba pandemije. S druge strane, istodobno se smanjila i potrošnja rezidenata u inozemstvu, i to za 57,0%. Promatranju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak u međunarodnoj razmjeni usluga smanjio se s 19,0% BDP-a u cijeloj 2019. na 11,2% u razdoblju do kraja rujna 2020. godine.

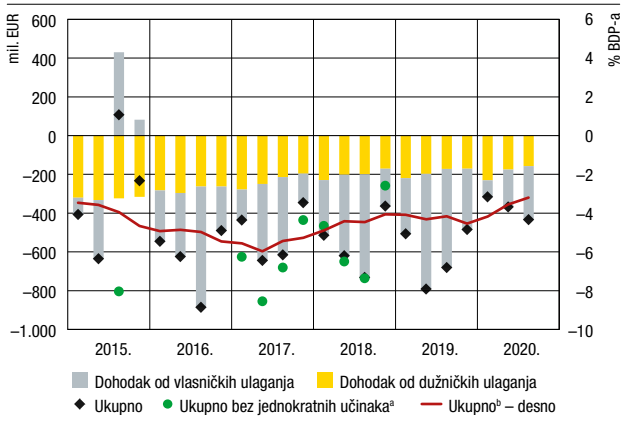
Nakon poboljšanja u prvoj polovini 2020. godine cjenovna konkurentnost hrvatskoga robnog izvoza u nastavku se godine blago pogoršala (Slika 6.5.). Aprecijacija realnih efektivnih tečajeva kune uz potrošačke i proizvođačke cijene u drugoj je polovini godine djelomice bila posljedica aprecijacije nominalnoga efektivnog tečaja kune, a djelomično bržeg rasta domaćih cijena u usporedbi s cijenama glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Kretanje realnih efektivnih tečajeva kune u turističkoj djelatnosti u razdoblju od ulaska Hrvatske u Europsku uniju do rujna 2020. opisuje se u Okviru 2. Cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma.

Dohoci i transakcije s EU-om

Negativan saldo na računu primarnog dohotka u trećem se tromjesečju 2020. godine znatno smanjio u odnosu na isto razdoblje prethodne godine kao posljedica nižeg manjka na osnovi dohodaka od ulaganja (Slika 6.6.). To poglavito odražava manje rashode od izravnih vlasničkih ulaganja zbog manje dobiti domaćih banaka i poduzeća (posebno iz djelatnosti pružanja smještaja, poslovanja nekretnina i naftne industrije) u vlasništvu nerezidenata. Znatno manje izraženo smanjili su se i neto kamatni troškovi po inozemnim dužničkim obvezama domaćih sektora.

Ukupni su neto prihodi od transakcija s proračunom EU-a u trećem tromjesečju 2020. porasli u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, čemu je uglavnom pridonijelo jače korištenje sredstava iz fondova EU-a, a manjim dijelom i niže uplate u proračun EU-a. Ipak, primjećuje se kako je prirast korištenja sredstava iz fondova EU-a bio nešto sporiji u odnosu na prvu

Slika 6.6. Dohoci od ulaganja

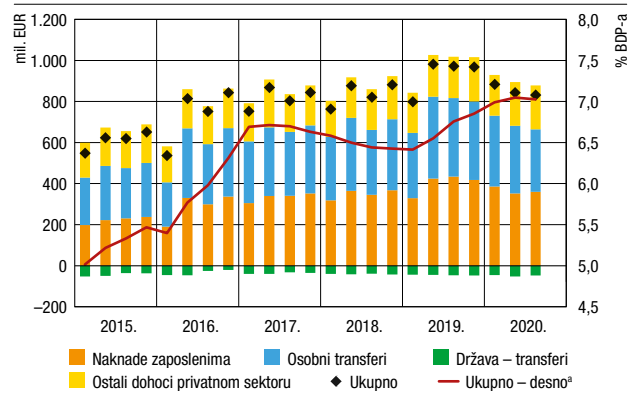


^a Jednokratni učinci uključuju konverziju kredita vezanih uz švicarski franak u 2015. te rezervacije banaka za kredite odobrene koncernu Agrokor u 2017. i 2018.

^b Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, isključujući jednokratne učinke

Izvor: HNB

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

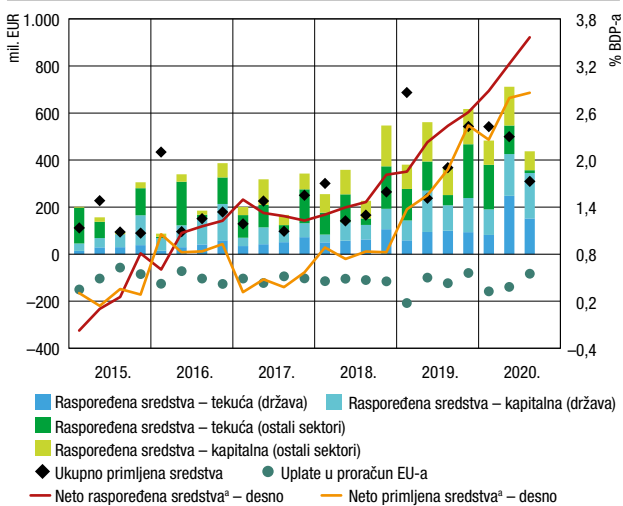


^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

Slika 6.7. Transakcije s proračunom EU-a



^a Zbroj posljednjih četiriju raspoloživih tromjesečja

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

Izvori: MF; HNB

polovinu godine. U strukturi iskorištenih sredstava veći se dio odnosio na sredstva kapitalne nego tekuće namjene, a među domaćim sektorima glavninu je sredstava iskoristila država. 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 3,6% BDP-a, koliko je iznosio na kraju rujna 2020. godine (Slika 6.7.). Istodobno se neto priljev ostalih dohodaka (koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a) smanjio zbog pada neto prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu i osobnih transfera (Slika 6.8.).

Projicirana kretanja

U posljednjem bi se tromjesečju 2020. manjak na tekućem i kapitalnom računu mogao znatno smanjiti u odnosu na isto

razdoblje prethodne godine, poglavito kao rezultat smanjenja manjka u robnoj razmjeni koje bi moglo nadmašiti daljnje pogoršanje u međunarodnoj razmjeni usluga. Međutim, očekivano smanjenje manjka na tekućem i kapitalnom računu u posljednjem tromjesečju moglo bi samo ublažiti snažno pogoršanje salda ostvareno u ranijem dijelu godine, zbog čega bi se višak na tekućem i kapitalnom računu u cijeloj 2020. mogao smanjiti na 1,4% BDP-a, u usporedbi s 4,8% BDP-a koliko je iznosio u 2019. godini. Promatra li se samo saldo tekućeg računa, pogoršanje bi moglo biti još izraženije te bi se na tekućem računu, prvi put nakon 2013., mogao ostvariti manjak od 1,0% BDP-a, u usporedbi s viškom od 2,8% BDP-a u 2019. godini.

Pad neto izvoza usluga glavni je činitelj ocijenjenog smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu u 2020. godini. To se najviše odnosi na smanjenje neto prihoda od usluga putovanja, čija bi se rekordna kontrakcija zbog pandemije mogla nastaviti i u posljednja tri mjeseca u godini. Na razini cijele godine prihodi od turizma mogli bi se više nego prepoloviti. Osim toga, očekuje se nastavak pada neto izvoza ostalih usluga, iako znatno slabijim intenzitetom u usporedbi s turizmom. Za razliku od međunarodne razmjene usluga, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom u 2020. mogao bi se zamjetno smanjiti i tako ublažiti nepovoljna kretanja na tekućem i kapitalnom računu. Pritom se zbog pada inozemne potražnje očekuje pad robnog izvoza, na tragu ostvarenja u prethodnom dijelu godine, kada se hrvatski robni izvoz pokazao razmjerno otpornim zabilježivši slabiji pad od većine usporedivih zemalja. Istovremeno bi pad robnog uvoza mogao biti izraženiji zbog pada domaće osobne i investicijske potražnje.

Uz robnu razmjenu s inozemstvom, nepovoljna bi kretanja na tekućem i kapitalnom računu u 2020. moglo ublažiti smanjenje neto rashoda na osnovi dohodaka od ulaganja te primjetno intenzivnije korištenje sredstava iz fondova EU-a. Ostvarenja za prvih devet mjeseci navješćuju snažno smanjenje dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu na razini cijele godine te kao posljedicu izrazito poboljšanje salda na računu primarnog dohotka. Također, očekuje se nastavak jačanja dinamike isplate sredstava krajnjim korisnicima iz fondova EU-a, te bi se tako pozitivan saldo s proračunom EU-a mogao povećati na 3,9% BDP-a u 2020. godini. Za razliku od toga, neto prihodi od osobnih doznaka u tekućoj bi se godini mogli smanjiti nakon pet godina neprekinutog rasta.

U skladu s pretpostavljenim oporavkom inozemne potražnje i

turističke aktivnosti u 2021. godini očekuje se rast viška na tekućem i kapitalnom računu, koji bi mogao dosegnuti 3,0% BDP-a. Povećanje viška većinom proizlazi iz prognoziranog rasta neto izvoza usluga te, u manjoj mjeri, daljnjeg rasta korištenja sredstava iz fondova EU-a. S druge strane, očekuje se primjetno pogoršanje salda u robnoj razmjeni, kao i salda na računu primarnog dohotka zbog rasta profitabilnosti domaćih poduzeća u stranom vlasništvu.

Pretpostavljena stabilizacija epidemiološke situacije s približavanjem ljetnih mjeseci mogla bi se snažno odraziti na kretanja u turizmu tijekom 2021. godine, u skladu s čime se očekuje snažan oporavak prihoda od turističke potrošnje stranih gostiju, koji bi mogao biti glavni činitelj rasta viška na tekućem i kapitalnom računu. Unatoč tome, ukupan bi financijski rezultat u turizmu i dalje mogao biti na znatno nižoj razini u usporedbi s pretkriznom, rekordnom 2019. godinom. S druge strane, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom mogao bi se znatno produbiti. Zbog oporavka potražnje najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera, poglavito iz europodručja, robni bi izvoz u 2021. mogao ostvariti primjetan rast. Ipak, istodobno bi rast robnog uvoza mogao biti još snažniji zbog oporavka osobne potrošnje i investicija, kao i izvoza robe i usluga, što bi zajedno sa znatno većom uvoznom bazom moglo rezultirati snažnim pogoršanjem vanjskotrgovinskog salda.

Pretpostavljeno pogoršanje salda na računu primarnog dohotka rezultat je postupnog oporavka dobiti banaka i poduzeća u inozemnom vlasništvu. S druge strane, višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija mogao bi se zamjetno povećati zbog daljnjeg intenziviranja korištenja sredstava iz fondova EU-a. Pritom se očekuje kako bi se u 2021., osim

sredstava iz sadašnje financijske perspektive, mogla početi koristiti sredstva iz nove financijske perspektive 2021. – 2027., sredstva iz novog instrumenta za oporavak (engl. *Next Generation EU*) kao i sredstva iz Fonda solidarnosti za obnovu Zagreba od potresa.

Projekcija kretanja na tekućem i kapitalnom računa izložena je znatnim rizicima. Znatan negativni rizik jest eventualno pogoršanje i dulje trajanje nepovoljne epidemiološke situacije u Hrvatskoj i najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima, koje bi s uvođenjem strožih epidemioloških mjera moglo rezultirati time da oporavak u idućoj godini bude sporiji od očekivanog, što bi dovelo i do sporijeg rasta izvoza robe i usluga u 2021. godini. Također je otvoreno pitanje hoće li pandemija rezultirati trajnim promjenama obrazaca ponašanja ekonomskih subjekata, s posljedicama na osobnu potrošnju i investicije, a onda i uvoz. Posebno je neizvjesno u kojoj bi mjeri pandemija mogla trajno promijeniti navike potrošača vezano uz međunarodna putovanja, zbog kojih bi se mogla promijeniti i strukturalna obilježja domaćeg turizma s primjetnim učincima na financijski rezultat. Unatoč pronalasku cjepiva, osim ograničenja u proizvodnji, nabavi i stavljanju cjepiva u široku uporabu, i dalje postoji rizik da će cjepivo biti nedjelotvorno zbog moguće mutacije koronavirusa. S druge strane, velik broj ljudi u Hrvatskoj i njezinim glavnim emitivnim tržištima mogao bi se cijepiti prije iduće turističke sezone, što je pozitivan rizik uz projekciju prihoda od turizma. Naposljetku, pozitivni i negativni rizici postoje i uz očekivano korištenje sredstava iz fondova EU-a, koji su s jedne strane prognozirani konzervativno u odnosu na ukupnu financijsku omotnicu, ali moguće je i da apsorpcija fondova EU-a bude slabija od očekivanja.

Okvir 1. Turizam u doba pandemije

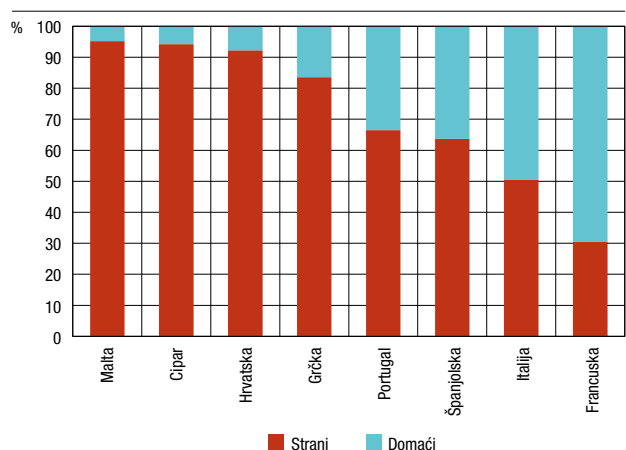
Turizam pripada onim gospodarskim djelatnostima koje su na globalnoj razini nerazmjerno snažno pogođene promjenama u ponašanju potrošača zbog izbijanja pandemije koronavirusa i restriktivnim epidemiološkim mjerama. Stoga se u ovom okviru s pomoću niza raspoloživih visokofrekventnih pokazatelja detaljno analizira dosadašnja turistička 2020. godina te prikazuje kako je pandemija utjecala, ne samo na razinu turističke aktivnosti, već i na strukturalna obilježja turizma u Hrvatskoj. Osim toga, turistička se ostvarenja u Hrvatskoj uspoređuju s ostalim mediteranskim zemljama, iz čega je vidljivo da je u dosadašnjem dijelu godine Hrvatska ostvarila primjetno bolje rezultate negoli bilo koja druga zemlja na Mediteranu.

Nakon izbijanja pandemije koronavirusa gotovo sve su zemlje svijeta u proljeće 2020. uvele restriktivne epidemiološke mjere kako bi suzbile širenje zaraze, pri čemu je među prvim mjerama najčešće bilo ograničenje međunarodnih putovanja i zatvaranje granica. Prema podacima UNWTO-a do sredine travnja 2020. gotovo je 96% svih svjetskih destinacija uvelo neki oblik ograničenja za dolazke stranih putnika⁶. U takvim se okolnostima činilo da će hrvatski turizam biti izrazito snažno pogođen pandemijom, posebno ako se uzme u obzir činjenica da glavninu noćenja i dolazaka u Hrvatskoj (više od 90%) ostvaruju strani turisti. To je uz Maltu i Cipar najviše među izravnom konkurencijom na Mediteranu⁷, dok je kod drugih zemalja domaća turistička komponenta mnogo izraženija (Slika 1.). S obzirom na to da se još u proljeće

moglo pretpostaviti da će dolazak stranih turista biti jako otežan i neizvjestan zbog najava o dugom trajanju ograničenja, a da zbog pogoršanja ekonomskih prilika u zemlji i niske razine raspoloživog dohotka domaći turisti neće moći u znatnijoj mjeri nadoknaditi izostanak stranih gostiju, očekivalo se da bi hrvatski turizam mogao biti među najpogođenijima na Mediteranu.

Međutim, iako je turistički sektor u Hrvatskoj tijekom pandemije pretrpio nerazmjerne štete u odnosu na većinu drugih

Slika 1. Udio stranih i domaćih gostiju u ukupno ostvarenim noćenjima u mediteranskim zemljama 2019.

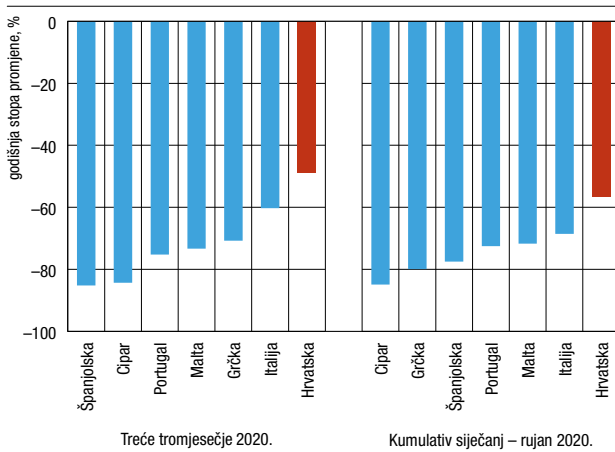


Izvor: Eurostat

6 UNWTO, 2020. Dostupno na: <https://www.unwto.org/news/covid-19-response-travel-restrictions>

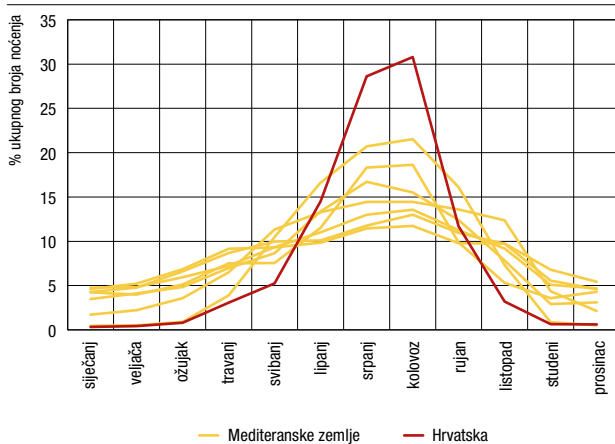
7 Mediteranskim se zemljama za potrebe ove analize smatraju sljedeće zemlje: Malta, Cipar, Grčka, Španjolska, Portugal, Italija i Francuska.

Slika 2. Godišnja stopa promjene ostvarenog broja noćenja stranih gostiju u trećem tromjesečju i prvih devet mjeseci 2020.



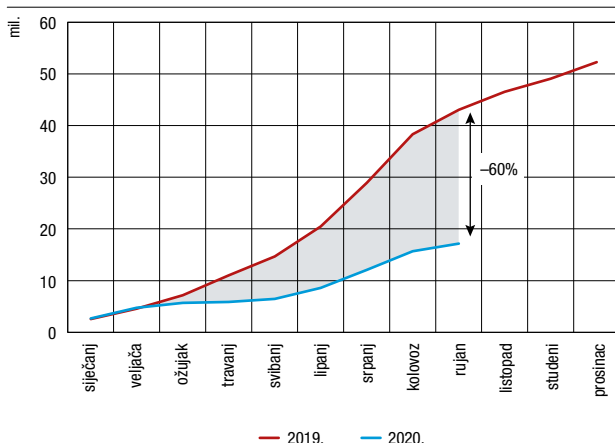
Izvori: Eurostat; DZS; nacionalni statistički uredi

Slika 3. Udio broja noćenja stranih gostiju po mjesecima u ukupnom godišnjem broju noćenja u 2019.



Izvor: Eurostat

Slika 4. Kumulativ ulazaka stranih putnika u Hrvatsku cestovnim prijevozom



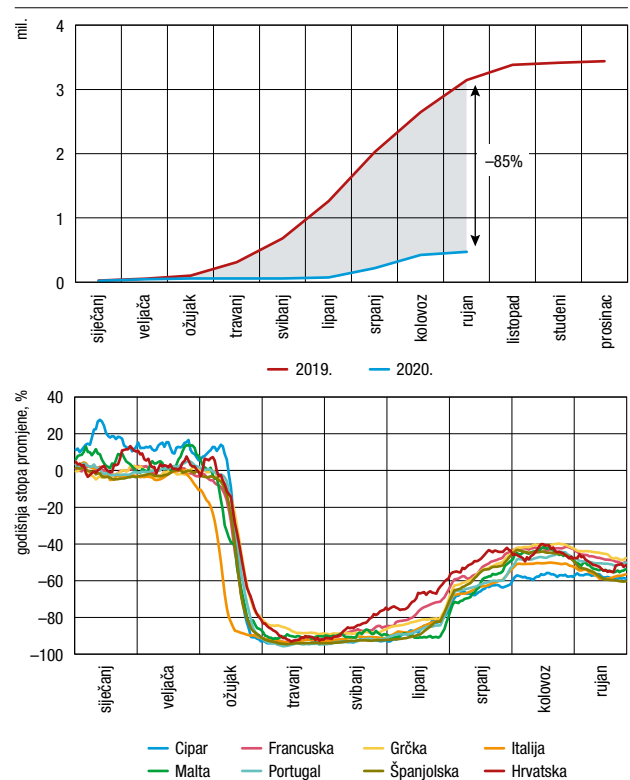
Izvor: MUP

gospodarskih djelatnosti, dostupni fizički pokazatelji upućuju na to da su i u trećem tromjesečju i u prvih devet mjeseci 2020. turistički rezultati u Hrvatskoj ipak bili primjetno bolji negoli kod bilo kojega drugog konkurenta na Mediteranu, a time i znatno iznad proljetnih očekivanja (Slika 2.).

Tome je pridonijelo nekoliko čimbenika, među kojima su i pojedina strukturalna obilježja domaćeg turizma koja bi se u uobičajenim okolnostima mogla kvalificirati kao razmjerno nepovoljna. Primjerice, turistička kretanja u Hrvatskoj imaju izrazitu sezonsku komponentu, znatno izraženiju negoli kod bilo kojega konkurenta. Prema podacima za 2019. gotovo se tri četvrtine svih noćenja stranih gostiju ostvari u razdoblju od lipnja do kolovoza (Slika 3.) te zbog toga Ministarstvo turizma i Hrvatska turistička zajednica već godinama provode niz aktivnosti kako bi potaknuli razvoj turizma u ostatku godine, posebice u kontinentalnom dijelu zemlje. Međutim, izrazita se sezonalnost u uvjetima pandemije pokazala kao olakotna okolnost te su otvaranje granica i povoljna epidemiološka situacija tijekom ljetnih mjeseci znatno više pridonijeli ukupnom turističkom rezultatu u Hrvatskoj negoli kod konkurencije na Mediteranu.

Osim toga, za razliku od konkurenata, u strukturi dolazaka stranih gostiju u Hrvatsku dominira cestovni prijevoz, a zračni je prijevoz znatno manje zastupljen, što bi se inače moglo smatrati još jednim strukturnim nedostatkom domaćeg turizma jer gosti koji dolaze zračnim prijevozom u prosjeku troše više. Međutim, zbog izrazite nesklonosti potrošača putovanju zrakoplovom tijekom pandemije zbog povećane mogućnosti zaraze, u zračnom su prijevozu zabilježeni znatno veći minusi nego u cestovnome. Podaci MUP-a pokazuju da je u prvih devet mjeseci ove godine pad ulazaka stranih putnika u Hrvatsku cestovnim prijevozom iznosio 60% u odnosu na isto razdoblje prošle godine (Slika 4.), pri čemu padu ulazaka cestovnim prijevozom značajno pridonosi

Slika 5. Kumulativ ulazaka stranih putnika u Hrvatsku zračnim prijevozom (gore) i broj međunarodnih zračnih dolazaka po zemljama (dolje)



Napomena: Na donjoj slici prikazani su sedmodnevni pomični prosjeci.
Izvori: MUP; aviationstack.com

i slabiji tranzit kroz Hrvatsku, koji je također dio statistike, kao i manji broj jednodnevnih ulazaka u zemlju, posebno iz susjednih BiH i Slovenije.

S druge strane, kod zračnog prijevoza pad ulazaka stranih putnika u prvih devet mjeseci 2020. iznosio je čak 85%.

Međutim, unatoč mnogo snažnijem padu zračnog prijevoza u usporedbi s cestovnim, dostupni visokofrekventni pokazatelji upućuju na to da je tijekom glavne turističke sezone u Hrvatskoj zabilježen i slabiji pad međunarodnih zračnih dolazaka u usporedbi s bilo kojom mediteranskom zemljom (Slika 5.).

