

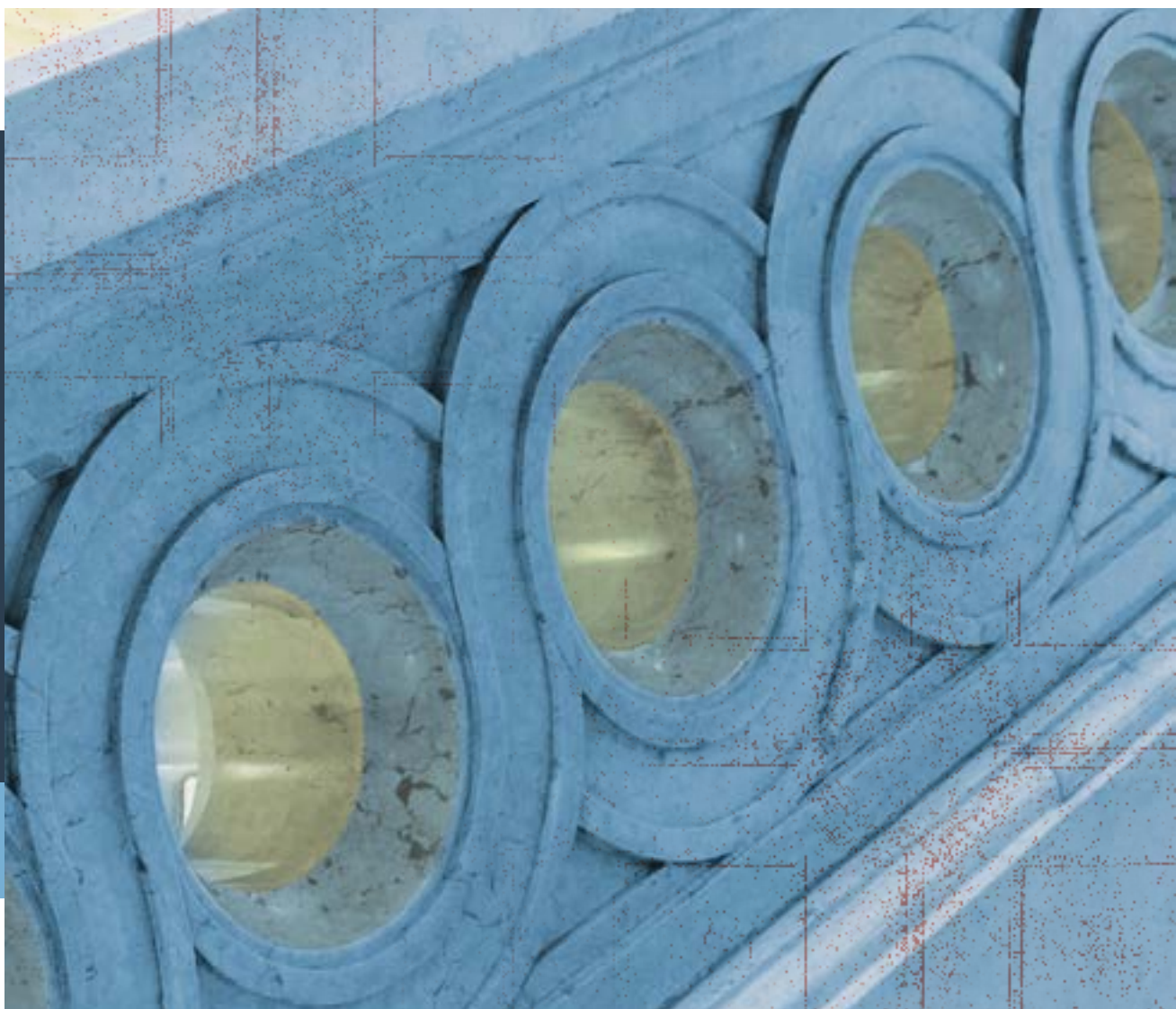


HNB

GODINA
HRVATSKE
NARODNE
BANKE

Makroekonomska kretanja i prognoze

godina VI · broj 11 · prosinac 2021.



IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
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	ii	6. Tekući i kapitalni račun platne bilance	27
1. Sažetak	3	Vanjska trgovina i konkurentnost	27
2. Kretanja u globalnom okružju	5	Dohoci i transakcije s EU-om	28
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	6	Projicirana kretanja	29
Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika	6	Okvir 4. Što se krije iza iznenađujućeg oporavka hrvatskog turizma?	30
Projicirana kretanja	7	7. Financiranje privatnog sektora	32
Okvir 1. Očekivana kretanja kamatnih stopa u uvjetima normalizacije monetarne politike	9	Projicirana kretanja	37
3. Agregatna ponuda i potražnja	11	Okvir 5. Anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća	37
Agregatna potražnja	12	8. Tokovi kapitala s inozemstvom	40
Agregatna ponuda	14	Projicirana kretanja	41
Projicirana kretanja	14	9. Monetarna politika	42
4. Tržište rada	15	10. Javne financije	44
Zaposlenost i nezaposlenost	15	11. Odstupanja od prethodne projekcije	46
Plaće i jedinični trošak rada	17	12. Dodatak A. Makroekonomske projekcije ostalih institucija	48
Projicirana kretanja	17	13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja	48
5. Inflacija	18	Kratice i znakovi	53
Inflacijska očekivanja	19		
Projicirana kretanja	20		
Okvir 2. Kretanje potrošačkih cijena energije u Hrvatskoj i drugim zemljama Europske unije, s naglaskom na kretanje cijena prirodnog plina	22		
Okvir 3. Percepcija inflacije u Hrvatskoj	25		