Slika 6. Godišnja promjena broja noćenja prema emitivnom tržištu (gore), odredištu (sredina) i vrsti smještaja (dolje)

Emitivno tržište	Tržišni udio (%)	siječanj	veljača	ožujak	travanj	svibanj	lipanj	srpanj	kolovoz	rujan
Njemačka	21,5									
Slovenija	8,0									
Domaći turisti	8,0									
Austrija	7,8									
Poljska	6,4									
Italija	5,5									
Češka	5,5									
UK	4,8									
Mađarska	3,3									
Nizozemska	3,1									
Slovačka	3,1									
Francuska	2,4									
BIH	2,1									
SAD	1,8									
Švedska	1,6									
Švicarska	1,2									
Norveška	1,1									
Belgija	1,0									
Rusija	1,0									
Danska	0,9									

Odredište	Tržišni udio (%)	siječanj	veljača	ožujak	travanj	svibanj	lipanj	srpanj	kolovoz	rujan
Županija:										
Istarska	27,6									
Splitsko-dalmatinska	19,4									
Primorsko-goranska	16,0									
Zadarska	11,3									
Šibensko-kninska	5,5									
Dubrovačko-neretvanska	4,7									
Grad:										
Dubrovnik	4,7									
Rovinj	4,2									
Split	2,9									
Zagreb	2,5									
Pula	2,2									
Zadar	2,1									
Makarska	1,7									
Šibenik	1,6									
Opatija	1,4									
Rijeka	0,4									

Vrsta smještaja	Tržišni udio (%)	siječanj	veljača	ožujak	travanj	svibanj	lipanj	srpanj	kolovoz	rujan
Objekti u domaćinstvu	41,4									
Hotel	20,9									
Kamp	20,9									
Turističko naselje	3,4									
Apartman	3,4									
Soba za iznajmljivanje	1,5									
Turistički apartmani	1,2									
Hostel	0,9									
Studio apartman	0,8									
Kuća za odmor	0,7									
Pansion	0,5									
Aparthotel	0,2									
Objekti na OPG-u	0,1									

Napomene: Desetodnevni podaci zaključno s 30. rujna 2020. Podaci o tržišnom udjelu odnose se na 2019. Slika prikazuje godišnje stope promjene broja noćenja u desetodnevnom razdoblju u odnosu na isto razdoblje prošle godine, pri čemu se raspon kreće od maksimalne stope od 20% (osjenčano tamnozelenom) do negativne stope promjene od 100% (osjenčano tamnocrvenom).

Izvor: eVistor HTZ

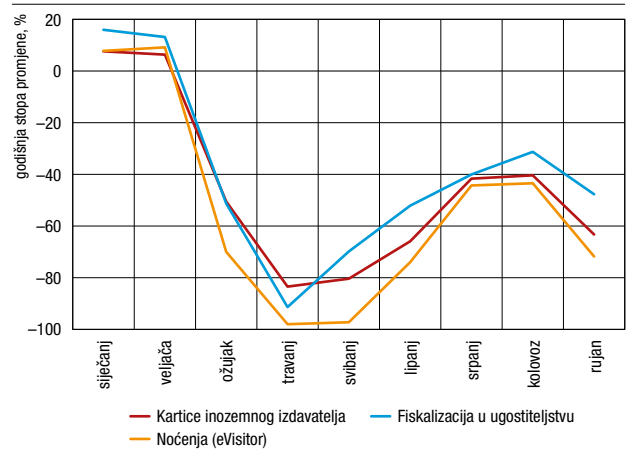
Budući da je s izbijanjem pandemije došlo do izrazitih promjena u obrascima ponašanja potrošača, svi dijelovi turističkog sektora nisu bili ravnomjerno pogođeni krizom te su se u ovogodišnjoj strukturi turističke aktivnosti primjetno promijenili uobičajeni trendovi.

Promatrano prema glavnim emitivnim tržištima, najmanji su pad fizičkih pokazatelja zabilježile zemlje čiji se gosti pretežno koriste cestovnim prijevozom kao načinom dolaska u Hrvatsku, a koje su ujedno imale razmjerno povoljnu epidemiološku situaciju, što se prije svega odnosi na Njemačku, Sloveniju, Austriju, Poljsku, Češku, Mađarsku i Švicarsku (Slika 6., gore). Kod navedenih je zemalja oporavak fizičkih pokazatelja započeo sredinom lipnja i intenzivirao se sve do kraja kolovoza, kada je s pogoršanjem epidemiološke situacije u Hrvatskoj velik broj zemalja odlučio znatno pooštriti uvjete putovanja svojih građana u Hrvatsku, uključujući Austriju, Sloveniju i Njemačku. S druge je strane oporavak tijekom cijele sezone bio zamjetno sporiji u zemljama s nepovoljnijom epidemiološkom situacijom, unatoč tome što se mnoge od njih nalaze u neposrednom okružju, poput Bosne i Hercegovine ili Italije. Istodobno su najveće stope pada zabilježene kod gostiju s emitivnih tržišta kojima je Hrvatska zrakoplovna destinacija, poput SAD-a, Ujedinjene Kraljevine, Norveške, Švedske i Rusije. Takva je dinamika kretanja utjecala na znatan porast koncentracije hrvatskog turizma u prvih devet mjeseci 2020., s obzirom na to da je pet glavnih emitivnih tržišta (Njemačka, Slovenija, Poljska, Češka i Austrija) bilo zaslužno za gotovo tri četvrtine ukupnog broja ostvarenih noćenja, što je porast za više od 20 postotnih bodova u odnosu na isto razdoblje prije.

Također, dinamika kretanja turističke aktivnosti znatno se razlikovala na regionalnoj razini (Slika 6., sredina). Najmanjim stopama pada turističke aktivnosti stranih gostiju posebno su se izdvajale županije u kojima u strukturi dominiraju gosti iz cestovnih destinacija. Posebno se to odnosi na Primorsko-goransku, Istarsku i Zadarsku županiju, kod kojih je oporavak u značajnijoj mjeri započeo već sredinom lipnja. Njima su se nešto poslije pridružile Splitsko-dalmatinska te Šibensko-kninska županija, kod kojih je intenzivniji oporavak započeo sredinom srpnja. Najlošijim rezultatima od svih jadranskih županija tijekom cijele sezone izdvaja se Dubrovačko-neretvanska, odnosno grad Dubrovnik, koji uobičajeno bilježe znatan broj dolazaka zrakoplovnim prijevozom. Za navedenu je županiju tek nešto povoljnija situacija bila zabilježena u prvih dvadeset dana kolovoza, kada se u značajnijoj mjeri počeo intenzivirati oporavak gostiju iz Ujedinjene Kraljevine, koji je prekinut već krajem kolovoza nakon što je s pogoršanjem epidemiološke situacije Ujedinjena Kraljevina odlučila staviti Hrvatsku na popis zemalja rizičnih za putovanje.

Neujednačena dinamika turističke aktivnosti također je bila izražena s obzirom na vrstu smještajnog kapaciteta (Slika 6., dolje). U mjesecima glavne turističke sezone najmanji je bio pad u turističkim naseljima, kampovima i najvećem broju oblika privatnog smještaja, kod kojih je oporavak ujedno zabilježen kudikamo prije nego u drugim oblicima smještaja. S druge strane, najveći su gubici zabilježeni u hotelima i hostelima, kod kojih ni u jednoj dekadi ljetnih mjeseci pad nije iznosio manje od 50%. Takva se kretanja mogu povezati s padom broja dolazaka iz zrakoplovnih destinacija, koji u prosjeku češće odsjedaju u hotelskom smještaju⁸. Osim toga, takva kretanja djelomično odražavaju i promjene obrazaca u ponašanju gostiju zbog izbijanja pandemije, odnosno veću sklonost vrstama smještaja u kojima se mogu osigurati sigurniji epidemiološki uvjeti. Jedno od glavnih obilježja

Slika 7. Godišnje stope promjene broja noćenja stranih gostiju, potrošnje po karticama inozemnog izdavatelja i vrijednosti fiskaliziranih računa u djelatnosti ugostiteljstva tijekom 2020.



Izvori: HTZ; HNB; Porezna uprava

hrvatskog turizma, i prije izbijanja pandemije, bila je pretežita usmjerenost prema privatnim oblicima smještaja i kampovima, dok je u hotelskom smještaju u 2019. ostvarena otprilike tek jedna četvrtina svih noćenja. To je primjetna razlika u usporedbi s prosjekom drugih mediteranskih zemalja, kod kojih u strukturi noćenja hotelski smještaj ima udio od gotovo 80%, dok je na Malti i Cipru on u 2019. prelazio i 90%. Razlika u usporedbi s mediteranskim zemljama tako bi se mogla i dodatno povećati s obzirom na dinamiku kretanja u 2020., koja je dovela do pada udjela hotelskog smještaja na tek otprilike 15%.

S obzirom na promjene u strukturi, odnosno zamjetno izraženiji pad turista iz zrakoplovnih destinacija, hotelskog smještaja i jadranskih županija koje se redom izdvajaju znatno većom prosječnom potrošnjom stranih gostiju, iznenađuje činjenica da prema dostupnim podacima financijski rezultat tijekom 2020. godine nije značajnije odstupao od fizičkih pokazatelja. Tako se na Slici 7. može vidjeti kako su financijski rezultati zasnovani na podacima Porezne uprave o vrijednosti fiskaliziranih računa u djelatnosti ugostiteljstva te HNB-a o potrošnji po karticama inozemnog izdavatelja čak nešto bolji od zabilježenih rezultata fizičkih pokazatelja iz sustava eVisitor.

Na kraju se može zaključiti da je unatoč snažnom padu turističke aktivnosti u Hrvatskoj ona ipak bila znatno manja u usporedbi s drugim mediteranskim zemljama. To je u najvećoj mjeri rezultat glavnih strukturnih obilježja hrvatskog turizma, odnosno visoke sezonalnosti u ljetnim mjesecima, koja se podudarila s poboljšanjem epidemiološke situacije, te pretežitog korištenja cestovnog prijevoza kao sredstva dolaska u Hrvatsku zbog blizine glavnih emitivnih tržišta. Međutim, uvjeti pandemije znatno su utjecali na promjenu strukture hrvatskog turizma. Koncentracija pet glavnih emitivnih tržišta, koje su ujedno pretežito cestovne destinacije, znatno se povećala, dok se udio turista iz zrakoplovnih destinacija dodatno smanjio. To je utjecalo i na pad udjela hotelskog smještaja te županija na samom jugu Hrvatske, koje su zbog veće ovisnosti o zrakoplovnim destinacijama bile vidljivije pogođene posljedicama pandemije tijekom ljetnih mjeseci. Unatoč navedenim promjenama dostupni financijski podaci ne upućuju na naglašenija odstupanja od dinamike fizičkih pokazatelja.

Okvir 2. Cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma

Ovim se okvirom razmatra kretanje cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma u razdoblju od ulaska u EU s pomoću posebno izračunatih pokazatelja realnih efektivnih tečajeva kune u turističkoj djelatnosti. Za razliku od realnih efektivnih tečajeva uz ukupne potrošačke cijene, koji su u razdoblju od 2013. do 2019. deprecirali, realni efektivni tečajevi uz cijene ugostiteljskih usluga i usluga smještaja upućuju na pogoršanje cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma u proteklih sedam godina, no taj je trend zaustavljen u vrijeme pandemije. Ipak, bez obzira na pogoršanje cjenovne konkurentnosti, godišnje stope rasta prihoda od turizma u razdoblju od 2013. do 2019. bile su više od dugoročnog prosjeka, što upućuje na značenje necjenovnih (kvalitativnih) činitelja koji su utjecali na povećanje tih prihoda u proteklih sedam godina.

Vanjska konkurentnost turizma pokazuje tržišnu poziciju pojedine zemlje u usporedbi sa zemljama konkurentima, a može se mjeriti različitim kvalitativnim ili kvantitativnim pokazateljima. S ciljem praćenja cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma, kao jednog od aspekata vanjske konkurentnosti, konstruiran je indeks realnoga efektivnog tečaja kune u turističkoj djelatnosti⁹. Njime se ocjenjuje cjenovna konkurentnost turizma RH za dvije referentne skupine zemalja: zemlje koje su glavna emitivna tržišta hrvatskog turizma (RH ostvaruje najveće prihode od turizma na osnovi potrošnje gostiju iz tih zemalja) te zemlje glavnih turističkih konkurenata. Indeks nominalnog tečaja kune prema valutama zemalja odabranoga referentnog tržišta deflaciran je relativnim odnosom ukupnog indeksa potrošačkih cijena (IPC-a) odnosno cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u RH i tim zemljama. Cijene ugostiteljskih usluga i usluga smještaja obuhvaćaju cijene specifične za turističku aktivnost: restorane i hotele. Relativna važnost pridružena cijena i tečaju ovisi o zastupljenosti pojedinoga emitivnog tržišta, odnosno važnosti pojedine zemlje konkurenta za turizam RH. Indeks je konstruiran tako da sporiji (brži) rast ukupnih cijena odnosno cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u RH nego u zemljama pojedine referentne skupine, uz nepromijenjeni nominalni efektivni tečaj, rezultira rastom, odnosno deprecijacijom (padom, odnosno aprecijacijom) indeksa realnoga efektivnog tečaja kune, što upućuje na to da cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma jača (slabi) u odnosu na promatrane zemlje.

Realni efektivni tečaj kune prema valutama zemalja najvažnijih emitivnih tržišta

Kod izračuna indeksa realnoga efektivnog tečaja kune prema valutama najvažnijih emitivnih tržišta ponderi koji odražavaju relativnu važnost pojedine zemlje temelje se na strukturi ukupnih prihoda od turizma u RH. Odabrano je 16 zemalja¹⁰ koje su generirale u prosjeku gotovo 85% ukupnih prihoda od turizma u razdoblju od 2013. do 2019. godine. Ponderi koji su im dodijeljeni prikazani su u Tablici 1. a).

Realni efektivni tečaj kune prema glavnim emitivnim tržištima uz ukupan IPC kao deflator (IRET_IPC_Turizam) tijekom proteklih je sedam godina (od ulaska Hrvatske u Europsku uniju do rujna 2020.) oslabio za 4% (Slika 1.), što upućuje na poboljšanje cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma. Takvo kretanje odražava sporiji rast potrošačkih cijena u Hrvatskoj u usporedbi

s glavnim emitivnim tržištima, a bilo je tek djelomično ublaženo aprecijacijom nominalnoga efektivnog tečaja u tom razdoblju. Kretanje realnoga efektivnog tečaja kune prema glavnim emitivnim tržištima u promatranom razdoblju nije značajnije odstupalo od kretanja standardnoga realnog efektivnog tečaja (koji se temelji na strukturi trgovine prerađivačkim proizvodima), što se može objasniti sličnostima u strukturi pondera za izračun realnih efektivnih tečajeva kune prema glavnim turističkim emitivnim tržištima i standardnoga realnog efektivnog tečaja.

Promatra li se struktura turističke potrošnje nerezidenata, u prosjeku se oko 70% ukupne potrošnje odnosi na usluge smještaja i ugostiteljske usluge¹¹, dok se preostalih 30% odnosi na kupovinu potrošnih dobara, gorivo, najam vozila i plovila te ostalo. Zbog toga se za praćenje cjenovne konkurentnosti turizma rabi i realni efektivni tečaj deflaciran cijena restorana i hotela (IRET_RH_Turizam). Za razliku od indeksa realnoga efektivnog tečaja deflaciranog ukupnim potrošačkim cijena, koji je u proteklih sedam godina deprecirao, indeks deflaciran cijena restorana i hotela u istom je razdoblju aprecirao približno za 4%. To je u najvećoj mjeri bilo posljedica aprecijacije nominalnoga efektivnog tečaja kune (poglavito zbog jačanja kune prema euru), a tek manjim dijelom bržeg rasta cijena restorana i hotela u Hrvatskoj u usporedbi s glavnim emitivnim tržištima. Brži rast

Tablica 1. Ponderi za izračun realnoga efektivnog tečaja kune

a) emitivna tržišta (%)			
Njemačka	27,4	Francuska	3,2
Italija	13,6	Slovačka	3,0
Austrija	12,2	Češka	3,0
Slovenija	9,0	Mađarska	2,7
Ujedinjena Kraljevina	5,8	Švedska	2,2
Švicarska	4,4	Rusija	2,2
Nizozemska	4,3	SAD	1,9
Poljska	3,7	Belgija	1,4
b) zemlje konkurenti (%)			
Italija	30,3	Portugal	4,9
Španjolska	26,0	Bugarska	2,5
Francuska	24,9	Cipar	1,1
Grčka	9,4	Malta	0,9
c) zemlje – standardni IRET_IPC			
Njemačka	19,5	Belgija	2,8
Italija	13,1	Bosna i Hercegovina	2,7
Slovenija	8,1	Španjolska	2,5
Austrija	7,7	Srbija	2,2
Kina	7,4	Ujedinjena Kraljevina	2,1
Mađarska	4,8	Turska	2,0
Nizozemska	4,3	Slovačka	1,9
Francuska	4,1	Švicarska	1,6
SAD	4,0	Japan	1,1
Poljska	3,5	Švedska	1,0
Češka	2,9	Rusija	0,8

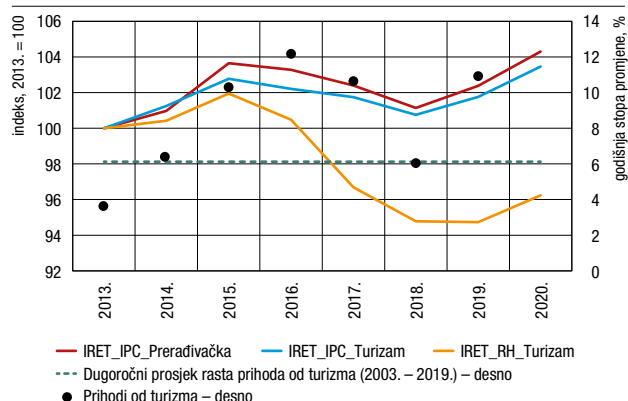
Izvori: HNB; Eurostat

⁹ Indeks realnoga efektivnog tečaja kune u turizmu koristio se i u Okviru 2. Konkurentnost Hrvatske u turizmu, Bilten HNB-a br. 194, srpanj 2013.

¹⁰ Samo 16 zemalja zadovoljava kriterije udjela većeg od 1% u strukturi noćenja u RH te dostupnosti i potpunosti podataka o tečajevima i cijenama ugostiteljskih usluga. Bosna i Hercegovina te Srbija nisu uključene u izračun zbog neraspoloživosti podataka premda generiraju više od 1% ukupnih prihoda Hrvatske od turizma.

¹¹ Potrošnja rezidenata na ugostiteljske usluge i usluge smještaja znatno je manja te iznosi oko 5%.

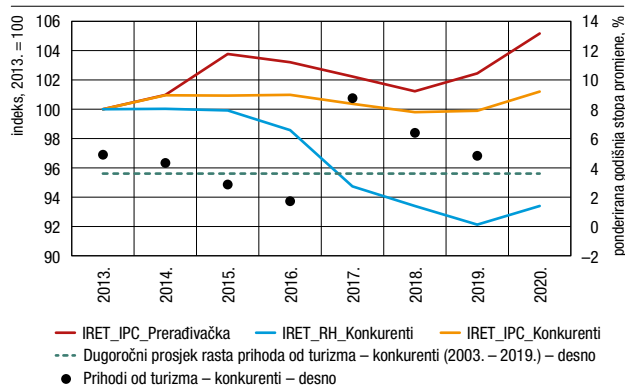
Slika 1. Usporedba realnih efektivnih tečajeva kune u turizmu (prema emitivnim tržištima) i prerađivačkoj industriji



Napomene: Serija IRET_IPC_Prerađivačka odnosi se na indeks realnoga efektivnog tečaja kune deflaciran ukupnim indeksom potrošačkih cijena uz ponderu koji odražavaju strukturu trgovine prerađivačkih proizvoda, IRET_IPC_Turizam na indeks realnoga efektivnog tečaja kune deflaciran ukupnim indeksom potrošačkih cijena uz ponderu koji odražavaju strukturu prihoda od turizma, a IRET_RH_Turizam na indeks realnoga efektivnog tečaja kune deflaciran indeksom cijena restorana i hotela uz ponderu koji odražavaju strukturu prihoda od turizma. Podaci za 2020. godinu odnose se na razdoblje siječanj – rujan.

Izvori: Eurostat; OECD; izračun HNB-a

Slika 2. Usporedba realnih efektivnih tečajeva kune u turizmu (prema konkurentima) i prerađivačkoj industriji



Napomene: Serija IRET_IPC_Prerađivačka odnosi se na indeks realnoga efektivnog tečaja kune deflaciran ukupnim indeksom potrošačkih cijena uz ponderu koji odražavaju strukturu trgovine prerađivačkih proizvoda, IRET_IPC_Konkurenti na indeks realnoga efektivnog tečaja kune deflaciran ukupnim indeksom potrošačkih cijena uz ponderu konkurenata koji uzimaju u obzir glavna emitivna tržišta hrvatskog turizma, a IRET_RH_Konkurenti na indeks realnoga efektivnog tečaja kune deflaciran indeksom cijena hotela i restorana uz ponderu konkurenata koji uzimaju u obzir glavna emitivna tržišta hrvatskog turizma. Podaci za 2020. godinu odnose se na razdoblje siječanj – rujan.

Izvori: Eurostat; OECD; izračun HNB-a

tih cijena u Hrvatskoj nego u promatranim zemljama zabilježen je tijekom 2016. i 2017. godine¹², pri čemu se rast cijena u 2017. može objasniti povećanjem stope PDV-a na ugostiteljske usluge u RH s 13% na 25%.

Bez obzira na pogoršanje cjenovne konkurentnosti godišnja stopa rasta prihoda od turizma tijekom proteklih se sedam godina (uz iznimku 2013. godine) nalazila oko ili iznad dugoročnog prosjeka (koji obuhvaća razdoblje od 2003. do 2019. godine). Više stope rasta prihoda od turizma djelomično se mogu povezati s pozitivnim učincima ulaska Hrvatske u Europsku uniju 2013. godine i s necjenovnim čimbenicima koji utječu na konkurentnost hrvatskog turizma. Naime, Hrvatska se u usporedbi s konkurentskim zemljama posebno izdvaja turističkom infrastrukturom, sigurnošću i prirodnim resursima.¹³

Što se tiče recentnog kretanja u 2020., kada je turizam bio posebno pogođen pandemijom koronavirusa, cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma u prvih se devet mjeseci blago poboljšala. Realni efektivni tečajevi kune uz ukupan IPC i uz cijene ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u razdoblju od siječnja do rujna 2020. deprecirali su za 1% u odnosu na 2019., što je djelomično bilo posljedica deprecijacije nominalnoga efektivnog tečaja kune, a djelomično povoljnih cjenovnih kretanja u Hrvatskoj u usporedbi s cijenama u glavnim emitivnim tržištima. Ipak, pritom treba voditi računa da je proljetno zatvaranje gospodarstva značajno otežalo prikupljanje statističkih podataka¹⁴ te su cijene ugostiteljskih usluga u travnju gotovo u cijelosti, a u svibnju i lipnju djelomično imputirane. Imputacija cijena ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj pritom se odnosila na povlačenje posljednje zabilježene cijene kod restorana, kafića i kantina odnosno na imputiranje s mjesečnom promjenom prethodne godine kod usluga smještaja.

Realni efektivni tečaj kune prema zemljama konkurentima

Realni efektivni tečaj kune konstruiran je i prema valutama Italije, Španjolske, Francuske, Grčke, Portugala, Bugarske, Cipra i Malte – zemalja koje su glavni konkurenti turizmu RH.¹⁵ Ponderi dodijeljeni pojedinoj zemlji vidljivi su u tablici 1. b), a temelje se na potrošnji gostiju iz najvažnijih emitivnih tržišta za hrvatski turizam u konkurentskim zemljama. Indeks realnoga efektivnog tečaja konstruiran na taj način pokazuje promjenu cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma u odnosu na izravne konkurente, uzmu li se u obzir glavna emitivna tržišta za hrvatski turizam. Primjerice, sporiji rast cijena restorana i hotela u RH u odnosu na iste cijene kod konkurenata pridonosi jačanju relativne cjenovne privlačnosti turizma RH naprema turističkim konkurentima.

Konkurentnost hrvatskog turizma prema zemljama konkurentima mjerena realnim efektivnim tečajem kune deflaciranim ukupnim IPC-om tijekom posljednjih sedam godina nije se značajnije mijenjala (Slika 2.). Međutim, promatra li se cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma mjerena realnim efektivnim tečajem kune deflaciranim cijenama ugostiteljskih usluga i usluga smještaja uz ponderu konkurenata, u razdoblju od 2013. do 2019. godine primjetljivo je značajno pogoršanje cjenovne konkurentnosti, koje je poglavito posljedica rasta domaćih cijena bržeg od rasta cijena konkurenata, a u manjoj mjeri i jačanja kune.

Za razliku od Hrvatske kod koje je stopa rasta prihoda od turizma u proteklih sedam godina uglavnom bila značajno viša od dugoročnog prosjeka, ponderirana stopa rasta prihoda od turizma u zemljama konkurentima u proteklih sedam godina u prosjeku nije značajnije odstupala od dugoročnog prosjeka rasta. Osim toga, unatoč pogoršanju cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma u odnosu na zemlje konkurente, prosječna stopa rasta prihoda od turizma u Hrvatskoj je u proteklih sedam godina bila za 3,8 postotnih bodova viša od prosječne stope rasta prihoda od turizma u zemljama konkurentima, što također upućuje na važnost necjenovnih čimbenika kao odrednice hrvatskih turističkih rezultata.