Osnovne informacije o Hrvatskoj

Ekonomski indikatori

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
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	4,290	4,280	4,268	4,256	4,238	4,204	4,174	4,125	4,088	4,065	4,047
BDP (mil. HRK, tekuće cijene) ^b	332.223	337.572	334.592	335.955	335.292	344.034	355.920	372.355	390.856	412.228	378.349
BDP (mil. EUR, tekuće cijene)	45.596	45.408	44.509	44.359	43.944	45.211	47.271	49.913	52.718	55.604	50.225
BDP po stanovniku (EUR)	10.629	10.609	10.429	10.423	10.369	10.754	11.324	12.100	12.896	13.678	12.410
BDP, realna godišnja stopa rasta (%)	-1,3	-0,1	-2,3	-0,4	-0,3	2,5	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,1
Tekući račun platne bilance (mil. EUR) ^c	-973	-764	-788	-453	153	1.524	1.091	1.767	994	1.686	-56
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-2,1	-1,7	-1,8	-1,0	0,3	3,4	2,3	3,5	1,9	3,0	-0,1
Izvoz robe i usluga (% BDP-a)	35,9	38,4	39,1	39,9	42,8	45,8	47,1	49,3	49,5	50,8	42,1
Uvoz robe i usluga (% BDP-a)	37,5	40,1	40,7	41,9	43,2	45,5	45,9	48,6	50,3	51,1	48,8
Inozemni dug (mil. EUR, na kraju razdoblja) ^c	49.515	49.198	47.624	48.622	49.468	48.340	44.675	43.548	42.583	40.278	40.074
Inozemni dug (% BDP-a)	108,6	108,3	107,0	109,6	112,6	106,9	94,5	87,2	80,8	72,4	79,8
Inozemni dug (% izvoza robe i usluga)	302,8	282,5	273,7	274,5	262,9	233,2	200,8	176,9	163,1	142,6	189,7
Otplaćeni inozemni dug (% izvoza robe i usluga) ^d	51,2	42,5	46,1	43,4	46,3	44,0	35,7	33,0	27,0	37,7	34,9
Bruto međunarodne pričuve (mil. EUR, na kraju razdoblja)	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	18.560	18.943
Bruto međunarodne pričuve (u mjesecima uvoza robe i usluga, na kraju razdoblja)	7,5	7,4	7,5	8,3	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	7,8	9,3
Nacionalna valuta: kuna (HRK)											-
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 EUR)	7,3852	7,5304	7,5456	7,6376	7,6615	7,6350	7,5578	7,5136	7,4176	7,4426	7,5369
Devizni tečaj za 31. prosinca (HRK : 1 USD)	5,5683	5,8199	5,7268	5,5490	6,3021	6,9918	7,1685	6,2697	6,4692	6,6499	6,1390
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 EUR)	7,2862	7,4342	7,5173	7,5735	7,6300	7,6096	7,5294	7,4601	7,4141	7,4136	7,5331
Prosječni devizni tečaj (HRK : 1 USD)	5,5000	5,3435	5,8509	5,7059	5,7493	6,8623	6,8037	6,6224	6,2784	6,6223	6,6108
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (mil. HRK) ^e	-21.276	-26.584	-18.236	-18.436	-18.354	-11.736	-3.297	2.804	864	1.202	-27.851
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) konsolidirane opće države (% BDP-a) ^e	-6,4	-7,9	-5,5	-5,5	-5,5	-3,4	-0,9	0,8	0,2	0,3	-7,4
Dug opće države (% BDP-a) ^e	57,3	63,7	69,4	80,3	83,9	83,3	79,8	76,7	73,3	71,1	87,3
Stopa nezaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.) ^f	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6	7,5
Stopa zaposlenosti (prema definiciji ILO-a, stanovništvo starije od 15 g.) ^f	46,5	44,8	43,2	42,1	43,3	44,2	44,6	45,8	46,9	47,7	47,2

^a Procjena stanovništva RH za 2000. temelji se na popisu iz 2001., a podaci za razdoblje od 2001. do 2019. zasnivaju se na popisu iz 2011. godine. Podaci za 2020. su privremeni.

^b Podaci su iskazani prema metodologiji ESA 2010. Podaci za 2020. su privremeni.

^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 2021. i o stanju bruto inozemnog duga na kraju rujna 2021.

^d Otplate inozemnog duga uključuju otplatu 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 osnovne izravnih ulaganja.

^e Fiskalni podaci iskazani su prema metodologiji ESA 2010.

^f Podaci za razdoblje od 2007. do 2013. revidirani su, stoga nisu usporedivi s podacima za razdoblje od 2000. do 2006.

Izvori: DZS; MF; HNB



Makroekonomska kretanja i prognoze

1. Sažetak

Povoljna epidemiološka situacija tijekom trećeg tromjesečja ove godine i znatno manje restriktivne mjere za suzbijanje pandemije u odnosu na konkurentne zemlje pridonijele su iznimno dobrim gospodarskim ostvarenjima. Tekuća su kretanja pozitivno iznenadila, posebice kada je riječ o izvozu usluga i osobnoj potrošnji. Tako se realni gospodarski rast intenzivirao na tromjesečnoj razini te se realni BDP u odnosu na treće tromjesečje 2020. povećao za 15,8%. Dostupni podaci za listopad upućuju da bi se u četvrtom tromjesečju realan rast mogao nastaviti, iako nešto slabijim intenzitetom nego u trećem tromjesečju. Stoga se očekuje da će realni BDP, nakon snažne kontrakcije u 2020., u 2021. porasti za čak 10,8% i time nadmašiti pretkriznu razinu. Takva bi kretanja trebala rezultirati i zatvaranjem negativnog jaza domaćeg proizvoda. Kada je riječ o pojedinim sastavnicama, glavni bi pokretač gospodarskog rasta u 2021. godini trebala biti inozemna potražnja, no i ostale bi komponente potražnje trebale snažno pridonijeti rastu. Budući da bi rast ukupnog izvoza mogao znatno nadmašiti rast uvoza, ocjenjuje se da je neto inozemna potražnja dala izražen pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu. U 2022. očekuje se razmjerno visok gospodarski rast (4,1%), pri čemu usporavanje rasta djelomice odražava bazni učinak. Negativni rizici vezani uz daljnji tijek pandemije bit će prisutni i u nastavku projekcijskog razdoblja, pa se ocjenjuje da su rizici uz gospodarski rast uglavnom negativno usmjereni. U 2021. inflacija potrošačkih cijena (IPC) mogla bi se ubrzati na 2,4%, a očekuje se zadržavanje na toj prosječnoj razini i u 2022. godini. Porast inflacije u 2021. uglavnom je rezultat ubrzanja rasta cijena energije, a manjim dijelom i IPC-a bez hrane i energije, u uvjetima oporavka potražnje i poremećaja na strani ponude. Prognozira se da će povećanje doprinosa cijena hrane i IPC-a bez hrane i energije u 2022. godini poništiti manji doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji. Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2021. mogao bi se primjetno povećati u odnosu na prethodnu godinu, ponajprije zahvaljujući snažnom oporavku prihoda od turizma, a takvi bi se trendovi mogli nastaviti i u 2022. godini. U skladu s tim očekuje se neto odljev kapitala na financijskom računu platne bilance i nastavak poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti tijekom projekcijskog horizonta. HNB je tijekom druge polovine 2021. nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku, uglavnom otkupljujući devizne priljeve od Ministarstva financija, koji su u prvom redu vezani uz sredstva povučena iz fondova EU-a. Znatni otkupi deviza od države tijekom 2021. najviše su pridonijeli zamjetnom rastu slobodnih novčanih sredstava banaka, što je pogodovalo smanjenju troškova financiranja, pri čemu su pojedine kamatne stope pale na dosad najnižu razinu. Kreditiranje stanovništva nastavilo je jačati, čemu je uglavnom pridonio nastavak višegodišnjeg ubrzanja rasta stambenih kredita, a rast se plasmana poduzećima na godišnjoj razini usporio. Prema posljednjim izmjenama i dopunama proračuna u 2021. bi mogao biti ostvaren manjak proračuna opće države u iznosu od 4,5% BDP-a, a prijedlogom proračuna za 2022. predviđen je manjak od 2,6% BDP-a. Nakon jednokratnog povećanja u 2020. očekuje se da će udio duga opće države biti ponovno na silaznoj putanji.

Treće tromjesečje 2021. obilježila je u Hrvatskoj razmjerno povoljna epidemiološka situacija, što je uz preferencije inozemnih posjetitelja vezane uz privatni smještaj i prijevoz osobnim vozilima kao i pojačanu sklonost potrošnji utjecalo na vrlo dobra ostvarenja u visokoj turističkoj sezoni. Tako je realni izvoz usluga gotovo dosegnuo razinu iz istog razdoblja 2019. Osim toga, na tromjesečnoj razini porasle su sve ostale sastavnice BDP-a, osim državne potrošnje i izvoza robe, pa se realni gospodarski rast na tromjesečnoj razini ubrzao i iznosio 2,7%. Dostupni podaci za listopad upućuju da bi se realan rast gospodarske aktivnosti mogao nastaviti i u četvrtom tromjesečju, ali uz usporavanje dinamike rasta, pri čemu bi na kretanja u studenom i prosincu moglo djelomično utjecati recentno pogoršanje epidemiološke situacije. Dobra gospodarska ostvarenja zabilježena u trećem i na početku četvrtog tromjesečja nadmašila su ranija očekivanja pa bi se ukupna realna gospodarska aktivnost u 2021. mogla povećati za 10,8%, nakon snažnog smanjenja od 8,1% zabilježenog u 2020., i time već ove godine nadmašiti razinu iz 2019. Snažan očekivani realni rast mogao bi ujedno rezultirati i zatvaranjem negativnog jaza domaćeg proizvoda. Ocjenjuje se da je inozemna potražnja glavni pokretač gospodarskog rasta u cijeloj 2021., pri čemu se očekuje rast i izvoza robe i izvoza usluga. Od sastavnica domaće potražnje, gospodarskom bi rastu najsnažnije mogao pridonijeti rast osobne potrošnje, pri čemu rast potrošnje kućanstava uvelike odražava povoljnu epidemiološku situaciju tijekom ljeta, a vjerojatno i trošenje dijela akumulirane prisilne štednje. Bruto investicije u fiksni kapital također bi mogle dati snažan pozitivan doprinos ukupnom realnom rastu. Rast ukupnog uvoza, iako snažan, mogao bi biti manji od rasta izvoza,

pa bi doprinos neto inozemne potražnje rastu ukupnoga realnog BDP-a mogao biti naglašeno pozitivan. U 2022. očekuje se razmjerno snažan gospodarski rast uz očekivanu godišnju stopu od 4,1%. Očekuje se da bi u 2022. sve sastavnice BDP-a mogle dati pozitivan doprinos njegovu povećanju, a glavni pokretač gospodarskog rasta i dalje bi mogla biti inozemna potražnja. Ocjenjuje se da su u projekcijskom razdoblju negativni rizici oko središnje projiciranih vrijednosti više izraženi nego pozitivni. Glavni negativan rizik odnosi se na daljnji razvoj pandemije i njezin utjecaj na gospodarska kretanja i poslovno okruženje. Osim toga, problemi globalnih lanaca opskrbe mogli bi dulje i snažnije djelovati na globalna kretanja, što bi se moglo negativno odraziti na inozemnu potražnju. Izraženi rizici više stope inflacije mogli bi se također odraziti na obujam i strukturu potrošnje. S druge strane, glavni pozitivan rizik jest snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a od očekivanog.

Nakon relativno blagog smanjenja u 2020. godini zaposlenost se u 2021. oporavila, pri čemu su mjere Vlade RH podržale očuvanje zaposlenosti u krizom pogođenim djelatnostima. Na razini cijele 2021. očekuje se rast zaposlenosti od 2,2%, pri čemu će broj zaposlenih nadmašiti ostvarenja iz 2019. godine. Međutim, promatrano po djelatnostima, oporavak zaposlenosti izrazito je heterogen. Rastu ukupne zaposlenosti zamjetno pridonosi i zapošljavanje radnika iz trećih zemalja. U 2022. očekuje se nešto blaži rast zaposlenosti (1,5%), pri čemu se očekivani prestanak isplata potpora poslodavcima ne bi trebao nepovoljno odraziti na kretanje zaposlenosti. Anketna stopa nezaposlenosti mogla bi se s procijenjenih 6,8% radne snage u 2021. godini sniziti na 6,2% u 2022. Rast plaća u 2021. ubrzao se reflektirajući

povećanje osnovice u javnom sektoru, ali i rast plaća u ostatku gospodarstva, pa bi prosječna nominalna bruto plaća mogla porasti za 4% (2,5% u 2020.). Nakon što je početkom 2021. smanjeno porezno opterećenje u sustavu poreza na dohodak, očekuje se izraženiji rast prosječne nominalne neto plaće po stopi od 5,3%, no njezina bi kupovna moć mogla rasti slabije (2,7%) zbog očekivanog porasta potrošačkih cijena. U 2022. godini rast prosječne nominalne bruto plaće mogao bi se ubrzati na 4,5% ponajprije zbog snažnijeg rasta plaća u ostatku gospodarstva u uvjetima izraženog manjka radne snage u turizmu i obnove potresom pogođenih područja.

Prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena mogla bi se ubrzati na 2,4% u 2021. (s 0,1% u 2020.) te se na toj razini zadržati i u 2022. godini. Najveći doprinos ubrzanju inflacije u 2021. dalo je snažno povećanje godišnje stope promjene cijena energije, kao posljedica rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu i pozitivnog učinka baznog razdoblja, zbog čega bi doprinos energije mogao dosegnuti polovinu ukupne inflacije u 2021. godini. Osim toga, nešto brže rastu i cijene ostalih komponenta indeksa potrošačkih cijena (IPC) osim hrane i energije, kao rezultat inflatornih pritisaka prisutnih zbog oporavka potražnje, kao i činitelja na strani ponude, odnosno rasta cijena sirovina na svjetskom tržištu, povećanja vozarina, poremećaja u lancima opskrbe zbog kojih dolazi do nestašice pojedinih intermedijarnih i finalnih proizvoda. Dok na prosječnu stopu promjene cijena hrane u 2021. snažno djeluje negativni prijenos inflacije iz prethodne godine, godišnji rast cijena hrane postupno se povećava, potaknut prelijevanjem snažnog rasta cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu, vremenskim nepogodama zbog kojih

je smanjen urod određenih poljoprivrednih kultura u Hrvatskoj te pozitivnim učinkom baznog razdoblja (zbog smanjenja cijena hrane u posljednjem tromjesečju 2020.). Stoga bi se prosječna godišnja stopa rasta cijena hrane mogla znatno povećati na početku 2022. godine, nakon čega bi se mogla postupno smanjivati. Nadalje, u 2022. mogla bi se ubrzati i godišnja stopa rasta IPC-a bez hrane i energije, što bi većinom moglo biti rezultat daljnjeg oporavka potražnje uz postupno prelijevanje porasta cijena sirovina na svjetskom tržištu na domaće cijene. Pritom se računa s postupnom normalizacijom lanaca opskrbe kao i s uravnoteženjem ponude i potražnje pojedinih poluproizvoda i gotovih proizvoda na globalnoj razini. Prosječna godišnja stopa rasta cijena energije u 2022. bi se mogla usporiti, što odražava trend pada cijena sirove nafte na terminskom tržištu. Rizici da inflacija u 2022. godini bude viša od projiciranih 2,4% vrlo su izraženi, a proizlaze, prije svega, iz mogućega znatnog porasta cijena koje se administrativno reguliraju (poglavito plina i električne energije) i mogućih izraženijih inflatornih pritisaka s potražne strane, u uvjetima kada se očekuje postupno povećavanje pozitivnog jaza BDP-a u Hrvatskoj. Postoji i rizik više uvozne inflacije.

Višak na tekućem i kapitalnom računu, nakon što je u 2020. iznosio 2,0% BDP-a, u 2021. mogao bi se znatno povećati i dosegnuti 4,6% BDP-a. Tome bi ponajviše trebao pridonijeti snažan porast neto izvoza usluga, poglavito prihoda od turizma. Iako u znatno manjoj mjeri, povoljno bi na kretanja na tekućem i kapitalnom računu mogao utjecati porast neto priljeva osobnih doznaka te daljnje povećavanje korištenja sredstava iz fondova EU-a. Za razliku od toga, očekivani rast manjka u robnoj

Tablica 1.1. Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)												
BDP	-0,1	-2,3	-0,4	-0,3	2,5	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1	10,8	4,1
Osobna potrošnja	1,0	-2,4	-1,6	-2,5	0,2	3,1	3,2	3,3	4,0	-5,3	9,4	3,7
Državna potrošnja	1,3	-0,9	0,7	1,3	-0,9	1,0	2,2	2,4	3,3	4,1	1,0	2,8
Investicije u fiksni kapital	-3,7	-4,6	1,0	-2,3	8,4	5,0	1,5	3,8	9,8	-6,1	7,9	7,8
Izvoz robe i usluga	2,3	-1,5	2,5	7,4	10,3	7,0	6,9	3,7	6,8	-22,7	31,1	8,1
Uvoz robe i usluga	2,5	-2,4	3,2	3,5	9,4	6,5	8,4	7,5	6,5	-12,3	19,0	7,8
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	-1,2	2,2	1,5
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,4	11,6	9,2	7,6	8,9	8,2	7,5
Stopa nezaposlenosti (anketna)	13,7	15,9	17,2	17,3	16,2	13,1	11,2	8,4	6,6	7,5	6,8	6,2
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	0,1	2,4	2,4
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	-0,7	4,2	1,2
Vanjski sektor												
Tekući račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,7	-1,8	-1,0	0,3	3,4	2,3	3,5	1,9	3,0	-0,1	2,0	1,4
Tekući i kapitalni račun platne bilance (u % BDP-a)	-1,5	-1,5	-0,8	0,8	4,1	3,7	4,5	3,2	4,6	2,0	4,6	5,0
Bruto inozemni dug (u % BDP-a)	108,3	107,0	109,6	112,6	106,9	94,5	87,2	80,8	72,4	79,8	74,6	68,1
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	9,3	10,1	8,0
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	4,4	3,5	3,8	2,4	4,6	5,3	3,2	6,1	3,5	9,1	10,0	8,0
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,9	2,8	3,3
Plasmani kreditnih institucija privatnom sektoru ^a	3,5	-1,2	0,8	-1,5	-2,3	1,1	2,9	4,4	4,2	3,9	3,4	3,4
Plasmani kreditnih institucija poduzećima ^a	7,6	-1,5	1,8	-3,7	-3,0	3,2	2,5	1,9	0,4	5,6	0,2	2,9
Plasmani kreditnih institucija stanovništvu ^a	-0,7	-1,1	-1,2	-0,7	-1,8	0,5	4,0	6,2	7,4	2,1	4,9	3,8

^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

razmjerni s inozemstvom i rast profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu mogli bi ublažiti rast viška na tekućem i kapitalnom računu. Na tragu znatno veće ocjene viška na tekućem i kapitalnom računu, u cijeloj 2021. očekuje se i primjetno veći neto odljev kapitala negoli prošle godine, a ponajprije zahvaljujući izraženom smanjenju neto dužničkih obveza domaćih sektora. Nakon što se višegodišnji trend poboljšavanja relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti prethodne godine privremeno prekinuo pod utjecajem pada nominalnog BDP-a, u 2021. očekuje se ponovno smanjenje omjera bruto inozemnog duga i BDP-a. Kada je riječ o 2022. godini, zbog očekivanoga daljnjeg povećavanja neto izvoza usluga i nastavka ubrzanja apsorpcije sredstava iz fondova EU-a, višak na tekućem i kapitalnom računu mogao bi se dodatno povećati, na 5,0% BDP-a. Istodobno se očekuje nastavak neto odljeva kapitala uz zadržavanje trenda poboljšavanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti.