¹² Rast cijena ugostiteljskih usluga u Hrvatskoj tijekom 2016. i 2017. godine iznosio je 8%, dok je ponderirani rast cijena u promatranim zemljama u istom razdoblju iznosio 4%.

¹³ Više o tome vidi primjerice u Okviru 2. Izvoz turističkih usluga – recentna kretanja i očekivanja, Makroekonomska kretanja i prognoze, srpanj 2019.

¹⁴ Više o tome vidi u Okviru 3. Metodološki pristup izračunu indeksa potrošačkih cijena u vrijeme pandemije COVID-19, Makroekonomska kretanja i prognoze, srpanj 2020.

¹⁵ Valuta svih zemalja konkurenata jest euro, izuzevši Bugarsku, čija je valuta lev fiksirana uz vrijednost eura. U konkurente se ubraja i Turska, koja zbog nedostupnosti podataka nije uzeta u obzir pri izračunu realnih efektivnih tečajeva prema valutama zemalja konkurenata.

Recentna kretanja u 2020. upućuju na blago poboljšanje konkurentnosti hrvatskog turizma. Realni efektivni tečajevi prema valutama zemalja konkurenata (deflacionirani i ukupnim IPC-om i cijenama restorana i hotela) tako su u razdoblju od siječnja do rujna 2020. godine deprecirali približno za 3%. Deprecijacija je pritom djelomično bila posljedica slabljenja kune u odnosu na euro, a djelomično povoljnijih cjenovnih kretanja u Hrvatskoj u usporedbi s tim zemljama.

Može se zaključiti sljedeće. Iako je u razdoblju od ulaska Hrvatske u EU do 2020. kuna ojačala prema euru, a stoga i prema drugim valutama zemalja glavnih emitivnih tržišta te zemalja konkurenata, brži rast ukupnih potrošačkih cijena u tim zemljama

nego u Hrvatskoj sprječio je aprecijaciju realnih efektivnih tečajeva kune. Međutim, cjenovna konkurentnost hrvatskog turizma mjerena realnim efektivnim tečajevima uz cijene ugostiteljskih usluga i usluga smještaja u proteklih se sedam godina pogoršala, čemu je uz jačanje kune pridonio i brži rast cijena domaćih usluga u usporedbi s referentnim tržištima. Ipak, recentna kretanja u vrijeme pandemije upućuju na zaključak da su povoljnija cjenovna kretanja, praćena slabljenjem kune prema euru i ostalim valutama, pridonijela poboljšanju cjenovne konkurentnosti hrvatskog turizma, i prema zemljama glavnih emitivnih tržišta i prema zemljama konkurentima.

7. Financiranje privatnog sektora

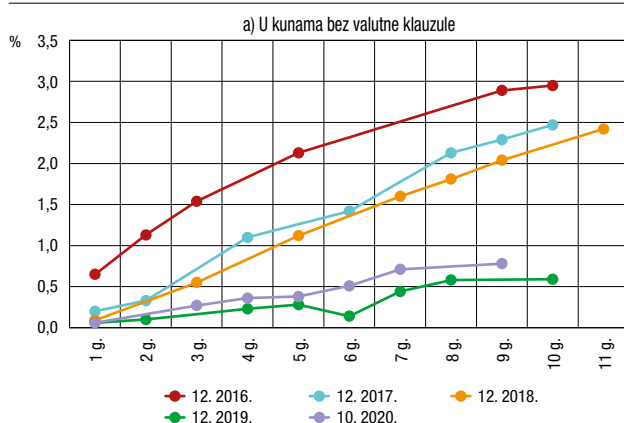
Rast zaduživanja privatnog sektora usporio se tijekom druge polovine 2020. godine. U istom se razdoblju troškovi financiranja domaćih sektora ili nisu znatnije promijenili ili su bili na višoj razini u odnosu na razinu prije izbijanja pandemije, čemu je pridonio i dalje razmjerno visok udio ponovno ugovorenih kredita poduzećima koji su bili odobreni uz više kamatne stope u odnosu na prvi put ugovorene kredite. Tijekom trećeg tromjesečja banke su nastavile pooštravati standarde odobravanja kredita poduzećima, dok su standardi odobravanja kredita stanovništvu ublaženi.

Nakon blagog rasta u prvoj polovini godine troškovi zaduživanja države, koji su jedna od odrednica troškova zaduživanja ostalih domaćih sektora, smanjili su se na razinu s kraja prethodne godine ili čak i nešto ispod te razine. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise na domaćem tržištu u listopadu 2020. zadržala se na 0,06% (Slika 7.2.), odnosno na razini dosegnutoj još u listopadu 2019. godine. Istodobno se kamatna stopa na eurske trezorske zapise istog dospelja izdane na domaćem tržištu spustila na -0,05%. Dugoročni troškovi financiranja države u listopadu su također bili povoljniji nego u prvoj polovini godine (Slike 7.1.), pri čemu se ističe pad prinosa na dvogodišnju državnu obveznicu u kunama s valutnom klauzulom u eurima na -1,2%. Tijekom prve polovine godine država je izdala više dugoročnih obveznica radi refinanciranja obveza i

financiranja mjera za pomoć gospodarstvu nakon izbijanja pandemije. Pritom su troškovi financiranja ostali povoljni budući da su se prinosi pri izdavanju kretali od 0,37% za kunsku petogodišnju obveznicu do 1,28% za obveznicu u kunama s valutnom klauzulom u eurima i ročnosti 20 godina, što je izdanje s dosad najduljim rokom dospelja. Država nije izdavala obveznice tijekom druge polovine 2020. jer su potrebe za dugoročnim financiranjem realizirane u ranijem dijelu godine.

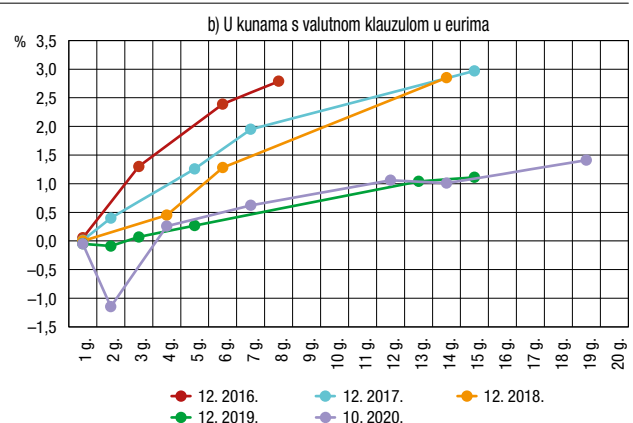
Smanjivanje troškova financiranja nakon početnog šoka pandemije odražava i trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu. Nakon što je porastao na 2,1% krajem ožujka, taj se trošak kontinuirano smanjivao, uglavnom zbog pada indeksa EMBI za Hrvatsku, te je u studenome iznosio 0,7% (Slika 7.3.). Premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) za Hrvatsku se, nakon porasta na 91 bazni bod tijekom ožujka, stabilizirala i u razdoblju do kraja rujna smanjila na 71 bazni bod, nakon čega je blago porasla te krajem studenoga iznosila 76 baznih bodova. Agencije za dodjelu kreditne ocjene države Standard & Poor's i Fitch zadržale su investicijski kreditni rejting Hrvatske na BBB– uz stabilne izgleda, dok je agencija Moody's sredinom studenoga povećala rejting Hrvatske s Ba2 s pozitivnim izgledima na Ba1 uz stabilne izgleda, što je jedna razina ispod investicijske ocjene.

Slika 7.1. Prinosi do dospelja na obveznice RH



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

Izvor: HNB



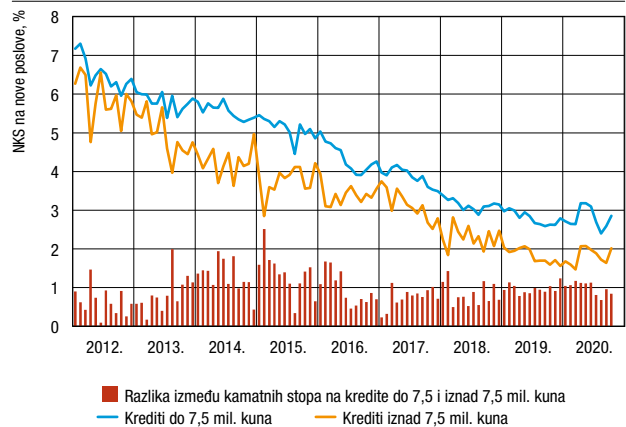
Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje trezorske zapise s valutnom klauzulom u eurima; pritom se podatak za kraj 2016. odnosi na studeni, a za kraj 2017. i 2019. na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

Izvor: HNB

Što se tiče poduzeća, u razdoblju od srpnja do listopada prosječna kamatna stopa na kratkoročno zaduživanje poduzeća kod banaka u kunama bez valutne klauzule nije zabilježila znatnije promjene u odnosu na zadnje tromjesečje prethodne godine (Slika 7.2.). Međutim, prosječna kamatna stopa na dugoročne kredite s valutnom klauzulom bila je u istom razdoblju za 0,4 postotna boda veća u odnosu na četvrto tromjesečje 2019. godine (Slika 7.3.). Takva kretanja uglavnom su rezultat većih iznosa ponovno ugovorenih kredita koji su bili odobreni uz više kamatne stope u odnosu na prvi put ugovorene kredite. Taj je učinak bio najznačajniji tijekom drugog tromjesečja kada su uglavnom odobravani moratoriji, ali udio ponovno ugovorenih kredita u ukupnim kreditima bio je razmjerno visok i u idućim mjesecima. Ako se promatraju prosječni troškovi financiranja prema iznosu kredita, prosječna kamatna stopa na kredite iznad 7,5 mil. kuna u razdoblju od srpnja do listopada povećala se za 0,2 postotna boda u odnosu na četvrto tromjesečje prethodne godine, dok se kamatna stopa na kredite do 7,5 mil. kuna blago smanjila (Slika 7.4.).

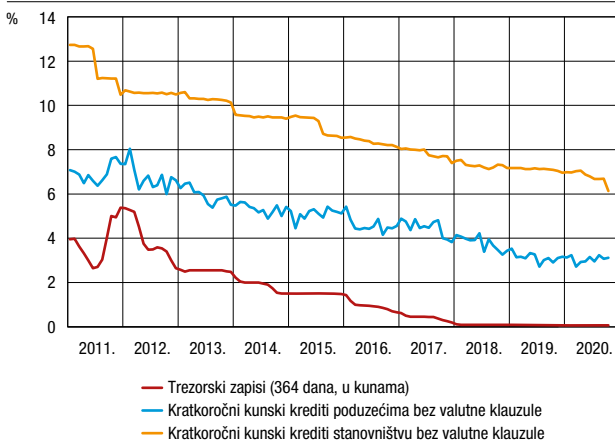
Prosječna kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule nastavila se smanjivati te je u

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



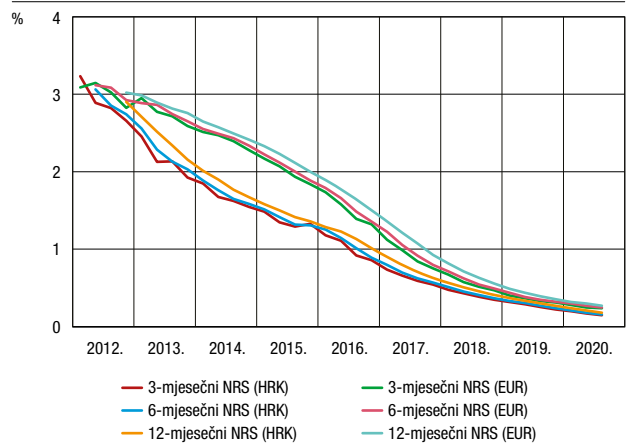
Izvor: HNB

Slika 7.2. Kratkoročni troškovi financiranja u kunama bez valutne klauzule



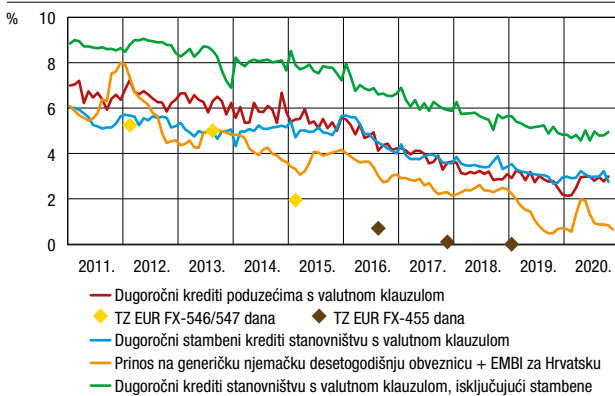
Izvori: MF; HNB

Slika 7.5. Nacionalne referentne stope (NRS)



Napomena: Prikazane stope odnose se na stope za sve fizičke i pravne osobe.
Izvori: HUB; HNB

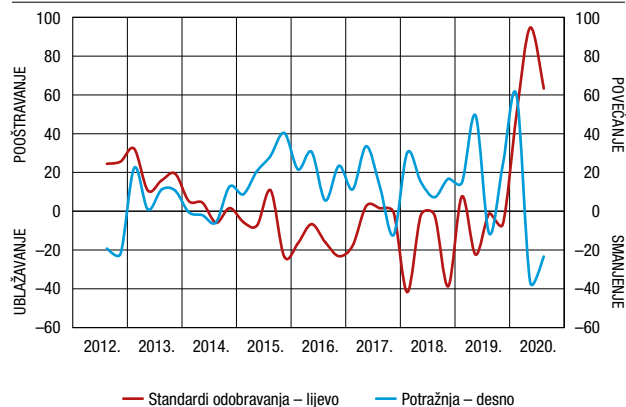
Slika 7.3. Dugoročni troškovi financiranja u kunama s valutnom klauzulom i devizama



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.

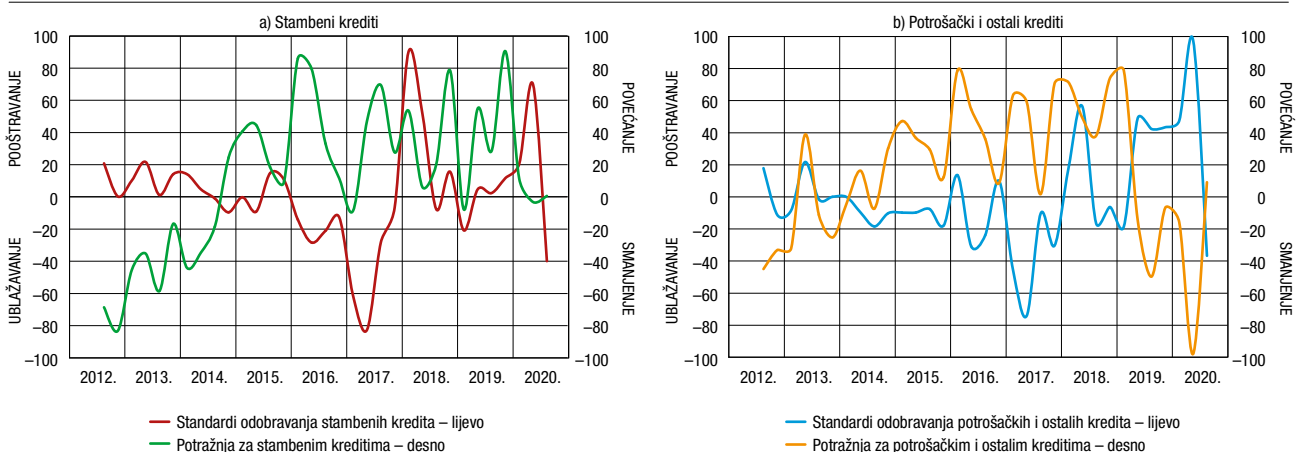
Izvori: MF; Bloomberg; HNB

Slika 7.6. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima



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

Slika 7.7. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu



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

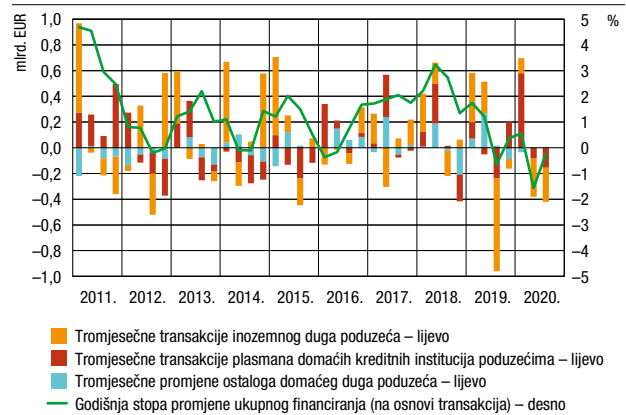
razdoblju od srpnja do listopada bila za 0,5 postotnih bodova niža nego u zadnjem tromjesečju 2019. (Slika 7.2.). U istom je razdoblju prosječna kamatna stopa na dugoročne stambene kredite s valutnom klauzulom bila veća za 0,2 postotna boda, što je djelomice rezultat smanjene razine kamatnih stopa u posljednjem tromjesečju 2019. zbog provođenja programa subvencioniranja stambenih kredita. Istodobno je kamatna stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom, isključujući stambene kredite, bila manja za 0,1 postotni bod (Slika 7.3.).

Održavanju povoljnih uvjeta financiranja privatnog sektora pridonosi daljnje smanjivanje troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava u uvjetima izrazito ekspanzivne monetarne politike i povijesno najviših viškova likvidnosti. Nakon rasta u prvoj polovini godine EURIBOR se smanjio i tijekom studenoga dosegao dosad najnižu razinu (Slika 2.6.), dok se nacionalna referentna stopa (NRS)¹⁶ nastavila blago smanjivati i u trećem tromjesečju (Slika 7.5.).

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka u trećem se tromjesečju nastavilo pooštavanje standarda za kredite poduzećima (Slika 7.6.), na što su utjecali nepovoljni izgledi industrije ili pojedinog poduzeća, negativna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima i rizik kolaterala. Nastavio se i pad potražnje za kreditima, na što je najviše utjecalo smanjivanje investicija, a taj su pad ublažile potrebe poduzeća za restrukturiranjem duga i financiranjem obrtnoga kapitala. U skladu s time rast potražnje jedino je zabilježen kod kratkoročnih kredita.

Nakon snažnog pooštavanja tijekom prve polovine 2020. banke su u trećem tromjesečju ublažile standarde odobravanja kredita stanovništvu, u podjednakoj mjeri za stambene te potrošačke i ostale kredite (Slika 7.7.). Na takva kretanja utjecalo je poboljšanje očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima, pri čemu se kod stambenih kredita dodatno ističe bolja perspektiva tržišta nekretnina, a kod potrošačkih i ostalih kredita konkurencija među bankama. Potražnja za potrošačkim i ostalim kreditima blago je porasla u trećem tromjesečju pod utjecajem rasta pouzdanja potrošača i potrošnje trajnih dobara, nakon što je u prethodnom tromjesečju ostvaren najsnažniji pad potražnje od

Slika 7.8. Financiranje poduzeća



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

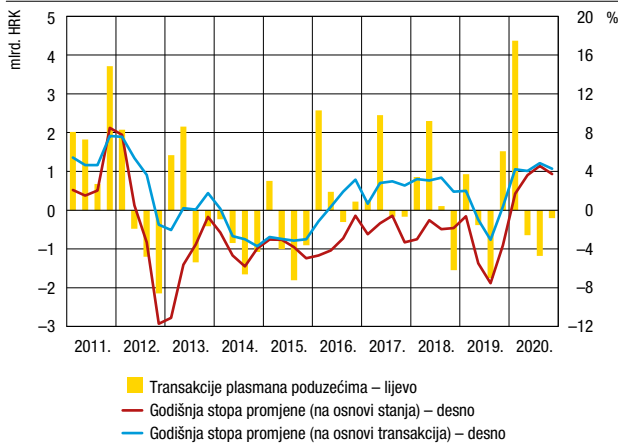
početka provođenja ankete. Potražnja za stambenim kreditima stagnirala je, nakon blagog smanjenja u drugom tromjesečju.

U takvim se uvjetima nakon snažnog rasta u prvom tromjesečju, tijekom drugog i trećeg tromjesečja ukupni dug poduzeća smanjio (Slika 7.8.), čemu je najviše pridonijelo razduživanje u inozemstvu, ali i domaći dug je zabilježio pad. Krajem rujna ukupni dug poduzeća na godišnjoj je razini bio manji za 0,2% (na osnovi transakcija).

Što se tiče financiranja nefinancijskih poduzeća kod banaka, od travnja do listopada bilježi se mjesečni pad domaćih plasmana kreditnih institucija poduzećima, osim skromnog porasta tijekom lipnja (vidi Okvir 3. Financiranje poduzeća tijekom pandemije). Međutim, zbog rasta plasmana krajem prethodne godine, a posebno u prvom tromjesečju 2020., godišnja stopa rasta krajem listopada dosegla je 4,3% (na osnovi transakcija, Slika 7.9.). U smjeru povećanja godišnje stope rasta plasmana poduzećima djelovalo je i iščezavanje negativnog utjecaja smanjivanja potraživanja od grupe Agrokor kao i aktiviranja državnih jamstava brodogradilištima. Godišnji prirast plasmana u potpunosti je rezultat kretanja kredita za investicije koji su u listopadu bili za 11,6% veći u odnosu na isti mjesec prethodne godine (Slika

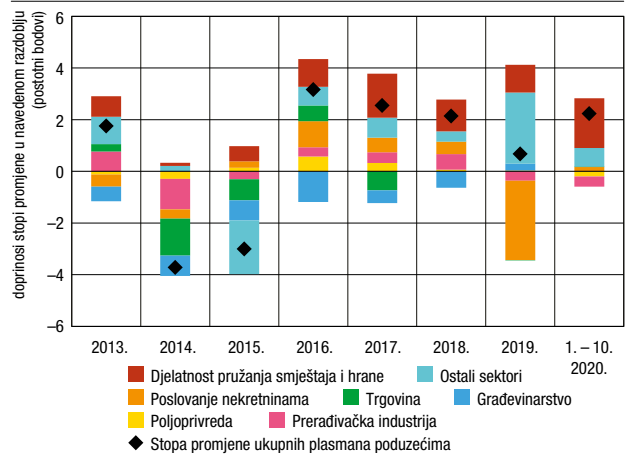
¹⁶ Nacionalna referentna stopa (NRS) prosječna je kamatna stopa koju bankarski sektor plaća na depozite te se primjenjuje kao jedna od referentnih kamatnih stopa za određivanje visine varijabilnog dijela promjenjive kamatne stope na kredite u skladu s člankom 11.a Zakona o potrošačkom kreditiranju (u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju, NN, br. 143/2013.).

Slika 7.9. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



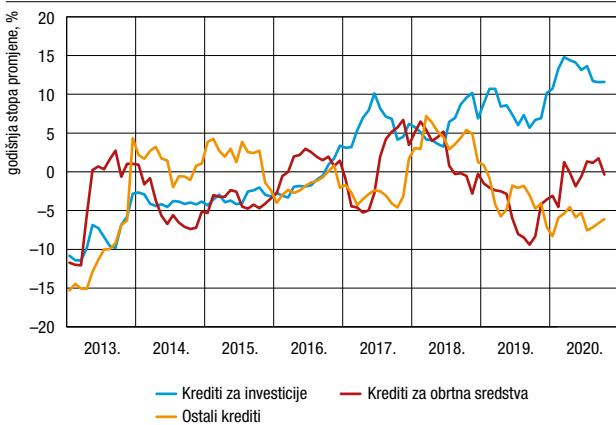
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2020. odnose se na listopad.
Izvor: HNB

Slika 7.12. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



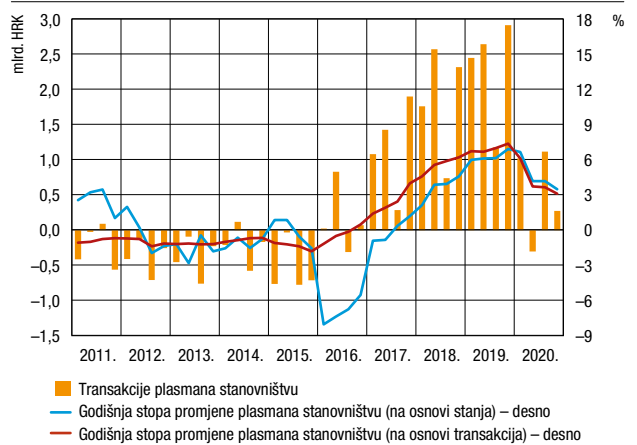
Izvor: HNB

Slika 7.10. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



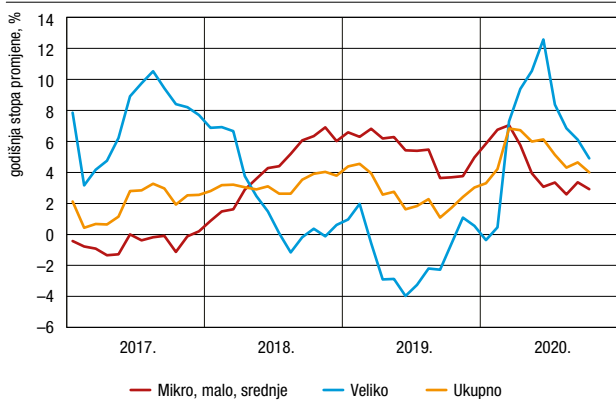
Izvor: HNB

Slika 7.13. Plasmani stanovništvu



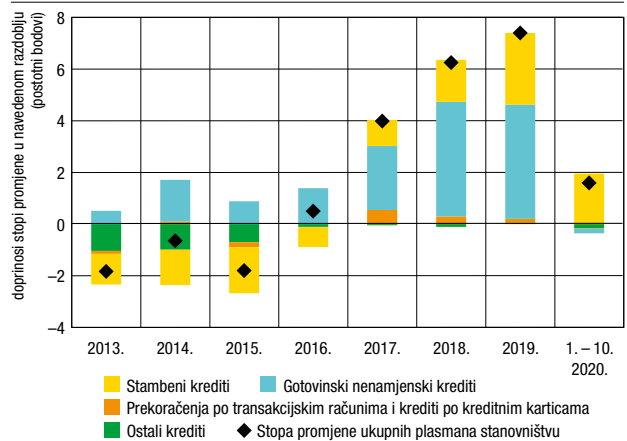
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2020. odnose se na listopad.
Izvor: HNB

Slika 7.11. Rast plasmana poduzećima po veličini na osnovi transakcija



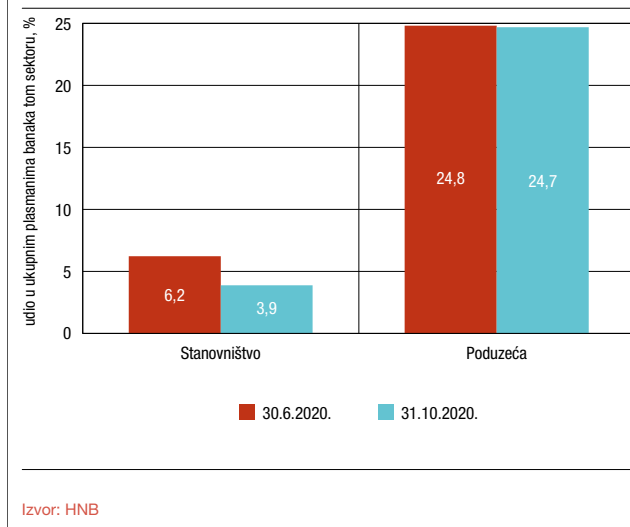
Napomena: Podaci su prilagođeni za procjenu učinka aktivacije državnih jamstava za kredite pojedinim brodogradilištima te smanjivanja potraživanja od grupe Agrokor, povezanog i s operativnom provedbom nagodbe.
Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

Slika 7.15. Plasmani obuhvaćeni mjerama za odgodom plaćanja ili restrukturiranjem



7.10.), dok su krediti za obrtna sredstva, a posebno ostali krediti, zabilježili godišnji pad. Što se tiče rasta plasmana prema veličini poduzeća, nakon snažnog rasta tijekom prve polovine 2020. velika se poduzeća od srpnja uglavnom razdužuju, što je djelovalo na zamjetno usporavanje godišnje stope rasta njihovih plasmana koja je u listopadu iznosila 4,9% (Slika 7.11.). Godišnji rast plasmana mikro, malih i srednjih poduzeća također se usporio te se od lipnja do listopada kretao oko 3%.

Promatra li se kreditiranje poduzeća po djelatnostima, tijekom prvih deset mjeseci većina rasta plasmana ostvarena je u djelatnosti pružanja smještaja i hrane, a ta je djelatnost prednjačila po rastu i u većini prethodnih godina¹⁷ (Slika 7.12.). S druge strane, blago smanjenje ostvareno je u prerađivačkoj industriji i poljoprivredi.

Nakon pada u drugom tromjesečju, u razdoblju od srpnja do listopada plasmani stanovništvu povećali su se za 1,4 mlrd. kuna, što se uglavnom odnosilo na stambene kredite. Pritom se godišnji rast plasmana nastavio blago usporavati te je krajem

listopada iznosio 3,1% (na osnovi transakcija), čime je više nego prepolovljen u odnosu na kraj prethodne godine (Slika 7.13.). Manji rast rezultat je nastavka usporavanja godišnjeg rasta gotovinskih nenamjenskih kredita koji je u listopadu iznosio tek 0,3% prema 11,5% krajem prethodne godine. S druge strane, godišnji rast stambenih kredita ubrzao se sa 6,4% u 2019. na 7,7% u listopadu, čemu je pridonio i program subvencioniranja stambenih kredita. U skladu s tim tijekom prvih deset mjeseci 2020. stambeni su krediti bili glavni izvor rasta plasmana stanovništvu (Slika 7.14.), dok su se gotovinski nenamjenski krediti, nakon znatnoga pozitivnog doprinosa tijekom prethodnih godina, u promatranom razdoblju 2020. smanjili.

Što se tiče mjera za odgodu plaćanja i restrukturiranje postojećih kreditnih obveza usmjerenih na stanovništvo i poduzeća pogođenih krizom, iznos plasmana obuhvaćenih mjerama kod poduzeća zamjetno je veći nego kod stanovništva. Krajem listopada 24,7% ukupnih plasmana banaka poduzećima bilo je obuhvaćeno mjerama, gotovo jednako kao u lipnju (Slika 7.15.). S druge strane, kod stanovništva taj se udio u istom razdoblju smanjio za trećinu i krajem listopada iznosio je 3,9%.

Projicirana kretanja

Ukupni plasmani (isključujući državu) u 2020. mogli bi porasti za 2,8% (na osnovi transakcija), nakon rasta od 4,2% ostvarenog u 2019. Usporavanje u 2020. uglavnom odražava sporiji rast kredita stanovništvu koji bi u 2020. mogao iznositi 3,4%, poglavito zbog pada gotovinskih nenamjenskih kredita. S druge strane, plasmani poduzećima mogli bi porasti za 2,6%, nakon skromnog rasta u prethodnoj godini. Intenziviranje rasta plasmana poduzećima posljedica je snažnog rasta kreditiranja poduzeća krajem 2019. kao i u prvom tromjesečju 2020., nakon čega su plasmani poduzećima počeli bilježiti smanjenje.

U 2021. godišnji bi rast ukupnih plasmana (isključujući državu) mogao iznositi 3,3% (na osnovi transakcija), što je za 0,5 postotnih bodova više od rasta koji se očekuje u 2020. Ubrzanju rasta moglo bi pridonijeti snažnije kreditiranje sektora poduzeća, a manje izraženo, i kreditiranje stanovništva. Koliko će plasmani jačati uvelike ovisi i u kojoj će mjeri nepovoljna gospodarska kretanja uzrokovana pandemijom utjecati na financijsku ranjivost ovih sektora.

Okvir 3. Financiranje poduzeća tijekom pandemije

Na početku 2020., prije intenziviranja pandemije koronavirusa, kreditna aktivnost poduzeća bila je snažna uz zamjetni rast kredita za investicije zahvaljujući povoljnim makroekonomskim kretanjima u prijašnjim godinama. Intenziviranjem pandemije i povećanjem neizvjesnosti glede buduće gospodarske aktivnosti zamjetno raste potražnja poduzeća za likvidnim sredstvima, što je rezultiralo povećanjem kredita za obrtna sredstva tijekom ožujka. U nastavku godine, od travnja do listopada, bilježi se mjesečni pad plasmana poduzećima uz zamjetni rast depozita.

Pandemija koronavirusa zatekla je sektor nefinancijskih poduzeća u okružju povoljne likvidnosti i investicijskog zamaha, na što upućuje i njihova kreditna aktivnost tijekom 2019. i na početku 2020. godine. U prethodnoj godini krediti za investicije¹⁸ porasli su za 3,7 mlrd. kuna, dok su se krediti za obrtna sredstva smanjili za 1,1 mlrd. kuna, kao i ostali domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima koji su zabilježili smanjenje za gotovo 2

mlrd. kuna (Slika 1.). Inozemni dug također se smanjio za 1,2 mlrd. kuna. Takva kretanja odražavaju višegodišnji trend poboljšanja makroekonomskih pokazatelja koji je kulminirao u 2019. kada je prvi put premašena razina realnog BDP-a iz 2008. uz dosad najveći udio izvoza robe i usluga u BDP-u i povijesno niske troškove financiranja.

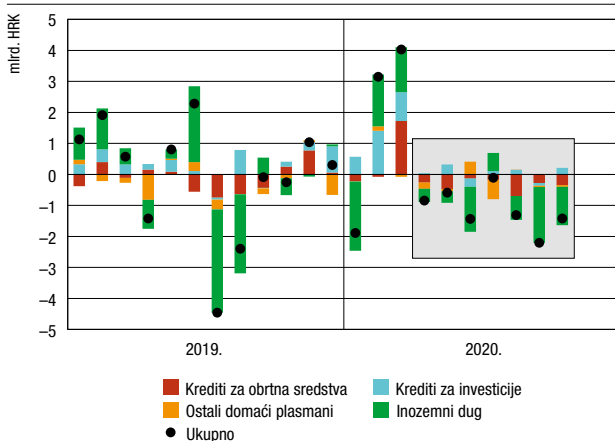
Kreditna aktivnost poduzeća na početku 2020. upućivala je na intenziviranje pozitivnih kretanja budući da su tijekom prvog tromjesečja krediti za investicije porasli za 2,9 mlrd. kuna. Međutim, intenziviranjem pandemije tijekom ožujka bitno se mijenjaju obrasci kreditiranja. Zbog povećane neizvjesnosti glede budućih gospodarskih kretanja i mogućnosti financiranja tekućih troškova, zamjetno se povećala potražnja poduzeća za likvidnim sredstvima. U takvom okružju krediti za obrtna sredstva porasli su tijekom ožujka za 1,7 mlrd. kuna.

Nakon intenzivne kreditne aktivnosti u prvom tromjesečju

¹⁷ 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 u 2019. zabilježen snažan pad plasmana kod djelatnosti Poslovanja nekretninama, a značajan rast kod Ostalih sektora u koje je uključena i djelatnost Opskrbe vodom.

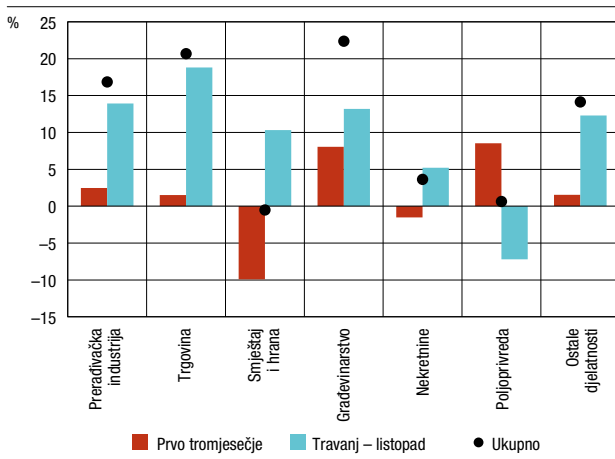
¹⁸ Kredite za investicije čine sljedeći kreditni instrumenti: krediti za investicije, građevinarstvo, poljoprivredu i turizam te udjeli u sindiciranim kreditima.

Slika 1. Transakcije plasmana poduzećima



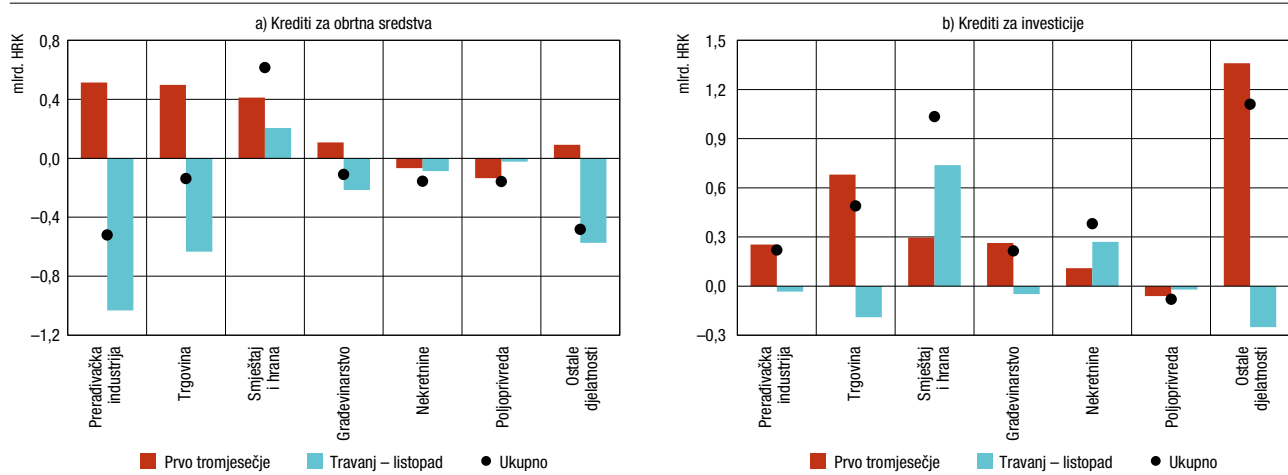
Napomena: Podatak za inozemni dug u listopadu 2020. jest ocjena.
Izvor: HNB

Slika 2. Promjena ukupnih depozita poduzeća u 2020. prema djelatnosti, na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 3. Transakcije domaćih plasmana u 2020. prema djelatnosti



Izvor: HNB

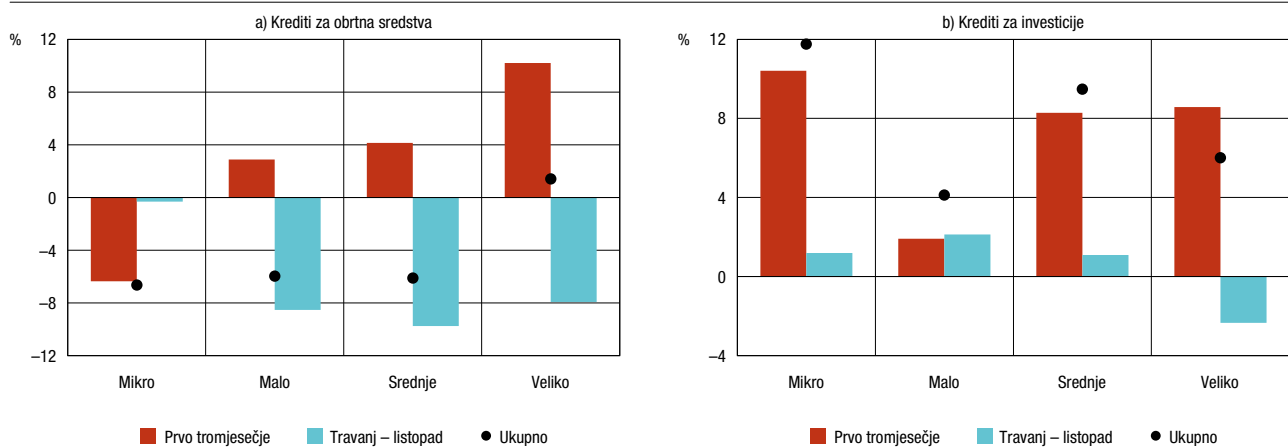
2020. plasmani poduzećima bilježe pad, na što je djelovalo nekoliko činitelja. Prvo, već tijekom ožujka u Hrvatskoj je započelo uvođenje niza fiskalnih, monetarnih i supervizorskih mjera radi suzbijanja posljedica pandemije, što je uz istovrsne mjere u najvećim svjetskim gospodarstvima djelovalo na smanjenje neizvjesnosti i ublažavanje potražnje poduzeća za likvidnim sredstvima. Drugo, poduzeća su radi očuvanja likvidnosti smanjila iznose planiranih investicija, što je utjecalo na slabiju potražnju za kreditima za investicije. Treće, korporativni je sektor mjerama kriznog upravljanja nastojao maksimalno smanjiti troškove, što je također djelovalo na smanjenje potrebe za zaduživanjem. Četvrto, banke su u kriznim uvjetima pooštrile standarde i uvjete odobravanja kredita, što je moglo djelovati na smanjenu dostupnost financijskih sredstava za ranjivija poduzeća. Peto, popuštanjem protuepidemijskih mjera koje je započelo u svibnju postupno se oporavljaju prihodi poduzeća u pogođenim djelatnostima. Naposljetku, poduzeća se uobičajeno manje zadužuju u drugoj polovini godine u odnosu na prvo polugodište zbog povećane gospodarske aktivnosti i priljeva sredstava zbog turističke sezone, no ove je godine taj učinak vjerojatno zamjetno manji.

Utjecaj navedenih činitelja i nastojanje poduzeća da očuvaju likvidna sredstva odražavaju se i u rastu ukupnih domaćih depozita poduzeća koji je u 2020. nadmašio rast u usporedivom razdoblju prethodne godine. Od travnja do listopada depoziti su porasli za 9,7 mlrd. kuna, unatoč smanjenju zaduženosti i velikom padu gospodarske aktivnosti u tom razdoblju. Najvećim rastom depozita od travnja do listopada ističu se trgovina, prerađivačka industrija i građevinarstvo (Slika 2.).

Što se tiče kretanja domaćih plasmana kod kreditnih institucija prema djelatnosti, u gotovo je svim djelatnostima pad kredita za obrtna sredstva u razdoblju od travnja do listopada 2020. premašio njihov rast tijekom prvog tromjesečja (Slika 3.a), što je posebno bilo izraženo u prerađivačkoj industriji. Iznimka je djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane koja je bila među najizloženijima posljedicama pandemije. U toj su djelatnosti krediti za obrtna sredstva bilježili rast do srpnja, nakon čega je uslijedilo blago smanjenje, vjerojatno pod utjecajem priljeva sredstava turističke potrošnje.

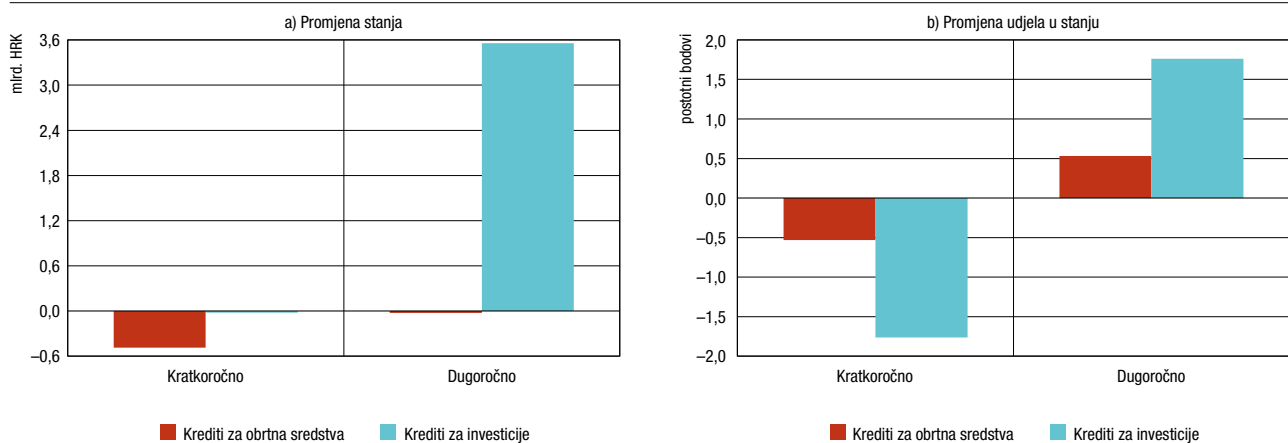
S druge strane, krediti za investicije povećali su se tijekom prvih deset mjeseci 2020. godine. Međutim, većina tog rasta ostvarena je u prvom tromjesečju (Slika 3.b), u čemu se posebno ističu stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti te trgovina. U razdoblju od travnja do listopada većina je djelatnosti ostvarila

Slika 4. Promjena kredita u 2020. prema veličini poduzeća, na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 5. Promjena kredita prema preostalom dospijeću



Napomena: Promjene se odnose na 30. rujna 2020. u odnosu na 31. prosinca 2019. Kratkoročni dug uključuje kredite s preostalim dospijećem do (uključujući) 12 mjeseci.
Izvor: HNB

blagi pad kredita za investicije. Iznimke su djelatnost poslovanja nekretninama i djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane koje su u tom razdoblju ostvarile veći rast kredita za investicije u odnosu na prvo tromjesečje. U skladu s opisanim kretanjima djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane ostvarila je glavnu rasta ukupnih domaćih plasmana poduzećima tijekom prvih deset mjeseci 2020. godine.

Glede kretanja po veličini poduzeća, tijekom prvog tromjesečja uglavnom je ostvaren rast kredita za obrtna sredstva koji je bio najizraženiji kod velikih poduzeća, dok su jedino mikro-poduzeća smanjila ovu vrstu financiranja (Slika 4.a). Međutim, u idućem razdoblju krediti za obrtna sredstva smanjili su se u svim skupinama, pri čemu je pad kod mikropoduzeća bio skroman. Ukupno, tijekom prvih deset mjeseci 2020. samo su velika poduzeća zabilježila blagi porast kredita za obrtna sredstva, dok je u ostalim skupinama ostvaren umjereni pad.

S druge strane, krediti za investicije zabilježili su rast u gotovo svim promatranim razdobljima i skupinama po veličini (Slika 4.b). Veliki rast tijekom prvog tromjesečja bio je približno ravnomjerno

raspoređen među skupinama, osim malih poduzeća kod kojih je povećanje bilo skromnije. U idućem razdoblju od travnja do listopada krediti za investicije ostvarili su zamjetno manji rast u odnosu na prvo tromjesečje, a kod velikih poduzeća zabilježeno je i smanjenje.

Što se tiče strukture kredita prema preostalom dospijeću, krediti za obrtna sredstva očekivano imaju zamjetno manju ročnost u odnosu na kredite za investicije. Primjerice, krajem rujna 2020. dvije trećine stanja kredita za obrtna sredstva imale su preostalo dospijeće do jedne godine, prema 19% kredita za investicije. Tijekom prvih devet mjeseci stanje kratkoročnih kredita za obrtna sredstva, odnosno onih koji dospijevaju u idućih 12 mjeseci, smanjilo se za 0,5 mlrd. kuna, a stanje kratkoročnih kredita za investicije ostalo je gotovo nepromijenjeno (Slika 5.a). S druge strane, stanje dugoročnih kredita za investicije poraslo je za 3,6 mlrd. kuna. Promjena udjela pokazuje porast važnosti dugoročnog duga za obje vrste kredita (Slika 5.b) koji je posebno bio izražen za kredite za investicije.

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

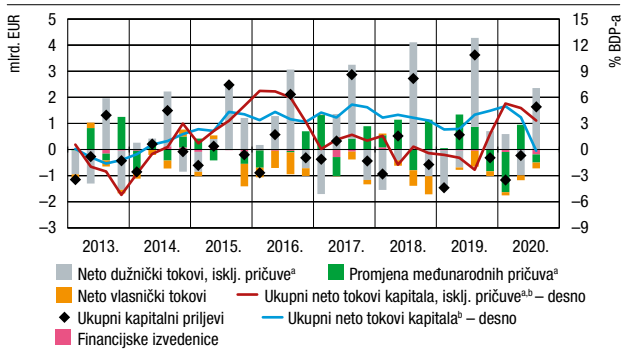
Izraženo pogoršanje kretanja na tekućem i kapitalnom računu zbog krize izazvane pandemijom koronavirusa snažno se odrazilo i na tokove kapitala s inozemstvom. U trećem je tromjesečju 2020. smanjenje neto inozemnih obveza domaćih sektora (isključujući promjenu pričuva i obveza HNB-a) iznosilo 1,9 mlrd. EUR i bilo je za čak 0,8 mlrd. EUR manje negoli u istom razdoblju prethodne godine (Slika 8.1.). Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednja četiri tromjesečja, zabilježen je blagi neto priljev kapitala, prvi put još od početka 2014. godine, zbog smanjenja bruto međunarodnih pričuva.

U trećem je tromjesečju 2020. zabilježen skromni neto priljev vlasničkih ulaganja od 0,2 mlrd. EUR, što je znatno niže nego u istom razdoblju prethodne godine kao posljedica više no dvostruko manje zadržane dobiti na strani obveza, čemu su poglavito pridonijela ostvarenja u djelatnosti pružanja smještaja i u naftnoj industriji. Nova inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku tek su blago smanjena u usporedbi s istim razdobljem

prethodne godine i uglavnom su ostvarena na osnovi ulaganja u nekretnine i djelatnost računalnog programiranja (Slika 8.2.).