HNB je tijekom druge polovine 2021. nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku, uglavnom otkupljujući devizne priljeve od Ministarstva financija, koji su pretežito vezani uz sredstva iz fondova EU-a. Kao i tijekom prve polovine godine, zbog stabilnih financijskih uvjeta na domaćim financijskim tržištima, središnja banka nije posezala za dodatnim mjerama monetarne politike. Znatno otkup deviza od države tijekom 2021. najviše je pridonio zamjetnom rastu slobodnih novčanih sredstava banaka, što je pogodovalo smanjenju troškova financiranja, pri čemu su pojedine kamatne stope pale na dosad najniže razine. Plasmani kreditnih institucija poduzećima smanjili su se tijekom prvih deset mjeseci 2021., čemu je pridonio podjednak pad kredita za obrtna sredstva i ostalih kredita, a krediti za investicije povećali su se. Do kraja godine godišnji rast plasmana

poduzećima mogao bi se usporiti na 0,2%, čemu, osim slabijih ostvarenja, pridonosi i bazni učinak, odnosno snažno povećanje plasmana u prosincu 2020. Kreditiranje stanovništva nastavilo je jačati, čemu je uglavnom pridonio nastavak višegodišnjeg ubrzanja stambenoga kreditiranja, a manjim dijelom i blag oporavak rasta gotovinskih nenamjenskih kredita. Tako se ocjenjuje da bi do kraja 2021. krediti stanovništvu mogli biti za 4,9% veći nego godinu ranije. S obzirom na to da bi se višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance mogao dodatno povećati, može se očekivati da će HNB i u idućoj godini povećavati međunarodne pričuve i kreirati primarni novac putem deviznih transakcija. U takvim bi okolnostima tečaj kune prema euru trebao biti stabilan, uvjeti financiranja povoljni, uz nastavak snažnog rasta monetarnih agregata M1 i M4. U 2022. očekuje se usporavanje rasta plasmana stanovništvu uz istodobno jačanje kreditiranja poduzeća, čime bi ukupni plasmani (isključujući državu) mogli porasti jednakom dinamikom kao i u 2021. (3,4%).

Kada je riječ o fiskalnoj politici, prema posljednjim izmjenama i dopunama proračuna za 2021. godinu, nakon manjka u proračunu opće države u 2020. od 7,4% BDP-a, u 2021. bi, pod utjecajem gospodarskog oporavka i postupnog ukidanja protukriznih mjera, mogao biti ostvaren manjak opće države u iznosu od 4,5% BDP-a. Manjak bi se prema prijedlogu proračuna za 2022. trebao spustiti ispod 3% BDP-a te se nastaviti postupno smanjivati prema projekcijama za 2023. i 2024. Jesenske projekcije Europske komisije iz studenoga 2021. predviđaju sličnu putanju proračunskog manjka. Kada je riječ o kretanju javnog duga, nakon izraženog povećanja udjela duga opće države u BDP-u u 2020., očekuje se da će navedeni u 2021. i kasnijim godinama biti ponovno na silaznoj putanji.

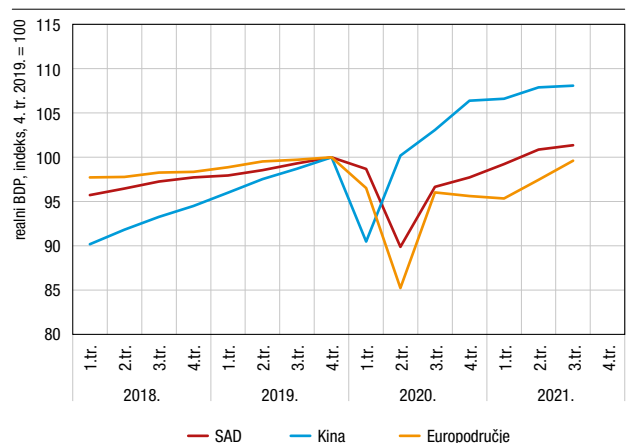
2. Kretanja u globalnom okružju

Globalno se gospodarstvo tijekom prvih devet mjeseci 2021. nastavilo oporavljati od krize izazvane pandemijom koronavirusa, no uz postupno usporavanje rasta zbog sve izraženijih poremećaja u globalnim lancima opskrbe. Brzina oporavka u pojedinim zemljama ovisila je ponajviše o mjerama ekonomske politike usmjerenima na ublažavanje posljedica pandemije, ali i uspješnosti obuzdavanja zaraze. Tako se upravo zahvaljujući vrlo strogoj kontroli širenja koronavirusa i snažnim fiskalnim potporama gospodarska aktivnost u Kini već početkom 2021. vratila na pretpandemijsku putanju, nakon čega se počela usporavati zbog poremećaja u lancima opskrbe i problema na tržištu nekretnina (Slika 2.1.). Oporavku razvijenih gospodarstava uvelike je pridonijelo cijepljenje stanovništva koje se intenziviralo u drugom tromjesečju, dok je u zemljama u razvoju oporavak bio sporiji. Osim negativnog utjecaja na globalnu industrijsku proizvodnju i potrošnju, poremećaji u lancima opskrbe pridonijeli su i snažnom porastu inflacije na globalnoj razini. Monetarna politika u većini zemalja ostala je izrazito akomodativna osiguravajući i dalje vrlo povoljne uvjete financiranja, no neke središnje banke počele su najavljivati bržu normalizaciju monetarne politike ili podizati kamatne stope kao odgovor na rastuće inflatorne pritiske (više o tome u Okviru 1. Očekivana kretanja kamatnih stopa u uvjetima normalizacije monetarne politike).

U SAD-u je na početku 2021., zahvaljujući izdašnoj fiskalnoj potpori i uspješnom procjeppljivanju stanovništva koje je potaknulo oporavak uslužnog sektora, nastavljen snažan rast, čime se gospodarska aktivnost vratila na pretkriznu razinu. Međutim, tijekom ljetnih mjeseci, kada su se problemi u globalnim lancima

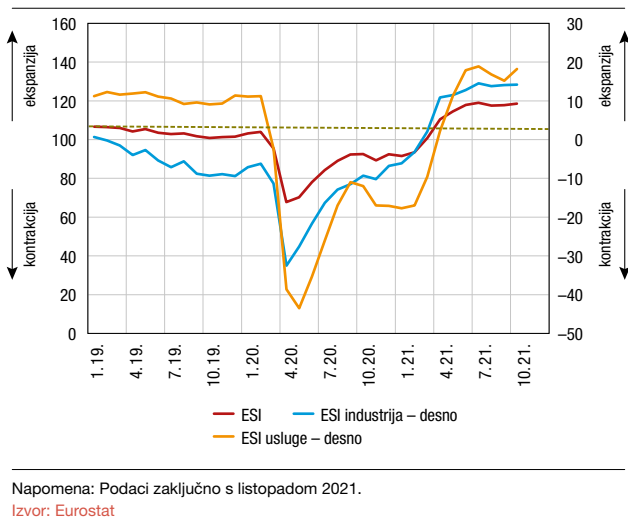
opskrbe dodatno intenzivirali, gospodarski rast zamjetno se usporio. Najviše se to ogledalo u smanjenju osobne potrošnje trajnih dobara i slabljenju robnog izvoza. Istodobno je investicijska aktivnost ostala razmjerno snažna, unatoč i dalje velikoj nezivjesnosti. Uvjeti na tržištu rada nastavili su se poboljšavati, pri čemu je stopa nezaposlenosti do kraja listopada snižena na 4,6%

Slika 2.1. Gospodarska aktivnost na odabranim tržištima



Izvori: Eurostat; BEA; NBS

Slika 2.2. Pokazatelji pouzdanja u europodručju



radne snage, što je još uvijek iznad pretkrizne razine. Poremećaji u globalnim lancima opskrbe praćeni rastom cijena energenata i sirovina pridonijeli su rastu inflacije u SAD-u s 1,4% u siječnju na 6,2% u listopadu 2021., što je najizraženije ubrzanje među velikim razvijenim zemljama.