Smanjenje neto dužničkih obveza u trećem tromjesečju 2020. za 2,4 mlrd. EUR (isključujući promjenu međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) rezultat je smanjenja inozemnih obveza i istovremenog, iako manje izraženog, povećanja inozemne imovine. Svoje su neto dužničke obveze smanjili svi domaći sektori, pri čemu se posebno izdvaja država, koja je u srpnju otplatila 1,25 mlrd. USD vrijednu obveznicu izdanu 2010. godine, nakon što je u lipnju na međunarodnom tržištu izdala nove obveznice u vrijednosti od 2,0 mlrd. EUR koje su osim spomenute srpanjske otplate dospjele obveznice bile namijenjene i financiranju protukriznih mjera za ublažavanje negativnih posljedica pandemije. Smanjenje neto obveza banaka bilo je manje izraženo u usporedbi s istim razdobljem proteklih nekoliko godina, zbog znatno slabijeg priljeva deviza tijekom glavne turističke sezone. Osim toga, smanjenju ukupnih neto dužničkih obveza pridonio je i rast

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance



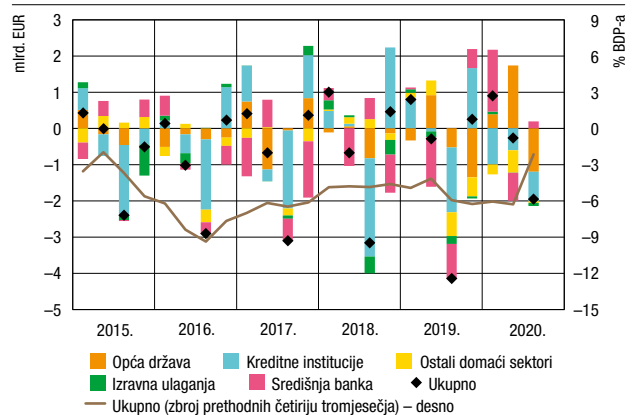
^a Promjena bruto međunarodnih pričuva umanjena je za obveze HNB-a.

^b Zbroj prethodnih četiriju tromjesečja

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

Izvor: HNB

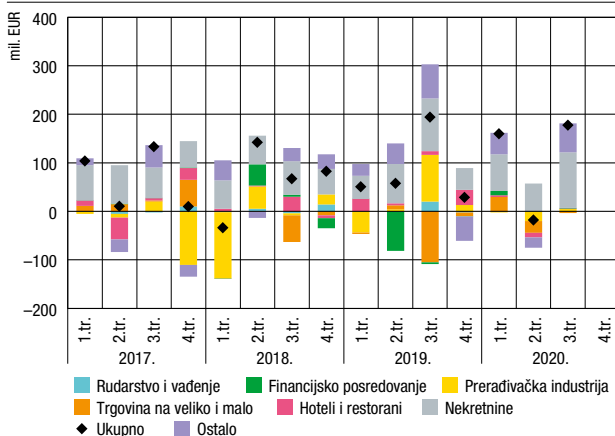
Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



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

Izvor: HNB

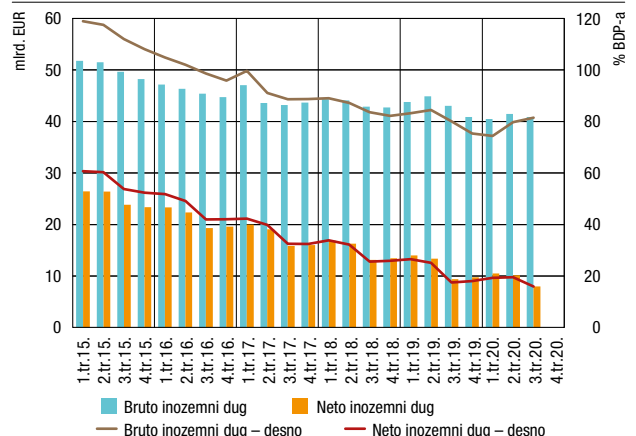
Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



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

Izvor: HNB

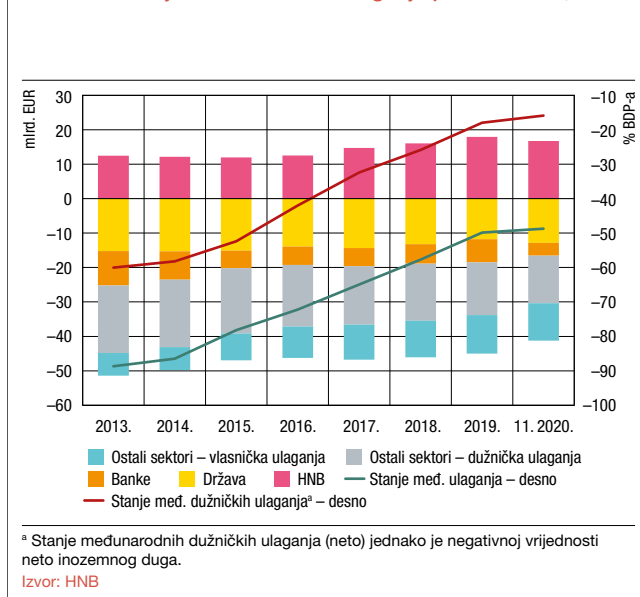
Slika 8.4. Stanje bruto i neto inozemnog duga



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

Izvor: HNB

Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja po sektorima, neto



dužničkih potraživanja ostalih domaćih sektora.

Bruto međunarodne pričuve u trećem su se tromjesečju 2020. primjetno povećale, ali to je poglavito posljedica porasta vrijednosti repo poslova, koji rezultiraju istovjetnim povećanjem bruto međunarodnih pričuva i povećanjem obveza HNB-a. Isključili li se učinak repo poslova, međunarodne su se pričuve u istom razdoblju smanjile.

Što se tiče pokazatelja inozemne zaduženosti, bruto je inozemni dug na kraju rujna 2020. iznosio 40,9 mlrd. EUR, što je podjednako razini s kraja 2019. godine. Ipak, zbog snažne kontrakcije gospodarske aktivnosti u drugom i trećem tromjesečju i posljedično manjega nominalnog BDP-a, relativni se pokazatelj bruto inozemne zaduženosti primjetno pogoršao te je na kraju rujna 2020. iznosio 81,4% BDP-a ili za 6,1 postotni bod više u odnosu na kraj 2019. godine. Za razliku od toga, s obzirom na to da je u istom razdoblju zabilježen snažan rast inozemne imovine, relativni se pokazatelj neto inozemne zaduženosti poboljšao unatoč nepovoljnom utjecaju pada nominalnog BDP-a. Tako je na kraju rujna 2020. neto inozemni dug iznosio 7,9 mlrd. EUR ili 15,8% BDP-a, što je za 1,8 mlrd. EUR, odnosno za 2,1 postotni bod manje negoli na kraju 2019. godine.

Relativni pokazatelj stanja neto međunarodnih ulaganja poboljšao se s -49,9% BDP-a na kraju 2019. na -48,7% BDP-a na kraju rujna 2020. (Slika 8.5.). To je ponajprije posljedica povoljnih cjenovnih, tečajnih i ostalih prilagodbi te znatnog smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora, ponajprije kreditnih institucija.

Projicirana kretanja

Izrazito nepovoljna kretanja na tekućem i kapitalnom računu zbog krize izazvane pandemijom imaju vidljiv učinak i na ocjenu

tokova kapitala s inozemstvom za cijelu tekuću godinu. Tako se u 2020. očekuje privremen prekid višegodišnjeg trenda visokih neto odljeva kapitala. Primjetno niži ocijenjeni neto odljev kapitala proizlazi iz daljnjeg smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu, koje bi međutim moglo biti znatno slabije nego prethodnih godina. S druge strane, očekivani neto priljev kapitala na osnovi vlasničkih ulaganja također bi mogao biti manji.

Zamjetno nižoj ocjeni ukupnog neto priljeva vlasničkoga kapitala u 2020. djelomice pridonosi pad profitabilnosti i posljedično smanjenje zadržane dobiti nefinancijskih poduzeća u stranom vlasništvu zbog izrazito duboke kontrakcije domaćega gospodarstva. Osim toga, zbog pogoršanja globalnih gospodarskih prilika te rastuće neizvjesnosti i povećanog opreza investitora pretpostavlja se smanjenje, ionako skromnih, izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku.

Kada je riječ o dužničkim ulaganjima, nastavak trenda smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu u 2020. posljedica je daljnjeg rasta neto inozemne aktive kreditnih institucija i smanjenja neto dužničkih obveza ostalih domaćih sektora, ponajprije zbog razduživanja privatnih nefinancijskih poduzeća. Za razliku od toga, neto dužnička pozicija države trebala bi se znatno pogoršati zbog povećanih potreba za financiranjem manjka državnog proračuna, koje su djelomice namirene novim izdanjem inozemne obveznice u lipnju 2020. godine. Kada je riječ o središnjoj banci, blago pogoršanje inozemne pozicije na razini cijele godine poglavito je posljedica primjetnog smanjenja međunarodnih pričuva nakon rekordnih intervencija na deviznom tržištu po izbijanju pandemije koronavirusa. Rast pričuva u nastavku godine mogao bi uvelike nadoknaditi smanjenje početkom godine.

Unatoč očekivanom smanjenju bruto inozemnog duga u apsolutnom iznosu, relativni bi se pokazatelj do kraja 2020. godine, zbog izrazito snažnog pada nominalnog BDP-a, mogao primjetno pogoršati i dosegnuti 82,2% BDP-a, u odnosu na 75,3% koliko je iznosio na kraju 2019. godine. Time bi se privremeno prekinuo višegodišnji trend smanjenja omjera bruto inozemnog duga i BDP-a, kao i omjera stanja međunarodnih ulaganja i BDP-a. Za razliku od toga, relativni bi se pokazatelj neto inozemne zaduženosti mogao dodatno poboljšati i spustiti ispod 17,0% BDP-a, dok je na kraju 2019. iznosio 17,9% BDP-a.

Prema projiciranom gospodarskom oporavku i povećanju viška na tekućem i kapitalnom računu neto odljev kapitala u 2021. mogao bi se povećati, ponajprije zahvaljujući ponovnom rastu međunarodnih pričuva. Očekivani nastavak smanjenja neto dužničkih obveza odnosi se na banke i ostale domaće sektore, dok bi svoju poziciju mogla pogoršati jedino država, zbog zaduživanja na inozemnom tržištu za potrebe financiranja projiciranog manjka državnog proračuna. S druge strane, istodobno se očekuje tek nešto veći neto priljev vlasničkih ulaganja negoli prethodne godine. Pritom bi se nastavio, u 2020. privremeno prekinut, pretkrizni trend poboljšanja relativnih pokazatelja inozemnih obveza.

9. Monetarna politika

HNB je u drugoj polovini 2020. godine zadržao visok stupanj ekspanzivnosti monetarne politike. Kao odgovor na nepovoljne gospodarske i financijske okolnosti uzrokovane izbijanjem pandemije koronavirusa, HNB je tijekom prvog polugodišta donio niz mjera monetarne politike kojima je očuvao stabilnost tečaja kune prema euru, omogućio dostatnu kunsku i deviznu likvidnost te osigurao stabilnost tržišta državnih vrijednosnih papira. Nakon stabiliziranja financijskih uvjeta na domaćim financijskim tržištima, tijekom druge polovine godine nije bilo potrebe za dodatnim mjerama monetarne politike. Višak likvidnosti nastavio se povećavati, čemu je pridonijelo i djelovanje autonomnih faktora.

Kako bi očuvao stabilnost tečaja u trenucima rasta neizvjesnosti glede učinaka pandemije, HNB je snažno intervenirao na deviznom tržištu prodavši bankama ukupno 2,7 mlrd. EUR. Najveći dio deviza prodan je u drugoj polovini ožujka i početkom travnja, nakon čega se tečaj stabilizirao te do kraja studenoga nije održana nijedna kupnja ili prodaja deviza bankama na tržištu. Na kretanje tečaja umirujuće je djelovao i dogovor HNB-a i Europske središnje banke u travnju o uspostavljanju linije za valutni ugovor o razmjeni (engl. *swap line*). Kada je riječ o ostalim deviznim transakcijama, HNB je od početka godine do kraja studenoga neto otkupio od Ministarstva financija 1,7 mlrd. EUR, čime je kreirano 12,7 mlrd. kuna. Od toga je najveći dio ostvaren u lipnju kada je HNB otkupio 1,5 mlrd. EUR. Promatraju li se ukupne devizne transakcije, u prvih je jedanaest mjeseci 2020. neto prodano 1,0 mlrd. EUR, odnosno povučeno 8,0 mlrd. kuna primarnog novca (Slika 9.1.).

S druge strane, kreiranju primarnog novca u 2020. pridonijela je kupnja vrijednosnih papira koju je HNB prvi put proveo u ožujku ove godine kako bi kreirao dodatnu likvidnost za normalizaciju funkcioniranja tog dijela financijskog tržišta i očuvao povoljne uvjete financiranja za sve sektore. Od ožujka do lipnja provedeno je pet aukcija na kojima je HNB otkupio obveznice ukupne tržišne vrijednosti od 20,3 mlrd. kuna (Slika 9.1.). Tijekom druge polovine godine nije bilo potrebe za dodatnim kupnjama državnih obveznica.

Što se tiče ostalih mjera monetarne politike, HNB je u 2020. bankama plasirao dugoročna kunška sredstva održavanjem

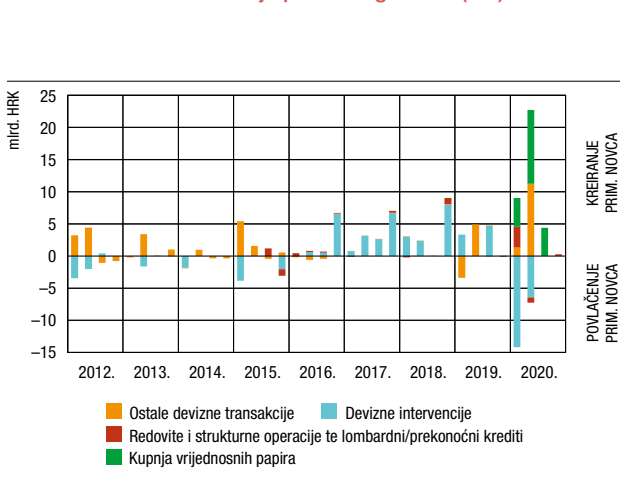
aukcija strukturalnih operacija. Prva je provedena u ožujku u iznosu od 3,8 mlrd. kuna, a druga u studenome u iznosu od 0,5 mlrd. kuna, obje na rok od 5 godina i uz kamatnu stopu od 0,25%. Dio tih sredstava banke su iskoristile za djelomičnu prijevremenu otplatu postojećih strukturalnih kredita pa je njihovo stanje na kraju studenoga bilo za 2,6 mlrd. kuna veće nego na početku godine. Osim dugoročnih, HNB je bankama plasirao i kratkoročna kunška sredstva održavajući redovite tjedne operacije uz fiksnu kamatnu stopu koja je snižena s 0,3% na 0,05%. Potražnja banaka bila je najveća u travnju kada je prosječni iznos plasiranih sredstava dosegnuo 1,1 mlrd. kuna. Međutim, u uvjetima izrazito velikog viška kunske likvidnosti, nakon sredine svibnja 2020. u potpunosti je izostao interes banaka za sredstvima ponudenima putem ovog instrumenta monetarne politike. Usto, stopa obvezne pričuve tijekom druge polovine 2020. zadržana je na 9%, nakon što je u ožujku smanjena s 12% na 9%, čime je bankama oslobođeno 6,34 mlrd. kuna sredstava prethodno izdvojenih na posebnom računu za obveznu pričuvu kod HNB-a.

Provodeći otkup državnih obveznica, strukturalne kao i redovne operacije na otvorenom tržištu te spustivši stopu obvezne pričuve, HNB je od ožujka 2020. do kraja studenoga bankama stavio na raspolaganje ukupno 29,3 mlrd. kuna kunske likvidnosti, od čega se gotovo cijeli taj iznos ostvario tijekom razdoblja od ožujka do početka srpnja. Time su slobodna novčana sredstva banaka počela bilježiti dosad najviše razine. Tako je prosječni dnevni višak likvidnosti domaćega bankovnog tržišta porastao s 32,2 mlrd. kuna u 2019. na 41,2 mlrd. kuna u srpnju 2020., a u studenom je dosegnuo 45,7 mlrd. kuna (Slika 9.2.). Povećanju viška likvidnosti tijekom druge polovine godine pridonijelo je i smanjenje kunskog depozita države kod HNB-a koji je krajem studenoga dosegnuo najnižu razinu još od kraja lipnja.

Struktura bilance središnje banke znatno se promijenila tijekom prve polovine godine zbog rasta potraživanja od domaćih banaka i otkupa državnih obveznica. Udio inozemne aktive, odnosno međunarodnih pričuva privremeno se smanjio zbog prodaje deviza bankama na početku pandemije, no već od lipnja taj se udio počeo kontinuirano povećavati (Slika 9.3.).

Međunarodne su se pričuve tijekom ožujka i travnja znatno

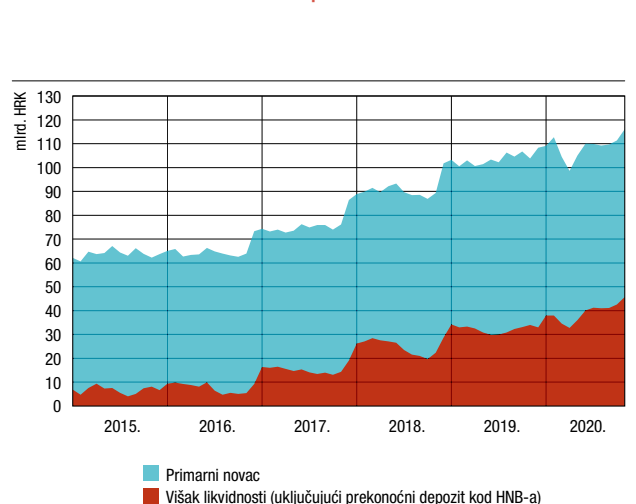
Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



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 četvrto tromjesečje 2020. zaključno sa studenim.

Izvor: HNB

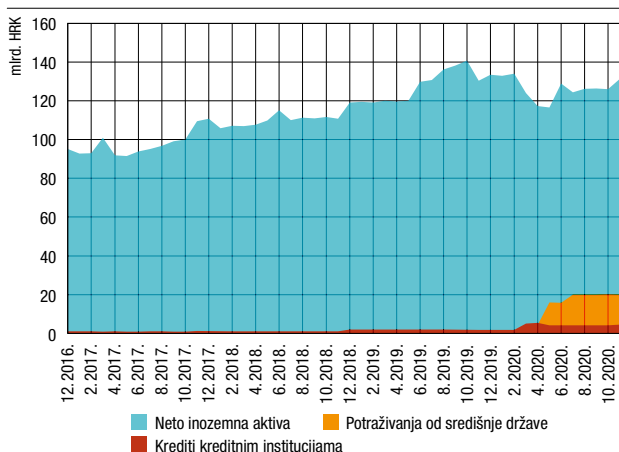
Slika 9.2. Likvidnost banaka i primarni novac



Napomena: Podaci zaključno sa studenim 2020.

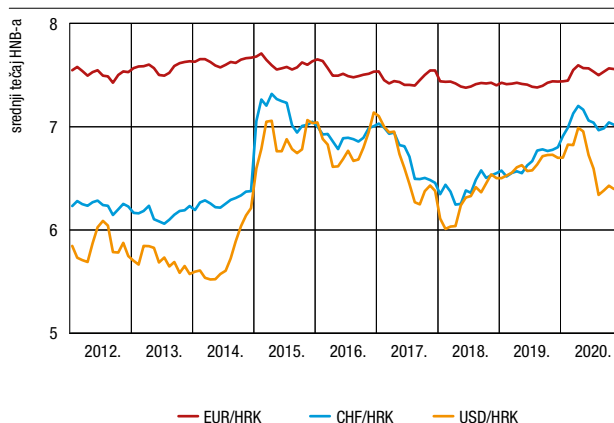
Izvor: HNB

Slika 9.3. Struktura bilance HNB-a



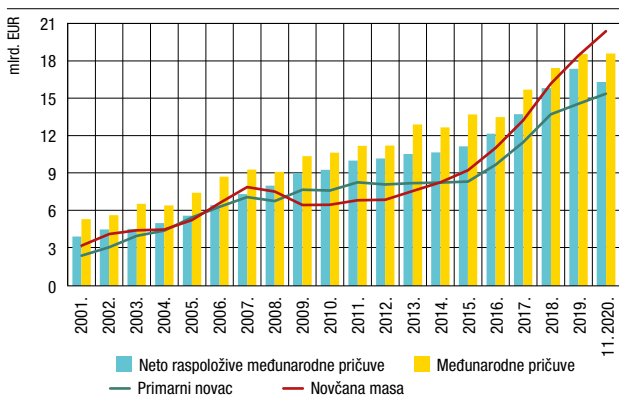
Napomena: Podaci zaključno sa studenim 2020.
Izvor: HNB

Slika 9.5. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

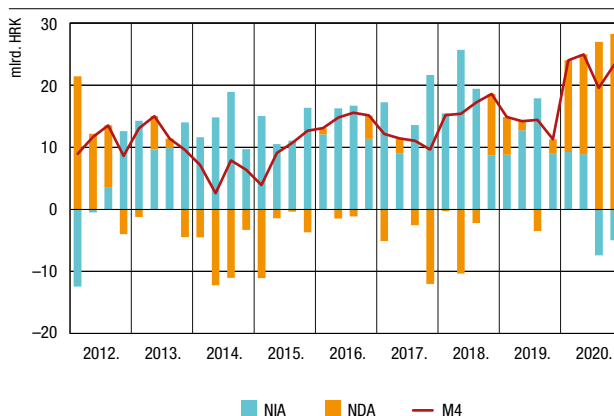
Slika 9.4. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



Napomena: Neto raspoložive pričuve definirane su kao međunarodne pričuve umanjene za deviznu inozemnu pasivu HNB-a, obveznu pričuvu u devizama, devizne depozite države te izvanbilančne obveze (ugovori o razmjeni). Podatak za novčanu masu u 2020. odnosi se na listopad.

Izvor: HNB

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 četvrto tromjesečje 2020. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

smanjile zbog snažne prodaje deviza, no od lipnja počinje njihov oporavak kojemu je pridonio i otkup deviza od države. Tijekom druge polovine godine nastavilo se kontinuirano blago povećavanje međunarodnih pričuva koje su na kraju studenoga 2020. dosegnule 18,6 mlrd. EUR, koliko su iznosile i na kraju 2019. godine (Slika 9.4.). Neto raspoložive pričuve smanjile su se za 1,0 mlrd. EUR (6,0%) u odnosu na kraj prethodne godine te su na kraju studenoga iznosile 16,3 mlrd. EUR. Bruto i neto pričuve i dalje premašuju primarni novac (M0).

Nakon deprecijacije tijekom ožujka i prve polovine travnja tečaj kune prema euru stabilizirao se. No, tijekom ljetnih mjeseci očekivanja u vezi s jačanjem kune zbog boljih turističkih pokazatelja od očekivanih utjecala su na njegovu aprecijaciju. Već u drugoj polovini kolovoza tečaj je počeo lagano deprecirati zbog pooštavanja epidemioloških mjera na emitivnim tržištima. Blagi trend deprecijacije nastavio se tijekom iduća dva mjeseca zbog jačanja neizvjesnosti povezane s pandemijom koronavirusa. Ipak, početkom studenoga tečaj kune prema euru počeo je lagano aprecirati te se krajem mjeseca vratio na razinu zabilježenu početkom listopada. Na to je, među ostalim, utjecala i smanjena potražnja pravnih osoba za devizama na deviznom

tržištu. Tečaj kune prema euru tako je na kraju studenoga 2020. iznosio 7,55 EUR/HRK, što je za 1,6% više nego na kraju istog mjeseca 2019., dok je prosječni tečaj u prvih jedanaest mjeseci 2020. iznosio 7,53 EUR/HRK ili 1,6% više od prosječnog tečaja u istom razdoblju prethodne godine (Slika 9.5.).¹⁹ Tečaj kune prema američkom dolaru bio je na kraju studenoga 2020. niži u odnosu na kraj istog mjeseca 2019., što je posljedica slabljenja američkog dolara prema euru koje je dodatno potaknuto neizvjesnošću glede američkih izbora te nepovoljne epidemiološke slike u SAD-u. S druge strane, tečaj kune prema švicarskom franku u istom promatranom razdoblju bilježi višu razinu, što odražava zajednički učinak slabljenja kune prema euru i slabljenja eura prema švicarskom franku.