Za razliku od SAD-a, intenzitet oporavka europodručja ubrzao se u drugom i trećem tromjesečju 2021. (2,1%, odnosno 2,2%), a gospodarska aktivnost gotovo se vratila na pretkriznu razinu do kraja rujna. Dok je s jedne strane intenziviranje procesa cijepjenja stanovništva poticalo oporavak uslužnog sektora, s druge je strane nedostatak nekih važnih intermedijarnih dobara, posebice poluvodiča, uvelike ograničavao oporavak industrijske proizvodnje. Promatrano prema pojedinim članicama, znatan doprinos ubrzanju rasta u drugom i trećem tromjesečju uz Njemačku dale su i Italija i Francuska, zahvaljujući oporavku uslužnog sektora. Rani pokazatelji gospodarske aktivnosti na početku četvrtog tromjesečja upućuju, međutim, na usporavanje rasta zbog sve raširenijih poteškoća u lancima opskrbe, ali i ponovnog razbuktavanja pandemije u mnogim europskim državama (Slika 2.2.).

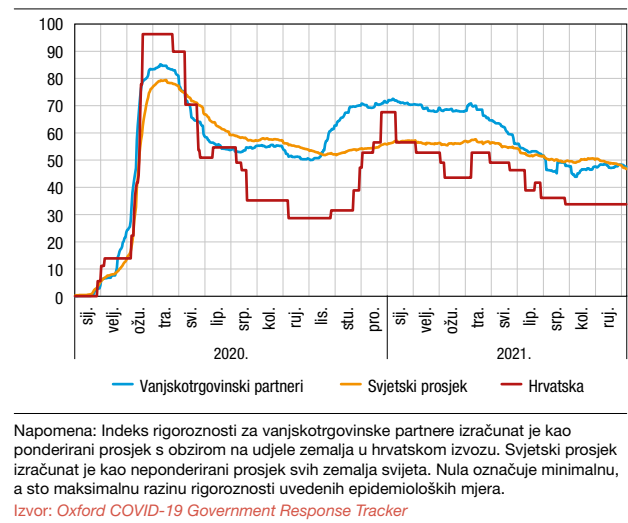
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri

Svi najvažniji hrvatski vanjskotrgovinski partneri nastavili su s oporavkom gospodarske aktivnosti tijekom 2021., čemu je između ostaloga pridonijelo i znatno popravljane epidemiološke situacije praćeno ublažavanjem mjera (Slika 2.3.). Pritom se gospodarski oporavak nekih najvažnijih partnera u europodručju, poput Italije, Austrije i Njemačke, intenzivirao tek u drugom tromjesečju, dok je kod Slovenije rast bio razmjerno snažan već od početka godine. Što se tiče vanjskotrgovinskih partnera u regiji jugoistočne Europe, ekonomska kretanja bila su još povoljnija ne samo zbog nešto blažih epidemioloških mjera već i zbog manje osjetljivosti na poremećaje u globalnim lancima opskrbe. U Srbiji je tako gospodarska aktivnost do kraja rujna 2021. premašila pretkriznu razinu, a druge su zemlje, posebno one ovisne o turizmu, i dalje znatno zaostajale u odnosu na razinu gospodarske aktivnosti ostvarenu prije krize.

Cijene, tečajevi, monetarna i fiskalna politika

Tijekom većeg dijela 2021. nastavljen je snažan rast cijena sirovina koji je počeo još sredinom prethodne godine. Tako je cijena barela sirove nafte tipa Brent tijekom prvih deset mjeseci 2021. porasla za 68%, na 84 USD. Rast cijena nafte bio je

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



potaknut jačanjem potražnje i poboljšanjem globalnih gospodarskih izgleda zahvaljujući sve široj primjeni cjepiva, ali i izostankom dogovora članica udruženih u OPEC+ o postupnoj prilagodbi na strani ponude nafte. Dodatni pritisak na rast cijena nakon ljeta dolazio je od porasta cijena prirodnog plina u Europi i Aziji koji je stvorio još veću potražnju za naftom u svrhu proizvodnje električne i toplinske energije. Ipak, početkom listopada, kada je OPEC+ potvrdio plan povećanja proizvodnje, cijene nafte stabilizirale su se, a do kraja studenoga pale su na 71 USD za barel zbog povećane neizvjesnosti u vezi s pojavom nove varijante koronavirusa.

Nakon izraženog rasta u prvoj polovini 2021., kada su cijene sirovina bez energije dosegnule najvišu razinu u posljednjem desetljeću, njihov se rast u trećem tromjesečju vidljivo usporio. Pritom su cijene metala tijekom ljetnih mjeseci osjetno pale zbog slabljenja industrijske proizvodnje u svijetu. Time je tek djelomično ublažen njihov snažan rast u prethodnom dijelu godine uzrokovan rastućom potražnjom iz Kine te najavama velikih infrastrukturnih projekata u SAD-u i energetske tranzicije razvijenih gospodarstava. Nešto manje izraženo smanjile su se i cijene prehrambenih sirovina, no i dalje su ostale na povišenoj razini. Visoku razinu cijena prehrambenih sirovina podupirao je i rast cijena energenata koji povećava troškove proizvodnje i prijevoza.

Monetarna politika središnjih banaka najvećih svjetskih gospodarstava ostala je izrazito akomodativna tijekom 2021., iako se s jačanjem inflatornih pritisaka počela očekivati nešto brža normalizacija. Tako je Fed u studenome, kako se i očekivalo, počeo smanjivati mjesečni otkup obveznica, a kamatnu stopu do daljnega je ostavio nepromijenjenom. Politika ESB-a također je ostala izrazito akomodativna tijekom 2021., pri čemu je u rujnu donesena odluka o postupnom smanjenju otkupa vrijednosnica u sklopu pandemijskog programa. Time se, nešto blažim intenzitetom, nastavlja politika kvantitativnog popuštanja. ESB je ključne kamatne stope zadržao na izrazito niskim razinama kao i Fed.

Kretanja na svjetskom deviznom tržištu tijekom 2021. uglavnom su odražavala sporiji gospodarski oporavak europodručja u odnosu na SAD. Tako je američki dolar ojačao prema euru te je na kraju listopada iznosio 1,17 EUR/USD, što je za 5,1% manje u odnosu na kraj 2020. U nešto manjoj mjeri ojačao je i tečaj švicarskog franka prema euru te je na kraju listopada 2021. iznosio 1,06 EUR/CHF.

Projicirana kretanja

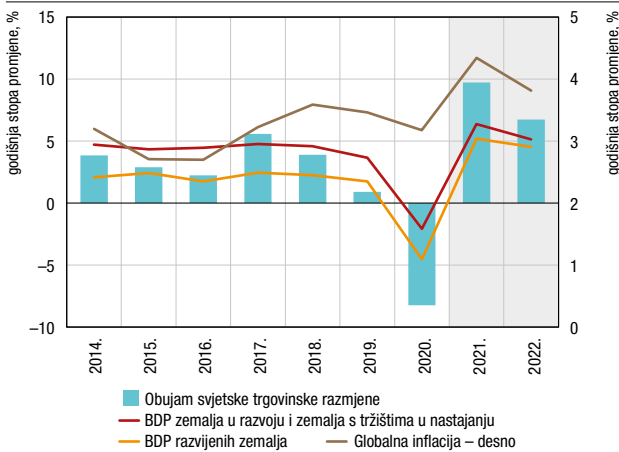
Većina projekcija međunarodnih financijskih institucija zasniva se na pretpostavci daljnjeg popuštanja restriktivnih epidemioloških mjera, i to ponajprije zahvaljujući nastavku cijepljenja stanovništva i uspješnoj prilagodbi pandemijskim uvjetima poslovanja. To bi trebalo omogućiti nastavak oporavka uslužnog sektora kao i rast obujma svjetske trgovine. S obzirom na to da su rastući inflatorni pritisci većinom povezani s činiteljima na strani ponude, pretpostavlja se i nastavak akomodativne monetarne politike Fed-a i ESB-a. Nadalje, očekuje se postupni pad cijena sirove nafte, a cijene drugih sirovina mogle bi se zadržati na trenutačno povišenim razinama.

Prema projekcijama MMF-a, objavljenima u listopadu, očekuje se da će globalno gospodarstvo zabilježiti rast od 5,9% u 2021. i 4,9% u 2022. godini (Slika 2.4.). Neznatno manja ocjena rasta u 2021. nego u prošloj projekciji odražava slabija očekivanja za razvijena gospodarstva, posebno za SAD, i to ponajviše zbog i nadalje primjetnih poteškoća u opskrbnim lancima i smanjene dostupnosti nekih proizvodnih dobara. Istodobno su očekivanja za europodručje, ali i zemlje s tržištima u nastajanju, posebno ona u Europi, poboljšana zbog boljih ostvarenja

posljednjih mjeseci, a povoljnija su očekivanja i za zemlje izvoznice sirovina zbog rasta cijena. Predviđanja za Kinu i Indiju nisu se značajnije promijenila. Očekivanja globalnog rasta u 2022. nepromijenjena su.

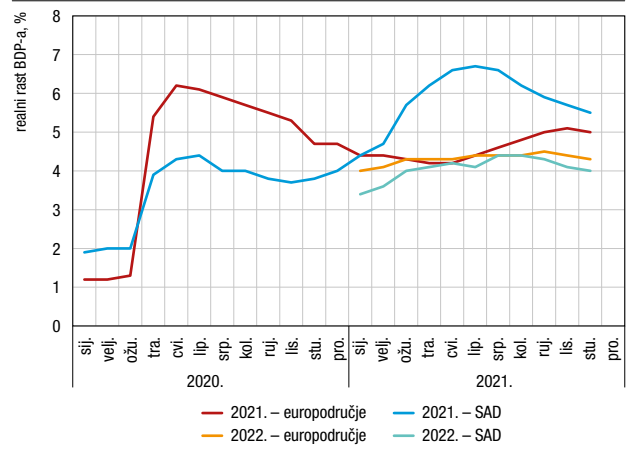
Projekcije ESB-a i MMF-a za europodručje vrlo su slične. ESB u posljednjim projekcijama iz rujna očekuje daljnji oporavak gospodarstva europodručja, pri čemu bi u 2021. realni BDP mogao porasti 5,0%, a i u idućoj se godini očekuje razmjerno snažan od 4,6% (Slika 2.5.). Pretpostavke ove projekcije jesu ublažavajuće epidemioloških mjera te nastavak fiskalnih poticaja i povoljnih uvjeta financiranja. Domaća bi potražnja trebala biti glavni činitelj oporavka, zahvaljujući snažnom rastu osobne potrošnje, djelomice temeljene na štednji akumuliranoj tijekom pandemije. Ograničenja u lancima dobave trebala bi se istodobno smanjivati. Stopa inflacije u europodručju u 2021. mogla bi dosegnuti 2,2%, što je za 0,3 postotna boda više negoli je ESB očekivao u svojoj lipanjskoj projekciji. Kako je u međuvremenu godišnja stopa inflacije porasla više od očekivanja (na 4,1% u listopadu), vjerojatno je da će i prosječna godišnja stopa biti nešto viša. Recentno pogoršanje epidemioloških prilika u mnogim europskim zemljama predstavlja rizik za kratkoročne gospodarske izgleda.

Slika 2.4. Globalna gospodarska kretanja



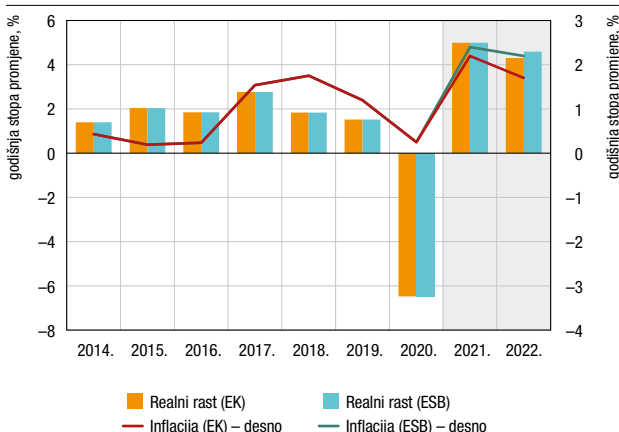
Izvor: MMF (WEO, listopad 2021.)