Tijekom druge polovine 2020. nastavio se rast monetarnih agregata, no nešto slabijim intenzitetom nego u prvoj polovini godine. Godišnja stopa rasta ukupnih likvidnih sredstava (M4)

¹⁹ Hrvatska je u srpnju 2020. pristupila europskom tečajnom mehanizmu II. Pritom je kao središnji nominalni paritet određena razina od 7,5345 kuna za jedan euro i standardan raspon fluktuacija od $\pm 15\%$ oko spomenutog pariteta (Okvir 4. Ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam II (ERM II)).

iznosila je 7,0% u listopadu 2020. (na osnovi transakcija), što je blago usporavanje u odnosu na rast od 7,7% u lipnju, no i dalje dvostruko više nego na kraju 2019. (Slika 9.6.). Snažan rast neto domaće aktive (NDA) i dalje najviše pridonosi rastu M4, i to uglavnom zbog pojačanog zaduživanja države kod banaka i HNB-ove kupnje državnih obveznica na sekundarnom tržištu. Rast M4 u drugoj se polovini blago usporio zbog smanjenja neto inozemne aktive (NIA). Među sastavnicama M4 najsnažnije su porasli devizni depoziti, ali i novčana masa (M1), odnosno

kunska sredstva na transakcijskim računima.

U uvjetima trenutačne nepovoljne gospodarske situacije te velike neizvjesnosti što se tiče dinamike gospodarskog oporavka HNB će nastaviti provoditi ekspanzivnu politiku podržavanja visoke likvidnosti monetarnog sustava koristeći raspoloživi instrumentarij monetarne politike. Time se pogoduje zadržavanju povoljnih uvjeta financiranja domaćih sektora i podržava domaća kreditna aktivnost.

Okvir 4. Ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam II (ERM II)

Hrvatska je 10. srpnja 2020. pristupila europskom tečajnom mehanizmu II (ERM II), čime je učinjen ključni formalni korak k uvođenju eura. Važna odrednica sudjelovanja u mehanizmu ERM II jest središnji paritet koji je određen na razini od 7,53450 kuna za 1 euro, uz standardni raspon fluktuacija od $\pm 15\%$. Tečajna politika HNB-a nakon ulaska u ERM II ostat će u potpunosti ista kao dosad, a utvrđeni središnji paritet vjerojatno će biti tečaj po kojem će se kuna službeno zamijeniti eurom. Do trenutka uvođenja eura potrebno je provesti minimalno dvije godine u tečajnom mehanizmu ERM II, zadovoljiti kriterije konvergencije i ispuniti dodatne reformske mjere na koje se Hrvatska obvezala u zahtjevu za ulazak u mehanizam.

Ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam II (engl. *exchange rate mechanism II*, ERM II) rezultat je višegodišnjeg procesa i niza poduzetih aktivnosti. Iako su domaći nositelji ekonomske politike smatrali i ranije da će Hrvatska imati koristi od uvođenja eura, kriza i nepovoljni makroekonomski pokazatelji bili su prepreka na tom putu. No, gospodarski oporavak, konsolidacija javnih financija potvrđena izlaskom iz procedure pri prekomjernom manjku 2017. te uklanjanje prekomjernih neravnoteža koje je Europska komisija potvrdila početkom 2019., omogućili su nastavak puta k uvođenju eura. Tako je HNB zajedno s Vladom RH krajem 2017. predstavio Eurostrategiju, a u srpnju 2019. državama članicama i europskim institucijama upućeno je pismo namjere za ulazak Hrvatske u ERM II. Republika Hrvatska se u pismu namjere do ulaska u ERM II obvezala provesti određene reformske mjere (engl. *pre-entry commitments*) usredotočene na šest područja: (i) jačanje supervizije bankovnog sustava, (ii) jačanje okvira za provođenje makroprudencijalne politike, (iii) jačanje okvira za sprječavanje pranja novca, (iv) unaprjeđenje sustava prikupljanja, obrade i objave statističkih podataka, (v) poboljšanje upravljanja u javnom sektoru te (vi) smanjenje administrativnoga i financijskog opterećenja za gospodarstvo.

Nakon što je Hrvatska uspješno provela reformske mjere na koje se obvezala u pismu namjere, ispunila je uvjete za ulazak u ERM II, što se i formaliziralo 10. srpnja 2020.

Važna odrednica sudjelovanja u mehanizmu ERM II jest središnji (nominalni) paritet. U dogovoru s institucijama EU-a, državama članicama europodručja i Danskom središnji paritet utvrđen je na razini od 7,53450 kuna za 1 euro. Također, utvrđen je standardni raspon fluktuacija od $\pm 15\%$ oko središnjeg pariteta unutar kojega se tečaj kune mora zadržavati tijekom sudjelovanja u mehanizmu ERM II. Povijesno gledano, tečaj se nikada nije približio razinama koje su određene kao granice fluktuacija. Tečajna politika HNB-a nakon ulaska u ERM II ostat će u potpunosti ista kao dosad. HNB će nastaviti provoditi politiku stabilnog

tečaja kao što je to uspješno činio u proteklih 27 godina te će utvrđeni središnji paritet vjerojatno biti tečaj po kojem će se kuna službeno zamijeniti eurom. Konačnu odluku o tome donosi Vijeće EU-a otprilike šest mjeseci prije ulaska, ali na temelju iskustva ulaska drugih zemalja u europodručje upravo je središnji paritet u pravilu bio i konverzijski tečaj.

Ulazak u ERM II ključni je korak za uvođenje eura, a proces uvođenja eura vrlo je čvrsto strukturiran. Daljnja dinamika procesa pristupanja europodručju ovisi u prvom redu o uspješnosti ispunjavanja dodatnih reformskih mjera (tzv. *post-entry commitments*) na koje se Hrvatska obvezala u zahtjevu za ulazak u ERM II. Mjere se odnose na četiri područja: (i) jačanje okvira za borbu protiv pranja novca nakon prenošenja pete direktive o sprječavanju pranja novca, (ii) daljnje smanjivanje administrativnoga i financijskog opterećenja za gospodarstvo, (iii) poboljšavanje korporativnog upravljanja u državnim poduzećima revizijom i usklađivanjem regulative i praksi u skladu sa smjericama OECD-a te (iv) jačanje nacionalnoga stečajnog okvira. Reformske se mjere u bitnom nadovezuju na mjere provedene u razdoblju uoči ulaska u ERM II.

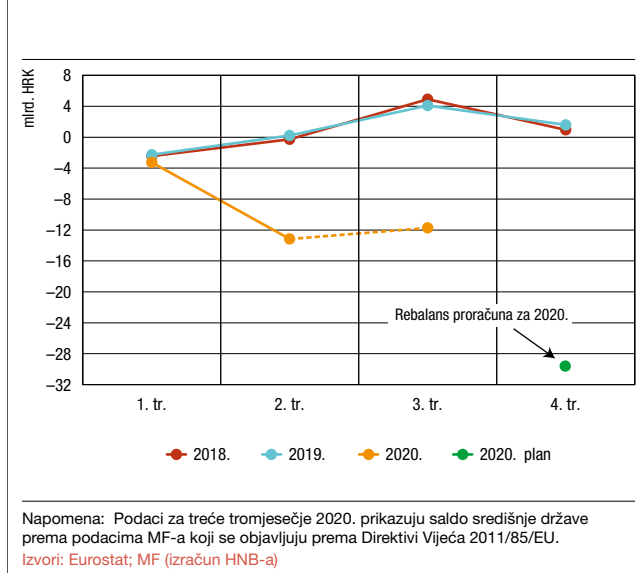
Uz provođenje reformskih mjera, kako bi se uveo euro, potrebno je provesti minimalno dvije godine u tečajnom mehanizmu ERM II i zadovoljiti kriterije konvergencije. Što se tiče nominalnih kriterija konvergencije, Hrvatska *de facto* već od 2016. ispunjava sve kriterije te se, unatoč pandemiji tijekom 2020., ne očekuju poteškoće s ispunjavanjem tečajnoga, inflacijskoga i kamatnoga kriterija. No, pandemija je dovela do znatnog pogoršanja stanja u javnim financijama pa u ovom trenutku taj kriterij nije ispunjen te bi se Hrvatska u ispunjavanju fiskalnih kriterija mogla susresti s najvećim izazovima.

Sporazum o sudjelovanju hrvatske kune u tečajnom mehanizmu ERM II zasniva se, među ostalim, i na obvezi uspostavljanja bliske suradnje između Hrvatske narodne banke i Europske središnje banke (ESB), čime je Hrvatska pristupila bankovnoj uniji. HNB je postao dijelom jedinstvenoga nadzornog mehanizma (engl. *single supervisory mechanism*, SSM) i prije ulaska u europodručje, što znači da ESB preuzima superviziju značajnih hrvatskih banaka, a HNB će u ime ESB-a nadzirati institucije koje su svrstane u manje značajne. HNB, osim u zajedničkim supervizorskim timovima, ima svojeg predstavnika i u najvišem supervizorskom tijelu odlučivanja u ESB-u koji će imati jednaka prava i obveze kao i svi drugi članovi, uključujući i glasačko pravo. Makrobonitetnu politiku nastavlja oblikovati i provoditi HNB, ali u suradnji s ESB-om. Također, Hrvatska sudjeluje i u jedinstvenome sanacijskom mehanizmu (eng. *single resolution mechanism*, SRM).

10. Javne financije

Prema tromjesečnim podacima o izvršenju proračuna konsolidirane opće države prema metodologiji ESA 2010 u prvoj polovini 2020. ostvaren je proračunski manjak od 13,2 mlrd. HRK. Navedeno odražava nepovoljan utjecaj krize uzrokovane pandemijom koronavirusa na gospodarsku aktivnost, a time i porezne prihode (vidi Okvir 5. Procjena i uloga fiskalnih elastičnosti u Hrvatskoj), kao i utjecaj privremenih mjera za suzbijanje negativnih posljedica krize, koje su se odrazile i u padu prihoda (zbog uvedenih poreznih otpisa) i u rastu rashoda (zbog isplaćivanja potpora za očuvanje radnih mjesta). Zbog navedenih okolnosti znatno su pogoršana proračunska kretanja u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kada je bio ostvaren proračunski višak od 0,2 mlrd. kuna. Promatrano po tromjesečjima, u prvom tromjesečju 2020. ostvaren je manjak od 3,2 mlrd. kuna, usporediv s istim razdobljem prethodne godine, a manjak se znatno produžio u drugom tromjesečju i dosegao 9,9 milijarda kuna.

Slika 10.1. Kumulativni saldo opće države po tromjesečjima ESA 2010



Početkom studenoga 2020. Vlada RH usvojila je druge izmjene i dopune Državnog proračuna i Financijskih planova proračunskih korisnika kojima je povećala očekivani manjak opće države u 2020. na 8,0% BDP-a, sa 6,7% BDP-a, koliko je bilo planirano prvim rebalansom iz svibnja. Promjene u rebalansu odražavaju znatno povećanje prihoda, ali i još izraženije povećanje rashoda, od kojeg su najznačajnije povećanje rashoda za zdravstvo povezane sa sanacijom dugova i stvaranjem novih neplaćenih obveza²⁰, snažnije korištenje mjera s ciljem očuvanja radnih mjesta, te ostale rashode koji uključuju povećana izdvajanja za mirovine i naknade za nezaposlenost, kao i mjere za osiguranje dodatne likvidnosti državnih poduzeća.

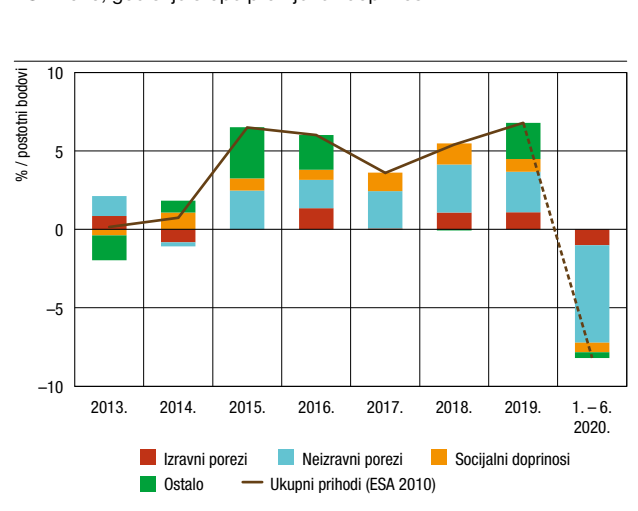
U prvom polugodištu 2020. ostvaren je snažan pad ukupnih prihoda konsolidirane opće države od 8,2% u odnosu na usporedivo razdoblje prethodne godine. Pritom su neizravni porezi najviše pridonijeli padu ukupnih prihoda zbog negativnih učinaka kontrakcije gospodarske aktivnosti uzrokovanih pandemijom, a koji su se odrazili na pad osobne potrošnje i na smanjenu dinamiku potražnje u djelatnostima povezanim s turizmom. Osim

toga, provedeno porezno rasterećenje u sustavu PDV-a, odnosno proširenje obuhvata primjene stope od 13% na pripremu i posluživanje hrane i pića od siječnja 2020. utjecalo je na pad prihoda od neizravnih poreza. Nadalje, značajan doprinos padu prihoda zabilježili su i prihodi države od prodaje dobara i usluga (kao npr. administrativne takse ili prihodi sveučilišta od privatnog sektora), najviše zbog uvođenja restriktivnih epidemioloških mjera koje su ograničile pružanje većine državnih usluga. Izravni porezi manje su pridonijeli padu prihoda, a što je uvelike rezultat uspješnog ublažavanja negativnih posljedica epidemioloških mjera na kretanje broja zaposlenih. Kada je riječ o kretanju prihoda od izravnih poreza, oni su smanjeni znatno manje, što odražava činjenicu da su se odgođena porezna davanja prema metodologiji ESA knjižila kao prihodi u trenutku nastanka porezne obveze. Na kretanje izravnih poreza negativno je utjecalo porezno rasterećenje provedeno u četvrtom krugu sveobuhvatne porezne reforme, odnosno povećanje broja obveznika poreza na dobit koji ga plaćaju po sniženoj stopi, kao i povećanja osobnog odbitka u sustavu poreza na dohodak. Relativno ograničen negativan učinak krize na tržište rada primjetan je u znatno manje izraženom smanjenju prihoda od socijalnih doprinosa, dok su ostali prihodi uglavnom bili podržani nastavkom uspješnog povlačenja sredstava iz fondova EU-a, uključujući i isplatu jednokratne izvanredne pomoći EU-a, na temelju odluke Europske komisije prema kojoj je državama članicama dopušteno da neiskorišteni dio sredstava iz trenutnoga višegodišnjeg financijskog okvira (2014. – 2020.) prenamijeni za potrebe financiranja mjera za suzbijanje posljedica pandemije koronavirusa (poput potpora za očuvanje zaposlenosti, osiguravanja dodatne likvidnosti i nabave zdravstvene opreme).

Na rashodnoj strani proračuna konsolidirane opće države u prvom je polugodištu 2020. zabilježeno snažno povećanje ukupnih rashoda od 6,6% u odnosu na isto razdoblje lani, čemu je najviše pridonio snažan rast rashoda za subvencije, koji ponajprije odražava isplaćene potpore poslodavcima u svrhu očuvanja radnih mjesta.

Positivan doprinos rastu ukupnih rashoda zabilježile su i naknade zaposlenicima, koje odražavaju povećanje osnovice za plaće u javnom sektoru od 2% od 1. siječnja 2020., kao i utjecaj

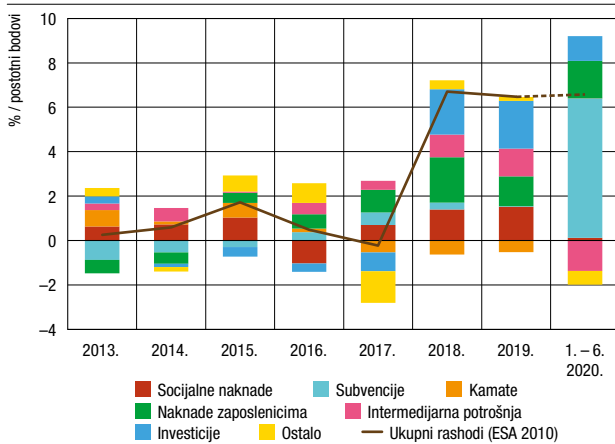
Slika 10.2. Prihodi konsolidirane opće države ESA 2010, godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

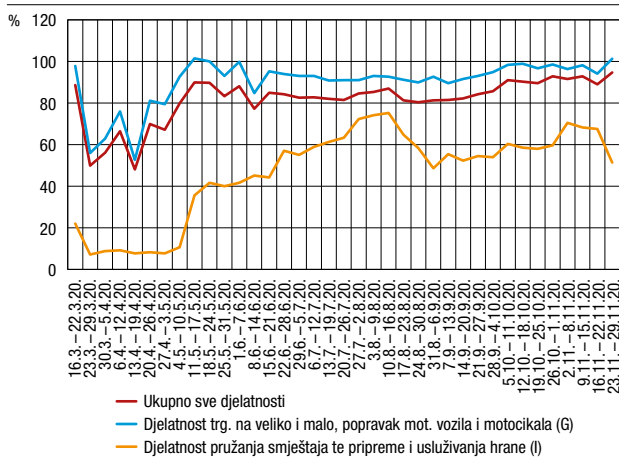
²⁰ Prema metodologiji ESA stvaranje novih neplaćenih obveza obračunava se kao obveza i bilježi kao rashod.

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



Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

Slika 10.4. Indeks iznosa fiskaliziranih računa u odnosu na usporedivo razdoblje prethodne godine



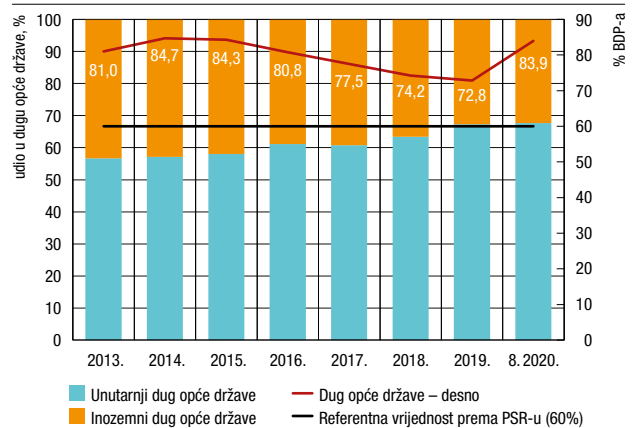
Izvori: MFIN; Porezna uprava (izračun HNB-a)

prethodno dogovorenog povećanja plaća u zdravstvenom i obrazovnom sektoru. I investicije opće države ostvarile su rast, odražavajući nastavak provođenja infrastrukturnih projekata financiranih iz fondova EU-a, kao i rashode za nabavu medicinske opreme s ciljem ublažavanja i kontroliranja posljedica pandemije.

Suprotno tome, intermedijarna potrošnja, rashodi za kamate i ostali rashodi zabilježili su negativan doprinos rastu ukupnih rashoda, pri čemu smanjenje rashoda za intermedijarnu potrošnju odražava prenamjenu dijela tih rashoda rebalansom proračuna na ostale rashodne stavke (najviše na potpore za očuvanje radnih mjesta). Smanjenje rashoda za kamate posljedica je stabilne kreditne ocjene kao i nastavka povoljnih uvjeta financiranja na financijskom tržištu koji su iskorišteni za refinanciranje prethodno dospjelog duga.

Prema preliminarnim podacima MF-a za središnju državu prema Direktivi 2011/85/EU za treće tromjesečje 2020. zabilježen je višak proračuna središnje države u iznosu od 1,4 mlrd. HRK. Unatoč tome što navedeni višak predstavlja poboljšanje proračuna u odnosu na prethodno tromjesečje, višak je manji za 6 mlrd. HRK na godišnjoj razini. Promatraju li se podaci MF-a za državni proračun prema računskom planu na prihodnoj

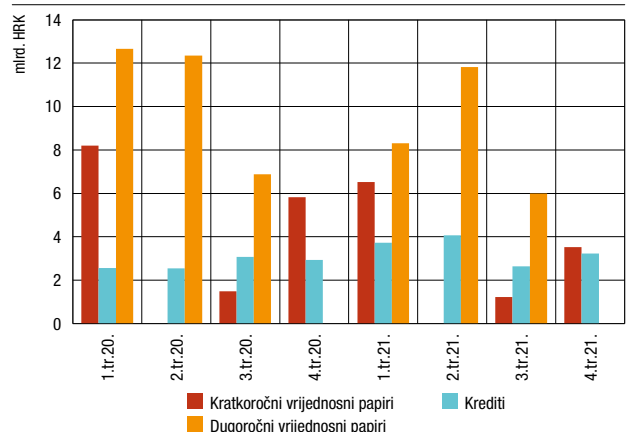
Slika 10.5. Dug opće države
stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju kolovoza 2020. korišten je nominalni BDP u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

Izvor: HNB

Slika 10.6. Dospjeća duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na osnovi stanja na dan 30. studenoga 2020., a kredita na dan 30. rujna 2020.

Izvori: MF; HNB

strani, primjetna su znatno nepovoljnija kretanja indirektnih poreza (PDV-a i trošarina) u odnosu na socijalne doprinose i porez na dobit. Na rashodnoj strani proračuna u trećem je tromjesečju primjetan godišnji rast rashoda za subvencije, iako znatno sporiji nego u prethodnom tromjesečju, što odražava osjetno manje iznose isplaćenih potpora za očuvanje radnih mjesta. Osim toga, porasla je i većina kategorija rashoda za naknade građanima i kućanstvima, među njima ponajviše naknade za nezaposlene. Također su porasli i rashodi za nabavu nefinancijske imovine.

Kada je riječ o kretanju prihoda i rashoda u listopadu 2020. godine, prema podacima Ministarstva financija²¹ ostvaren je negativan saldo proračuna središnje države od 2,5 mlrd. HRK, što je pogoršanje od 3,8 mlrd. HRK u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, koje je rezultat i pada prihoda (koji mogu biti pod utjecajem odgođenih uplata PDV-a) i rasta rashoda. Međutim, dostupni recentni podaci iz sustava fiskalizacije u studenom

21 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.

upućuju na nešto povoljnija ostvarenja određenih djelatnosti u odnosu na listopad.

Dug konsolidirane opće države na kraju kolovoza 2020. iznosio je 325,9 milijarda kuna ili oko 32,9 mlrd. kuna više u usporedbi sa stanjem na kraju 2019. godine. Znatniji porast duga ponajviše odražava povećanje potreba države za financiranjem manjka proračuna u prvih osam mjeseci, ali i u ostatku 2020. godine, te nepovoljne tečajne razlike na dio duga u inozemnoj valuti koje su u prvih osam mjeseci uvećale javni dug za oko 2,1 mlrd. HRK. Povećanje potreba za financiranjem rezultat je nepovoljnih učinaka pandemije na gospodarsku aktivnost, kao i financiranja provedenih mjera s ciljem ublažavanja negativnih učinaka krize. Pritom su potrebe za financiranjem uglavnom podmiřene na domaćem tržištu. Zbog provedene revizije podataka, odnosno ukljućenja niza jedinica iz sektora nefinancijskih poduzeća u središnju i lokalnu državu, povećana je ukupna razina javnog duga u razdoblju od sijećnja 2001. do posljednje objave podataka. Nešto snažnije povećanje razine duga (oko 0,5 mlrd. HRK) u razdoblju 2007. – 2014. odražava utjecaj resektorizacije

trgovačkog društva HŽ Putnički prijevoz.

Kada je rijeć o ostvarenim izdanjima na financijskim tržištima, na domaćem je tržištu Vlada RH krajem veljaće izdala tri tranše obveznica u apsolutnom iznosu od 15 mlrd. HRK (dva kunska izdanja u iznosu od 5 i 4 mlrd. HRK od kojih je posljednje pribrojeno izdanju iz studenoga 2019., te jedno izdanje u eurima u iznosu od 800 mil. EUR uz valutnu klauzulu) za refinanciranje dospjele obveznice u iznosu od 12,7 mlrd. HRK. S ciljem refinanciranja velikoga trezorskog zapisa od 7,8 mlrd. HRK, država je početkom svibnja izdala novu domaću obveznicu u iznosu od 1,445 mlrd. EUR. Nadalje, u svrhu otplate inozemne obveznice koja je dospjela u srpnju, kao i za dodatno financiranje znatno povećanih tekućih potreba, država je u lipnju izdala obveznicu na inozemnom tržištu u iznosu od 2,0 mlrd. EUR. Također, država je u lipnju na domaćem tržištu izdala dvije tranše obveznica u apsolutnom iznosu od 5,05 mlrd. HRK (dva kunska izdanja u iznosu od 2,46 mlrd. HRK i 2,59 mlrd. HRK). Unatoć nepovoljnoj ekonomskoj situaciji, sva spomenuta izdanja ostvarena su uz povoljne uvjete.

Okvir 5. Procjena i uloga fiskalnih elastićnosti u Hrvatskoj²²

Zbog pandemije koronavirusa Hrvatska je znatno povećala svoj proraćunski manjak zbog protukriznih gospodarskih mjera, ali i znaćajnog utjecaja naglašenoga gospodarskog pada na proraćun. Fiskalne elastićnosti, koje mjere osjetljivost proraćuna na gospodarska kretanja, imaju ključnu ulogu u projekcijama javnih financija i izraćunu strukturnoga proraćunskog salda, što im daje središnje mjesto u fiskalnom okviru Europske unije, definiranim Paktom o stabilnosti i rastu. Rezultati provedene analize pokazuju da procjene fiskalnih elastićnosti temeljene na različitim metodološkim pristupima mogu unaprijediti kvalitetu prognoza fiskalnih varijabla te da metodološke razlike utjeću na ocjenu fiskalne pozicije Hrvatske.

Fiskalne elastićnosti mjere osjetljivost proraćunskih prihoda i proraćunskih rashoda na makroekonomska kretanja. Drugim rijećima, one pružaju informaciju o automatskim promjenama u proraćunskim приходima i rashodima pod utjecajem poslovnog ciklusa. Prema definiciji fiskalne elastićnosti mjere postotnu promjenu fiskalne varijable zbog postotne promjene BDP-a (ili jaza domaćeg proizvoda). U fiskalnoj analizi fiskalne elastićnosti imaju tri vrlo važne uloge.

Prvo, fiskalne elastićnosti imaju ključnu ulogu u izradi prognoza kretanja prihoda i, manjim dijelom, rashoda proraćuna.²³ Drugo, fiskalne elastićnosti koriste se za procjenu cikličke komponente proraćunskog salda, tj. za razdvajanje cikličkih od diskrecijskih mjera fiskalne politike i time identifikaciju karaktera fiskalne politike (engl. *fiscal stance*). Upravo im ova uloga daje središnje mjesto u fiskalnom okviru Europske unije, definiranim Paktom o stabilnosti i rastu.²⁴ Naime, u sklopu preventivnog dijela Pakta ocjenjuje se je li strukturni manjak Hrvatske unutar srednjoroćnoga proraćunskog cilja (engl. *medium-term objective*, MTO), pri ćemu za članice europskoga tečajnog mehanizma (ERM II) najveći dopušteni strukturni manjak iznosi 1% BDP-a. Nadalje, u sklopu korektivnog dijela Pakta, tj. procedure pri

prekomjernom manjku (engl. *excessive deficit procedure*, EDP), fiskalne elastićnosti koriste se za: 1) izradu prognoza na temelju kojih se donosi odluka o pokretanju ili obustavljanju EDP-a, 2) procjenu strukturnog salda gdje je njegova promjena pokazatelj efektivnoga fiskalnog napora zemlje i 3) reviziju ostvarene strukturne prilagodbe.

Treće, fiskalne elastićnosti imaju znaćajan učinak na procjenu i na velićinu fiskalnih multiplikatora.²⁵ Budući da se cikličkom prilagodbom fiskalnih vremenskih nizova nastoje iskljućiti egzogene promjene (one neovisne o poslovnom ciklusu), koje su nužne za nepristranu procjenu velićine fiskalnih multiplikatora, izrazito je važno da su one adekvatno procijenjene.

Od tri najćešće korišćena pristupa procjene fiskalnih elastićnosti koji su korišćeni kao podloga za procjenu elastićnosti za Hrvatsku, prva su dva pristupa ekonometrijska, a temelje se na (vektorskim) modelima korekcije pogreške (VEC) i na (dinamićkim) metodama najmanjih kvadrata (OLS, DOLS). Treći pristup, koji predstavlja službenu metodologiju OECD-a kojom se koristi i Europska komisija, kombinacija je ekonometrijskih procjena, aritmetićkih izraćuna temeljenih na mikropodacima o plaćenim porezima i prilagodbe (kalibracije) utemeljene na teorijskim pretpostavkama.

Rezultati procijenjenih elastićnosti primjenom svih triju pristupa s obzirom na BDP i s obzirom na relevantnu makroekonomsku osnovicu prikazani su u Tablici 1. Uz pretpostavku budućih kretanja pojedinih makroekonomskih osnovica, korišćenjem fiskalnih elastićnosti može se prognozirati kretanje odgovarajućih proraćunskih kategorija kako bi se kvantificirali makroekonomski učinci na proraćun za potrebe projekcija proraćunskog salda, državnih potreba za financiranjem i javnog duga.²⁶ Dobivene

22 Okvir je sažeti prikaz radne verzije istraživanja "Procjena i uloga fiskalnih elastićnosti u fiskalnoj analizi: primjer Republike Hrvatske" Milana Deskara-Škrbića, Ane Grdović Gnip i Darjana Milutinovića u sklopu HNB-ova istraživaćkog projekta Makroekonomski učinci fiskalne politike u Hrvatskoj.

23 Mourre, G., Astarita, C. i Maftai, A. (2016.): *Measuring the uncertainty in predicting public revenue* (No. 039), Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, No. 039; Boschi, M. i d'Addona, S. (2019.): *The Stability of Tax Elasticities over the Business Cycle in European Countries*, The Journal of Applied Public Economics

24 Mourre, G. i Poissonnier, A. (2019.): *What Drives the Responsiveness of the Budget Balance to the Business Cycle in EU Countries?*, Intereconomics

25 Caldara, D. i Kamps, C. (2017.): *The analytics of SVARs: a unified framework to measure fiscal multipliers*, The Review of Economic Studies

26 Svaka prihodovna proraćunska kategorija F_i prognozira se korišćenjem sljedeće jednadžbe: $F_i^t = F_i^{t-1} \cdot \left(1 + \frac{g_i^{MB}}{100} - \varepsilon_i\right) + D_i^t$, gdje je visina prihoda i -te kategorije prihoda u godini $t(F_i^t)$ jednaka razini iste kategorije prihoda iz prethodne godine (F_i^{t-1}) prilagođene za stopu rasta odgovarajuće makroekonomske osnovice (g_i^{MB}), uz pripadajuću elastićnost i -te kategorije prihoda na pripadajuću makroekonomsku osnovicu (ε_i). Takvom rezultatu na kraju se pribraja učinak poreznih izmjena (diskrecijskih mjera) i -te kategorije u zadanoj godini (D_i^t).

Tablica 1. Fiskalne elastičnosti i rezultati projekcija prihodnih kategorija

Kategorija prihoda	Pristup	MO	ε_Y	ε_{MO}	$MAPE_{t+1}$	$MAPE_{t+2}$
Indirektni porezi	VDN	Osobna potrošnja	0,79	0,84	2,6	4,2
	GA		1,0	1,00	2,5	3,8
	BD		0,75/0,88	1,16	2,5	3,8
	B		–	1,19	2,6	3,8
	EK		1,0	1,00	2,5	3,8
	HNB		–	1,00	2,5	3,8
Porez na dohodak	VDN	Masa plaća	1,1	0,98	4,3	6,5
	GA		0,9	1,51	4,1	4,2
	BD		1,68/1,03	1,26	3,9	4,9
	B		–	1,80	4,7	5,6
	EK		1,71	1,75	4,6	5,3
	HNB		–	1,40	4,0	4,2
Porez na dobit	VDN	Bruto operativni višak	1,07	1,00	11,8	14,9
	GA		1,94	1,00	11,8	14,9
	BD		1,82/0,60	1,15	11,5	14,4
	B		–	0,50	12,9	17,4
	EK		2,29	1,81	10,4	13,1
	HNB		–	1,50	10,7	13,6
Socijalni doprinosi	VDN	Masa plaća	0,88	0,84	1,6	2,6
	GA		0,65	0,84	1,6	2,6
	BD		2,05/1,23	1,02	1,6	2,3
	B		–	0,48	2,7	4,8
	EK		0,7	1,00	1,5	2,2
	HNB		–	1,00	1,5	2,2
Naknade za nezaposlene	VDN	Nezaposlenost	–5,0	1,00	–	–
	GA		–0,74	1,00	–	–
	BD		–5,0/–4,05	1,09	–	–
	B		–	1,05	–	–
	EK		–2,39	1,00	–	–

Napomena: MO – makroekonomska osnovica, ε_Y – elastičnost proračunske kategorije s obzirom na domaći proizvod, ε_{MO} – elastičnost proračunske kategorije s obzirom na makroekonomsku osnovicu, $MAPE_{t+1}$ – prosječna apsolutna postotna greška u prvoj godini projekcije, $MAPE_{t+2}$ – prosječna apsolutna postotna greška u drugoj godini projekcije, VDN – Van den Noord (2000.), GA – Girouard i Andre (2005.), BD – Boschi i d'Addona (2019.), B – Bouthevillain i dr. (2001.), EK – Europska komisija (OECD), Price, Dang i Guillemette (2014.), HNB – interna procjena HNB-a i ESB-a (2019.) Prikazani rezultati odnose se na prosjek razdoblja od 2004. do 2019. Svi metodološki pristupi primjenjuju dugoročne elastičnosti, osim Bouthevillianova pristupa (2001.) koji ocjenjuje samo kratkoročne elastičnosti s obzirom na makroekonomsku osnovicu, te Boschi-d'Addonina pristupa (2019.) u elastičnostima s obzirom na BDP gdje su prikazane prvotno dugoročne, a zatim kratkoročne elastičnosti.

Izvor: HNB

Tablica 2. Usporedni prikaz poluelastičnosti i elastičnosti prema raznim pristupima

Pristup	ε_R	ε_E	$\frac{R}{Y}$	$\frac{E}{Y}$	SE_R	SE_E	ε_{saldo}	SE_{saldo}
Van den Noord	0,85	–0,06			–0,066	–0,504	0,79	0,438
Girouard i Andre	0,92	–0,01			–0,035	–0,48	0,91	0,445
Boschi i d'Addona	1,31	–0,06	44	47,5	0,133	–0,502	1,25	0,635
OECD (EK)	0,9	–0,03			–0,044	–0,489	0,87	0,443

Napomena: Ucjeli proračunskih prihoda i rashoda u BDP-u odraz su njihove prosječne vrijednosti u razdoblju od 2004. do 2019. godine. Prosjeci u Mourre, Poissonnier i Lausegger (2019.) nisu istovjetni te konačni parametar poluelastičnosti salda iz ove tablice ne odgovara onome iskazanom za Hrvatsku u Mourre, Poissonnier i Lausegger (2019.).

Izvor: HNB

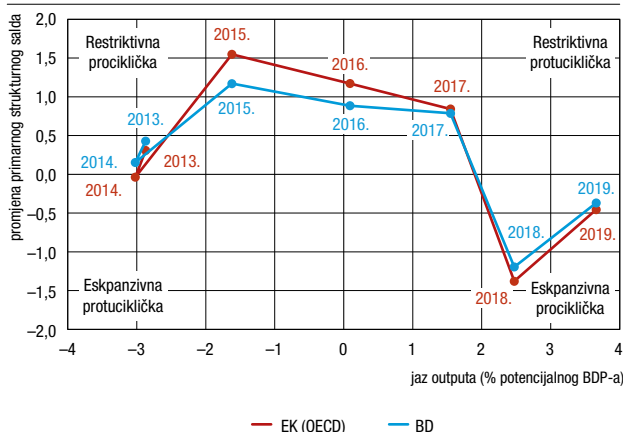
ex-post projekcije uspoređene su s ostvarenim prihodima u projekcijskom razdoblju kako bi se izračunala odstupanja (greške projekcije), pri čemu se koristi srednja apsolutna postotna greška (MAPE). Navedeni rezultati omogućavaju izbor elastičnosti za projekciju prihoda koje imaju najmanju grešku procjene, čime se unaprjeđuje preciznost fiskalnih projekcija.

Ako se u obzir uzmu parametri elastičnosti iz Tablice 1., fiskalne poluelastičnosti izračunate na temelju različitih metodologija

za Hrvatsku prikazane su u Tablici 2. Fiskalne poluelastičnosti alternativna su mjera osjetljivosti fiskalnih varijabla na makroekonomska kretanja koje pokazuju promjenu udjela fiskalnih varijabla u BDP-u zbog postotne promjene BDP-a.

Prikazani rezultati upućuju da promjena BDP-a od 1% u Hrvatskoj dovodi do promjene proračunskog salda od oko 0,44 postotna boda BDP-a prema različitim metodologijama ili 0,63 postotna boda prema ekonometrijskom Boschi-d'Addoninu

Slika 1. Karakter fiskalne politike u Hrvatskoj



Izvori: Europska komisija, HNB

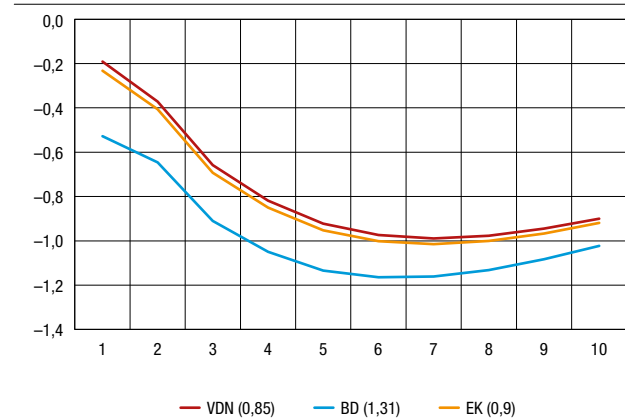
pristupu (2019.). Procjene različitih dugoročnih elastičnosti fiskalnih varijabla na BDP omogućavaju cikličku prilagodbu proračunskog manjka i analizu karaktera fiskalne politike.

Karakter fiskalne politike utvrđuje se usporedbom promjene strukturalnoga primarnog salda, koji većinom odražava diskrecijske mjere fiskalne politike, te promjene jaza domaćeg proizvoda, koji prikazuje promjenu cikličke pozicije gospodarstva. Promjena strukturalnoga primarnog salda pokazuje je li fiskalna politika ekspanzivna (pogoršanje strukturalnog salda) ili restriktivna (poboljšanje strukturalnog salda), a ovisno o promjeni cikličke pozicije ona može biti prociklička i protuciklička. Odnos promjene strukturalnoga primarnog salda i jaza domaćeg proizvoda od ulaska Hrvatske u EU prikazan je na Slici 1. koja pokazuje ocjenu karaktera fiskalne politike na temelju poluelastičnosti proračunskog salda na jaz domaćeg proizvoda kojom se koristi Europska komisija te poluelastičnosti izračunate prema Boschi-d'Addoninu pristupu (2019.), budući da u ovoj analizi ovaj pristup rezultira ekstremnom dugoročnom poluelastičnošću, dok je poluelastičnost izračunata na temelju ostalih pristupa vrlo slična onoj Europske komisije (Tablica 2.).

Slika 1. pokazuje kako različite poluelastičnosti ne rezultiraju samo različitim intenzitetom promjene primarnoga strukturalnog salda, već mogu rezultirati i drukčijim zaključcima o karakteru fiskalne politike u pojedinim razdobljima. Primjerice, u 2014. godini prema metodologiji Europske komisije fiskalna je politika bila ekspanzivna i prociklička, dok je prema Boschi-d'Addoninu pristupu (2019.) ona bila restriktivna i prociklička.²⁷

Važno je istaknuti i kako fiskalne elastičnosti imaju važnu ulogu za procjenu fiskalnih multiplikatora, a prema dominantnoj Blanchard-Perottijevoj metodologiji (2002.).²⁸ U spomenutom pristupu fiskalne elastičnosti služe za identifikaciju strukturalnih fiskalnih šokova. Na osnovi ocijenjenih fiskalnih elastičnosti provodi se

Slika 2. Multiplikator ukupnih prihoda uz pretpostavke različitih elastičnosti



Izvor: HNB

ciklička prilagodba grešaka VAR modela i na kraju se dobivaju strukturalni šokovi koji bi trebali odražavati diskrecijske mjere fiskalne politike, egzogene u odnosu na poslovni ciklus, pri čemu elastičnosti imaju najveći utjecaj na procjenu multiplikatora prihoda. Kako bi se analizirala osjetljivost izračuna fiskalnih multiplikatora, koriste se elastičnosti ukupnih prihoda (Tablica 2.).

Pretpostavke o elastičnostima prihoda na BDP mogu značajno utjecati na veličinu multiplikatora prihoda (Slika 2.). Primjerice, uz pretpostavku elastičnosti poreznih prihoda od 1,31, šok strukturalnih prihoda od jedne jedinice dovodi do pada BDP-a od 0,53 jedinice u trenutku nastanka šoka, dok u slučaju pretpostavke elastičnosti od 0,9 šok jedne jedinice dovodi do pada BDP-a od samo 0,23 jedinice.²⁹ Također, uz pretpostavku elastičnosti od 1,31 multiplikator ukupnih prihoda u dužem roku veći je od 1, a uz pretpostavku nižih elastičnosti najviši multiplikator kreće se na razini manjoj ili jednakoj 1. Nadalje, budući da metodologija OECD-a kojom se koristi Europska komisija daje najpreciznije prognoze projekcije prihoda (Tablica 1.), možemo zaključiti da ukupna elastičnost prihoda s obzirom na BDP od 0,9 implicira najprecizniji multiplikator u Blanchard-Perottijevu pristupu (2002.). Veličina multiplikatora ima značajne posljedice na zaključke o učinkovitosti i stabilizacijskom potencijalu fiskalne (porezne) politike, ali i očekivanim učincima diskrecijskih mjera fiskalne politike na makroekonomske projekcije.

Zaključci empirijske analize upućuju kako korištenje različitih metodologija procjene fiskalnih elastičnosti može povećati kvalitetu projekcija javnih financija i procjenu učinaka fiskalne politike na makroekonomske projekcije. Također, prikaz osjetljivosti ključnih fiskalnih pokazatelja kao što su strukturalni saldo na izbor fiskalnih elastičnosti važan je za analizu hrvatskih javnih financija u kontekstu fiskalnog okvira EU-a definiranog Paktom o stabilnosti i rastu.

27 Prikaz je ilustrativan budući da je malo vjerojatno da Hrvatska ima najvišu razinu osjetljivosti proračuna na jaz outputa, ali njegova je svrha podsjetiti da fiskalne elastičnosti mogu prouzročiti značajne reperkusije i na zaključke o karakteru fiskalne politike.

28 Blanchard, O. i Perotti, R. (2002.): *An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output*, The Quarterly Journal of economics. Potrebno je napomenuti da je navedeno samo jedna od brojnih metodologija koje uključuju i modelske i ostale empirijske procjene.

29 Prikazani multiplikator temelji se na neakumuliranoj funkciji impulsnog odziva, dok se fiskalni šokovi provode na tromjesečnim podacima.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Kada je riječ o međunarodnom okružju, ocjene realnih kretanja za 2020. za većinu su zemalja primjetno nepovoljnije u odnosu na očekivanja ugrađena u prethodnu projekciju objavljenu u srpnju ove godine. Tome ponajviše pridonose nepovoljna ostvarenja u drugom tromjesečju, koja su pokazala da bi učinci pandemije na gospodarsku aktivnost mogli biti izraženiji negoli se to predviđalo, i to unatoč razmjerno snažnom oporavku za-bilježenom u trećem tromjesečju. Tako se prema posljednjoj listopadskoj projekciji MMF-a ocjenjuje da će kontrakcija svjetskoga gospodarstva biti za čak 1,4 postotna boda dublja nego što se očekivalo u proljeće, dok je projicirani pad gospodarstva europodručja iz kojega dolazi glavnina najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera povećan za dodatnih 0,8 postotnih bodova. Što se tiče monetarne politike, nema znatnih promjena očekivanja glede kretanja ključnih kamatnih stopa te se nadalje pretpostavlja izrazito ekspanzivna monetarna politika najvažnijih središnjih banaka.

Očekivani pad ukupne gospodarske aktivnosti za 2020. godinu, iako nešto manji nego što se očekivalo u projekciji iz srpnja (-9,7%), ipak je snažniji u odnosu na očekivanja iz listopada (-8,0%) te bi mogao iznositi -8,9%. Korekcija u odnosu na srpanj uglavnom odražava bolja ostvarenja glede izvoza robe i usluga nego što se prethodno projiciralo pa bi ukupan izvoz mogao biti za 26,4% manji nego u 2019., nasuprot ranije projiciranom padu od 38,1%. Kada je riječ o sastavnicama domaće potražnje, osobna bi se potrošnja u 2020. mogla smanjiti za 6,6%, što je nešto veće smanjenje od prethodno očekivanih -5,3%. Korekcija naniže odražava nešto nepovoljnija ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju u odnosu na ranija očekivanja, ali i lošija očekivanja za posljednje tromjesečje 2020. zbog pogoršanja epidemiološke situacije. Kapitalna ulaganja mogla bi se smanjiti za 5,2%, znatno manje nego što se očekivalo u srpnju ove godine (prethodno -12,1%). Revizija očekivanja naviše rezultat je znatno povoljnijih ostvarenja nego što se projiciralo u srpnju, poglavito zbog pojačane investicijske aktivnosti opće

države. Potrošnja države mogla bi rasti sličnom dinamikom, što je u skladu s prethodnim očekivanjima, te bi se mogla povećati za 2,0% na godišnjoj razini (prethodno 1,9%). Kada je riječ o uvozu robe i usluga, očekuje se da bi pad mogao biti manji nego što je ranije očekivano (-16,3% u odnosu na -30,8% iz srpnja), na što upućuju dosadašnja ostvarenja te revidirana očekivanja glede ukupnog izvoza i investicijske aktivnosti. Iako su u ovoj projekciji i pad uvoza i pad izvoza manji nego što se ranije očekivalo, korekcija uvoza izraženija je od korekcije izvoza pa bi u 2020. negativan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu mogao biti znatno veći nego što je projicirano u srpnju ove godine (-5,2 u odnosu na ranijih -3,6 postotnih bodova).

Projekcija prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena od 0,2% u 2020. godini za 0,3 postotna boda viša je u odnosu na prethodnu projekciju iz srpnja 2020. To je ponajviše rezultat povećanja ocijenjene prosječne godišnje stope promjene cijena indeksa potrošačkih cijena bez hrane i energije na 1% (s 0,3% u prethodnoj projekciji), uglavnom zbog nešto slabije izraženog smanjenja cijena dijela usluga povezanih s turizmom (primjerice usluga u restoranima i kafićima, paket-aranžmana i sl.) te odjeće i obuće od onog koje se očekivalo. Usto, ublažen je prognozirani godišnji pad cijena energije na -5,4% (s -6,7% u prethodnoj projekciji), poglavito kao posljedica manje izraženoga godišnjeg pada cijena naftnih derivata, što je rezultat njihova izraženijeg poskupljenja ostvarenog tijekom lipnja i srpnja 2020. Nasuprot tome, ocijenjeni prosječni godišnji rast cijena hrane u 2020. smanjen je na 2% (s 3,6% u prethodnoj projekciji), što je rezultat nižega ostvarenoga godišnjeg rasta cijena hrane od očekivanog.

Ocjena viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2020. smanjena je u odnosu na prošlu projekciju za 0,6 postotnih bodova. Navedena je korekcija rezultat većeg manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, a koji proizlazi iz primjetno manjeg pada robnog uvoza nego što se očekivalo, što je ublaženo

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2020.		
	Prethodna projekcija (7. 2020.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	-3,0	-4,4	-1,4
Europodručje	-7,5	-8,3	-0,8
SAD	-5,9	-4,3	1,6
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	-1,0	-3,3	-2,3
Zemlje Srednje i Istočne Europe	-5,2	-4,6	0,6
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	-4,9	-5,3	-0,4
Cijene			
HICP u europodručju ^a	0,3	0,3	0,0
Cijene nafte (USD/barel) ^b	36,4	41,4	5,1
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,41	-0,49	-0,1
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,0
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	0,25	0,25	0,0

^a ESB, rujan 2020.; ^b Bloomberg, *Brent crude oil futures*; ^c Bloomberg
Izvor: MMF (WEO), listopad 2020.

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2020.			2021.		
	Prethodna projekcija (7.2020.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (7.2020.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	-9,7	-8,9	0,8	6,2	4,9	-1,3
Osobna potrošnja	-5,3	-6,6	-1,3	4,6	4,5	-0,1
Državna potrošnja	1,9	2,0	0,1	3,4	2,2	-1,2
Investicije u kapital	-12,1	-5,2	7,0	6,8	7,2	0,4
Izvoz robe i usluga	-38,1	-26,4	11,7	44,5	19,3	-25,3
Uvoz robe i usluga	-30,8	-16,3	14,5	36,5	15,0	-21,5
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	-3,2	-1,5	1,7	2,0	0,7	-1,3
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	10,6	9,1	-1,5	9,2	8,5	-0,7
Stopa nezaposlenosti (anketna)	9,1	7,5	-1,6	7,8	7,0	-0,7
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	-0,1	0,2	0,3	0,7	1,0	0,3
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-0,4	-1,0	-0,6	0,5	0,1	-0,4
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	2,0	1,4	-0,6	2,7	3,0	0,4
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	81,7	82,2	0,5	76,5	76,2	-0,3
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	8,1	8,9	0,8	2,7	3,2	0,5
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	6,5	8,4	1,9	2,8	3,4	0,5
Plasmani kreditnih institucija	4,8	3,2	-1,6	2,9	3,0	0,2
Plasmani kreditnih institucija ^a	3,7	2,8	-0,8	3,1	3,3	0,2

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

Izvor: HNB

povoljnijom ocjenom izvoznih kretanja. Za razliku od toga, očekuje se zamjetno veći neto izvoz usluga, ponajprije zahvaljujući većim prihodima od potrošnje stranih gostiju tijekom vrhunca turističke sezone. Osim toga, na računu primarnog dohotka mogao bi se zabilježiti neutralan saldo, što je primjetno poboljšanje u odnosu na manjak koji se očekivao u prošloj projekciji. Tome bi najviše mogao pridonijeti izraženiji pad dobiti domaćih poduzeća i banaka u stranom vlasništvu, i time niži rashodi od izravnih ulaganja. Istodobno je ocjena viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija ostala gotovo nepromijenjena. U skladu s nepovoljnijim saldom tekućega i kapitalnog računa te manjim neto odljevima kapitala na financijskom računu projicirana je razina relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti na kraju 2020. povećana u usporedbi sa srpanjskim očekivanjima.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija (isključujući državu) u 2020. godini smanjena je u odnosu na očekivanja u prethodnoj projekciji. Plasmani bi tako u 2020. godini mogli porasti za 2,8%, dok se prethodno očekivalo 3,7% (na osnovi

transakcija). Niži rast plasmana posljedica je slabijega kreditiranja nefinancijskih poduzeća od očekivanog, dok je kreditiranje stanovništva bilo snažnije od očekivanog ponajviše pod utjecajem bržeg rasta stambenih kredita potaknutog programom subvencioniranja stambenih kredita, a u određenoj mjeri pridonijelo je i zaduživanje stanovništva u svrhu obnove potresom oštećenih stambenih jedinica u Gradu Zagrebu i neposrednoj okolici.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) za 2020. iznosi 8,4% (na osnovi transakcija), što je više nego što se očekivalo u prethodnoj projekciji (6,5%). Tome je najviše pridonio snažniji rast depozitnog novca, što odražava veću sklonost domaćih sektora kumuliranju sredstava na transakcijskim računima u uvjetima povećane nesigurnosti. Istovremeno se projekcijom predviđa sporiji rast deviznih depozita od prethodno očekivanog. Naime, izraženije povećanje depozita u prethodnoj projekciji temeljilo se na nastavku njihova snažnog rasta zabilježenog na početku pandemije, a koji je bio posljedica bojazni od slabljenja domaće valute zbog neizvjesnosti glede učinaka pandemije.

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.
Hrvatska narodna banka (prosinac 2020.)	-8,9	4,9	-6,6	4,5	-5,2	7,2	-26,4	19,3	-16,3	15,0	-	-	0,2	1,0
Eastern Europe Consensus Forecasts (studeni 2020.)	-8,8	4,8	-6,9	3,8	-9,0	5,8	-	-	-	-	-4,4	4,2	0,2	1,1
Europska banka za obnovu i razvoj (studeni 2020.)	-8,5	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (studeni 2020.)	-9,6	5,7	-6,7	4,3	-8,2	5,5	-29,5	29,2	-22	22,4	-	-	0,1	1,2
Međunarodni monetarni fond (listopad 2020.)	-9,0	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3	0,8
Raiffeisen Research ^a (listopad 2020.)	-9,4	5,1	-	-	-	-	-27,7	15,1	-21,3	10,9	-5,8	3,5	0,1	1,0
Ministarstvo financija (listopad 2020.)	-8,0	5,0	-6,3	4,5	-6,1	3,9	-24,7	24,0	-17,6	19,3	-	-	0,2	0,8
Svjetska banka (lipanj 2020.)	-9,3	5,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

Napomena: Projekcija Ministarstva financija preuzeta je iz Obrazloženja državnog proračuna i financijskih planova izvanproračunskih korisnika za 2021. i projekcije za 2022. i 2023. godinu.

Izvor: Publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

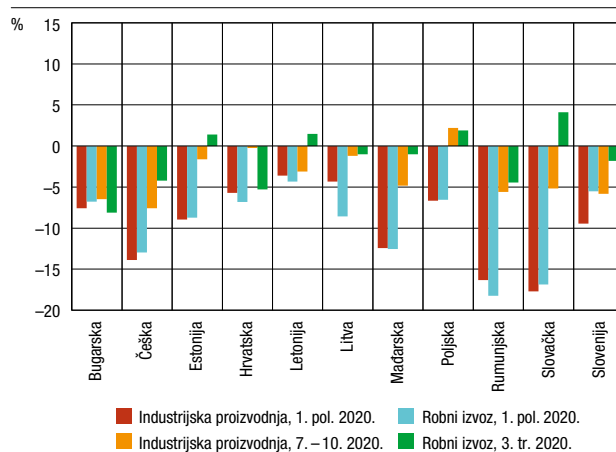
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci			Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2017.	2018.	2019.	4. tr. 2019.	1. tr. 2020.	2. tr. 2020.	3. tr. 2020.
Bugarska	3,5	3,1	3,7	0,6	0,4	-10,1	-
Češka	5,2	3,2	2,3	0,4	-3,3	-8,5	6,9
Estonija	5,5	4,4	5,0	0,5	-0,8	-5,5	3,3
Hrvatska	3,4	2,8	2,9	0,3	-1,3	-15,0	6,9
Letonija	3,3	4,0	2,1	0,1	-2,3	-7,1	7,1
Litva	4,3	3,9	4,3	0,8	0,0	-5,9	3,8
Mađarska	4,3	5,4	4,6	0,6	-0,4	-14,6	11,4
Poljska	4,8	5,4	4,5	0,2	-0,3	-9,0	7,9
Rumunjska	7,3	4,5	4,2	1,4	0,0	-12,2	5,6
Slovačka	3,0	3,8	2,3	0,6	-5,1	-8,3	11,7
Slovenija	4,8	4,4	3,2	0,4	-4,7	-9,8	12,4
Prosjeck^b	4,5	4,1	3,6	0,5	-1,6	-9,6	7,7

^a Slovačka: sezonski prilagođeni podaci; ^b Jednostavni prosjek

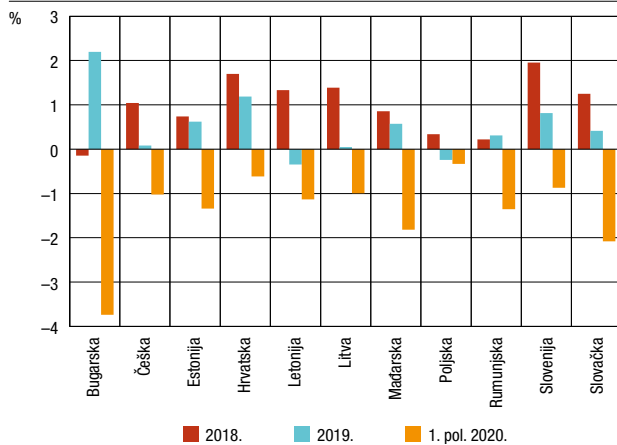
Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz
godišnje stope promjene



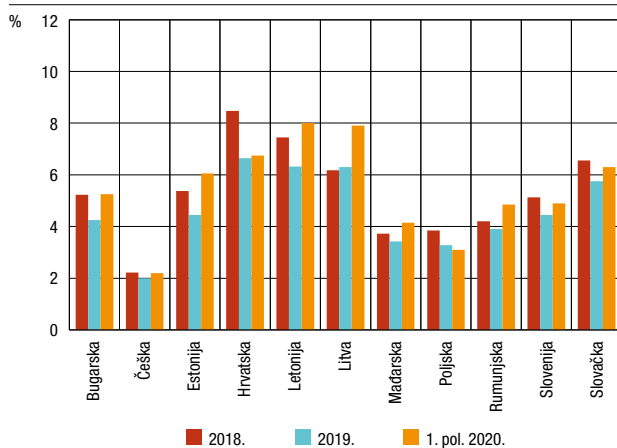
Izvori: Eurostat; DZS

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



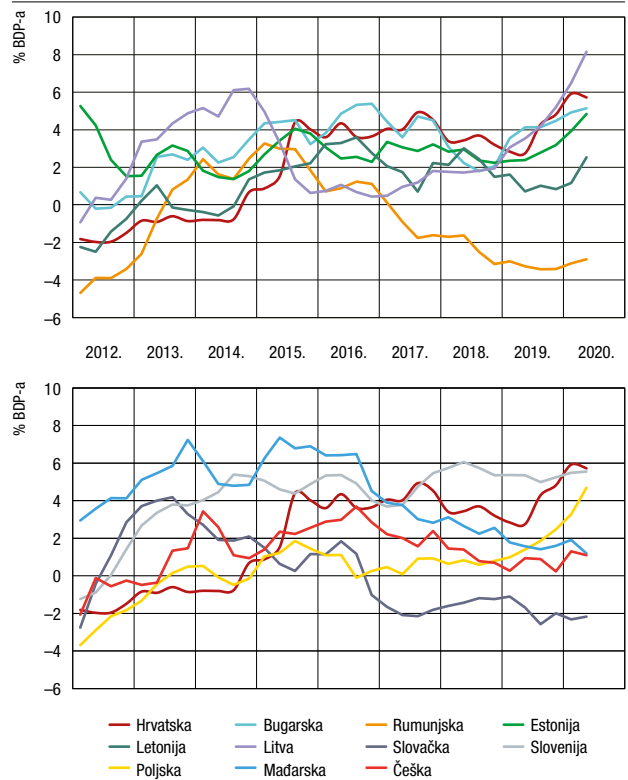
Izvor: Eurostat

Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



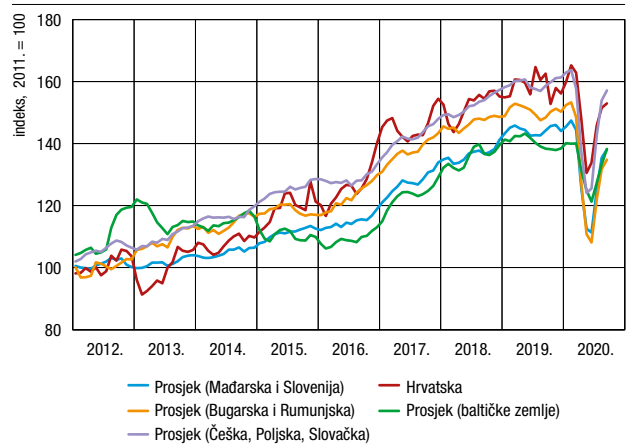
Izvor: Eurostat

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



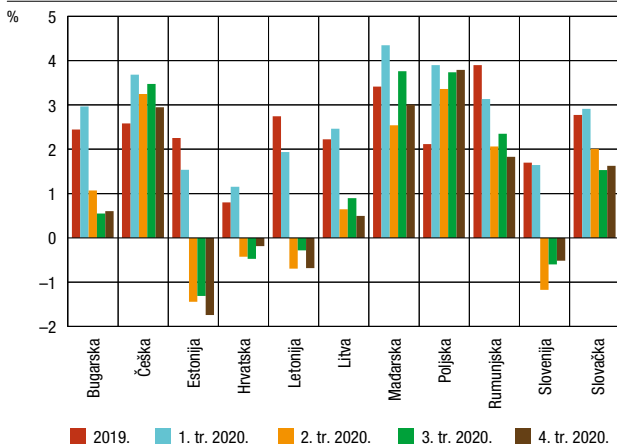
Izvori: Eurostat; HNB

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



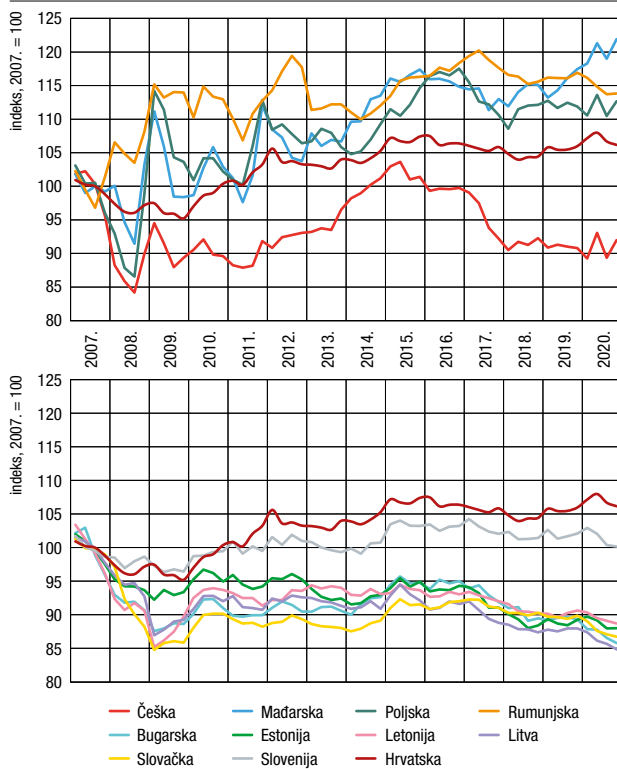
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



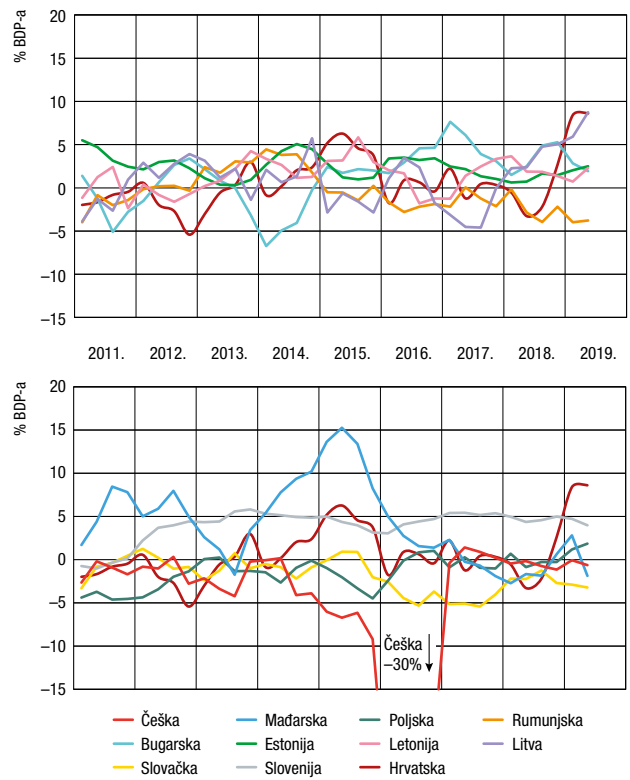
Napomena: Podaci za drugo tromjesečje 2020. odnose se na travanj i svibanj.
Izvor: Eurostat

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



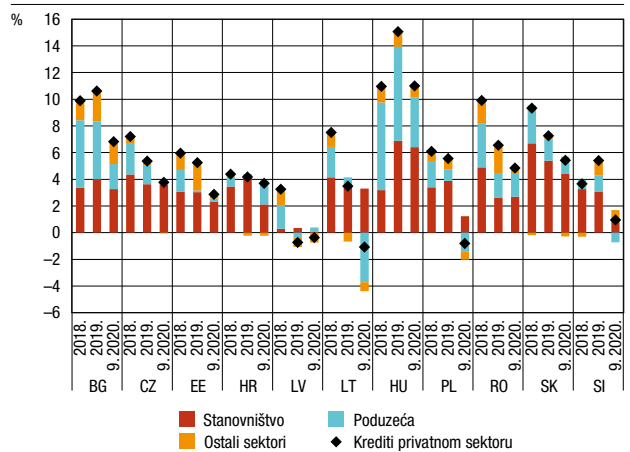
Napomena: Podaci za 2020. odnose se na razdoblje od siječnja do svibnja. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.
Izvor: BIS; HNB

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



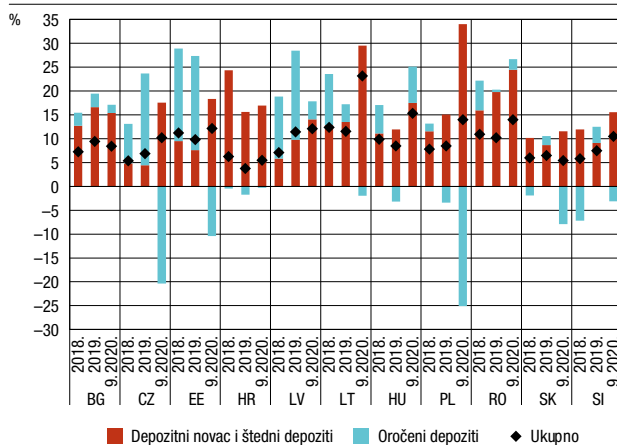
Izvori: Eurostat; HNB

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



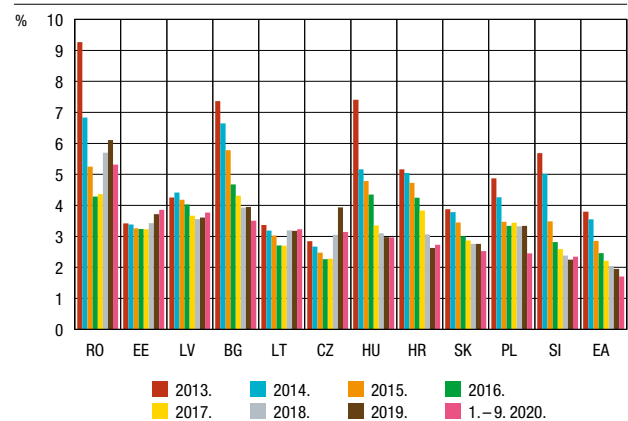
Izvori: ESB; HNB

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



Izvori: ESB; HNB

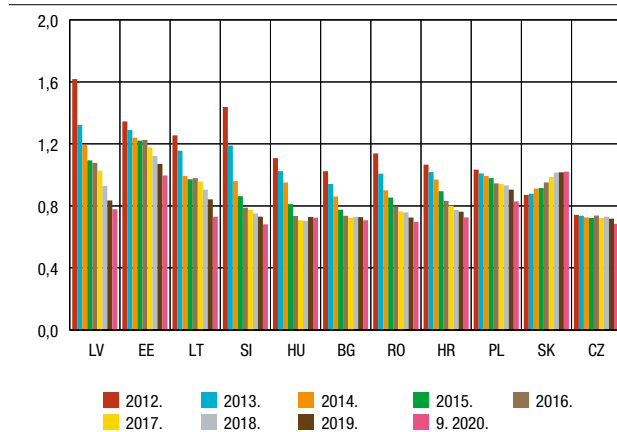
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

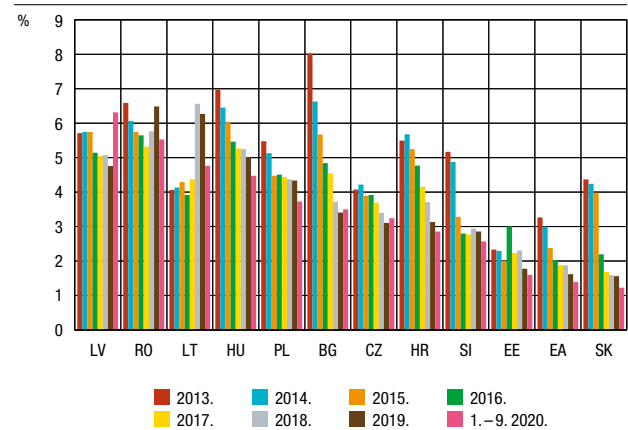
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



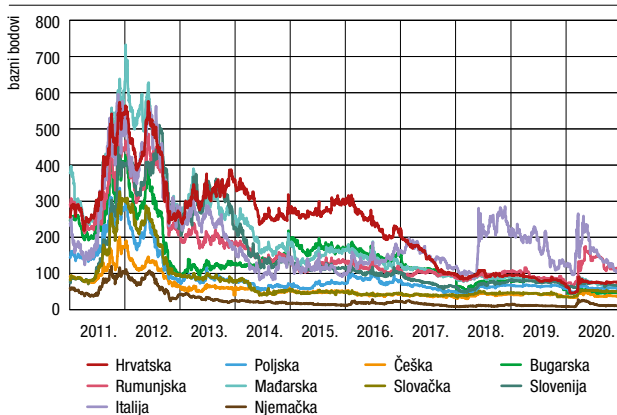
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

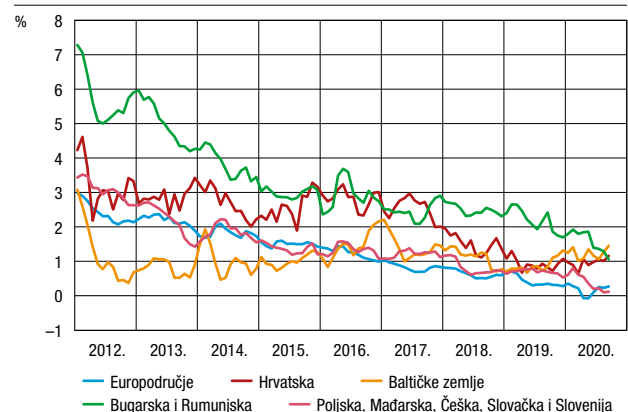
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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 izdavaateljem nekog instrumenta.

Izvor: S&P Capital IQ

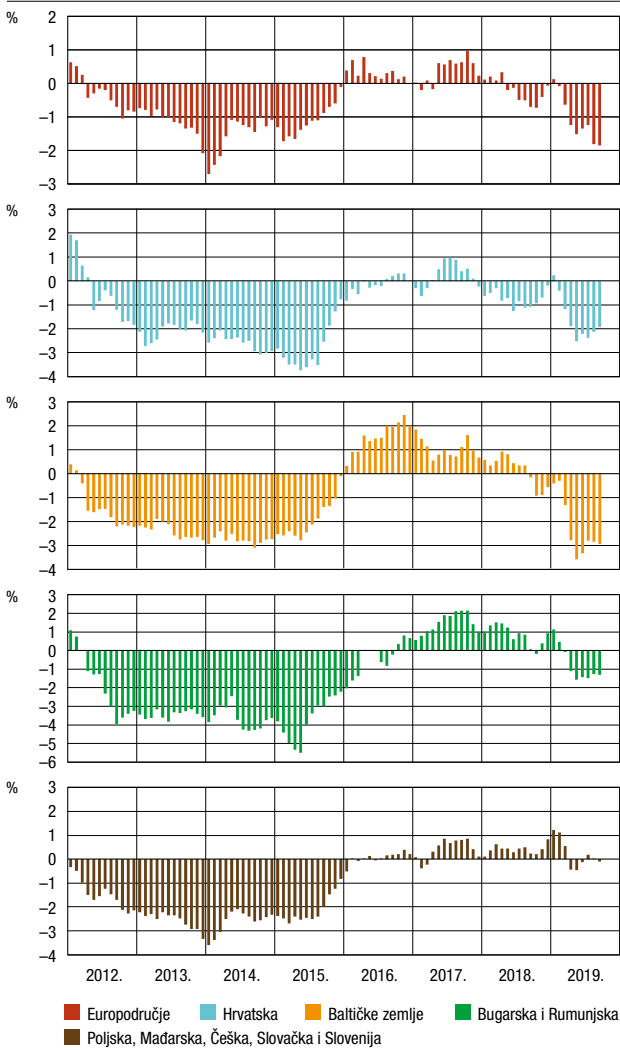
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

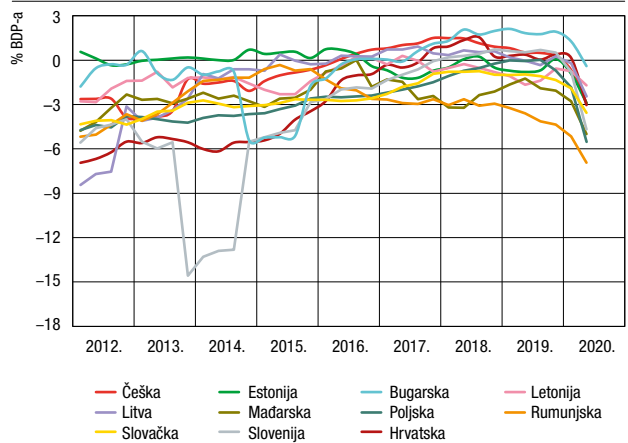
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

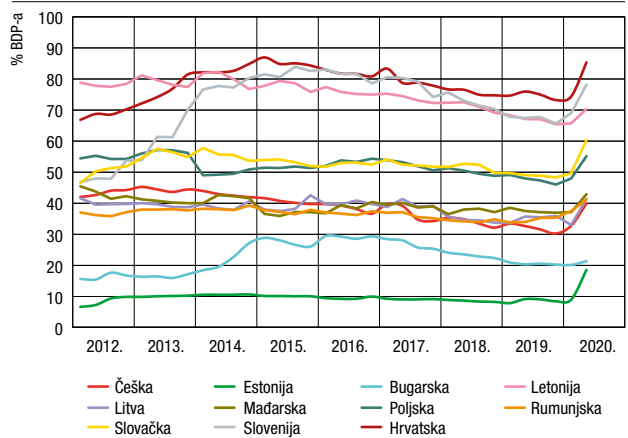
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države stanje na kraju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Znakovi

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

ISSN 2459-8089