Slika 2.6. Kretanje očekivanog rasta realnog BDP-a za odabrane zemlje



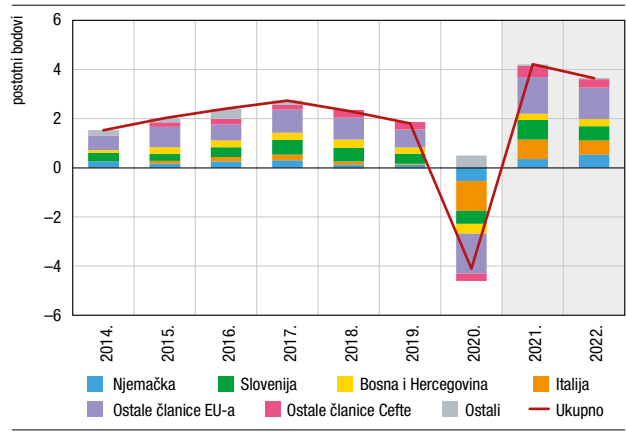
Izvor: Consensus Forecasts

Slika 2.5. Gospodarski rast i inflacija u europodručju



Izvori: ESB (rujan 2021.); EK (studeni 2021.)

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 korišteni njihovi udjeli u hrvatskom robnom izvozu.

Izvor: MMF (WEO, listopad 2021.)

Posljednje ocjene gospodarskog rasta prema prognozama *Consensus Forecasts* iz studenoga 2021., koje uvažavaju najnovija ostvarenja, donekle su pogoršane u odnosu na ranije mjesece, posebno za SAD. Očekivanja za europodručje pogoršana su samo za 2022. godinu. Kao glavni činitelj slabijega gospodarskog rasta navode se snažnija ograničenja u opskrbnim lancima (Slika 2.6.).

U skladu s opisanim trendovima u globalnom gospodarstvu, u ostatku 2021. očekuje se nešto slabiji rast potražnje za hrvatskim izvoznim proizvodima. Njega će i dalje najviše generirati uvoz ključnih partnera iz europodručja, posebice Slovenije, Italije i Njemačke, te država članica EU-a izvan zajedničkoga valutnog područja. Blago slabiji rast inozemne potražnje očekuje se i u 2022. godini (Slika 2.7.).

Kada je riječ o cijenama sirovina na svjetskom tržištu, očekuje se da će se do kraja tekuće, kao i u 2022. godini, cijena sirove nafte postupno smanjivati (Slika 2.8.). Na blagi pad cijena trebala bi utjecati prilagodba proizvodnje od zemalja udruženih u OPEC+ koja je dogovorena u listopadu. Unatoč takvim očekivanjima prosječna bi razina cijena u 2022. mogla biti viša nego u tekućoj godini.

Cijene većine ostalih sirovina mogle bi se duže vrijeme

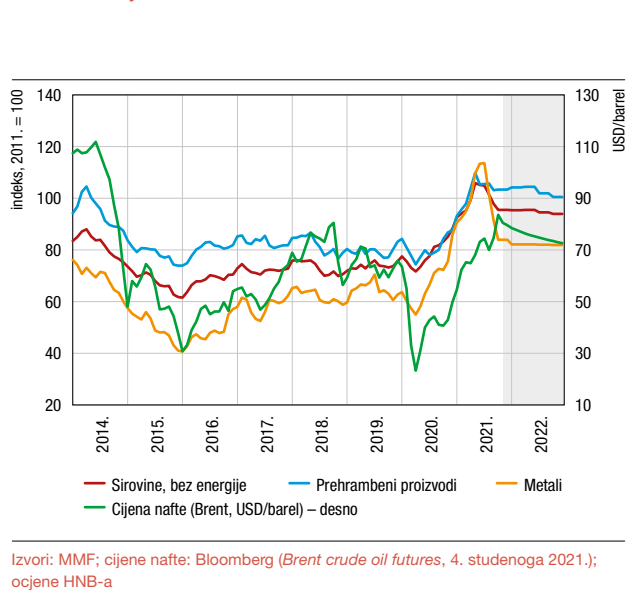
zadržati na trenutačnim razinama. Visokim cijenama metala, osim ograničenja proizvodnih kapaciteta, pridonosit će i snažna potražnja za metalnim sirovinama, između ostaloga i u svrhu dekarbonizacije gospodarstava. Cijene prehrambenih sirovina mogle bi se tek blago smanjiti kako se bude normalizirala opskrba i ublažavala ograničenja na strani ponude.

Tržišta do daljnjega očekuju nastavak ekspanzivne monetarne politike i povoljnih uvjeta financiranja, iako uz nešto bržu dinamiku smanjenja monetarnih poticaja. Ključne kamatne stope mogle bi ostati na sadašnjim razinama tijekom većeg dijela projekcijskog razdoblja, pri čemu se predviđa prvo podizanje kamatnih stopa Feda najranije u drugoj polovini 2022., a kamatnih stopa ESB-a tek krajem 2023. (Slika 2.9.). Istodobno se očekuje da će Fed svoj program otkupa obveznica privesti kraju do sredine 2022., a ESB bi svoj pandemijski program otkupa mogao završiti u ožujku iduće godine.

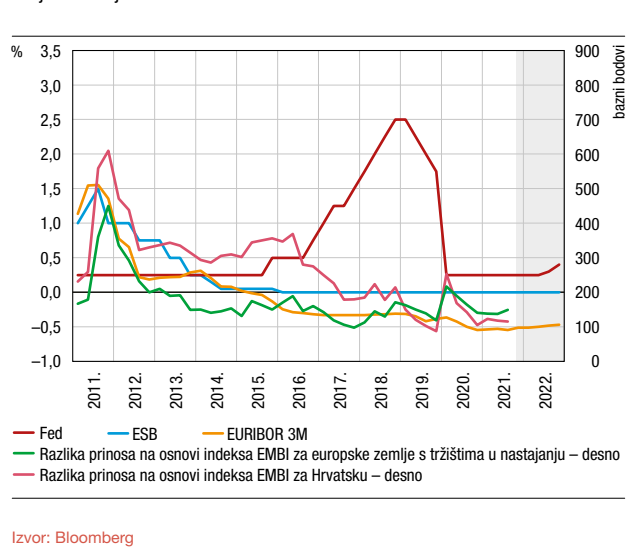
Prema očekivanjima objavljenima u *Foreign Exchange Consensus Forecasts* iz studenoga, do kraja 2022. očekuje se blagi oporavak tečaja eura prema američkom dolaru na svjetskom deviznom tržištu, nakon slabljenja tijekom protekle godine (Slika 2.10.). Ipak, jačanje eura moglo bi biti nešto slabije nego što se predviđalo zbog sve većeg razilaženja u monetarnim politikama između SAD-a i europodručja. Slično tome, očekuje se i daljnje jačanje eura prema švicarskom franku, s tim da prema jenu i funti sterlinga ne bi trebalo biti većih promjena.

Prevladavajući rizici povezani s rastom svjetskoga gospodarstva i dalje su negativni, a znatno su povećani i rizici za inflaciju. U manje razvijenim zemljama, u kojima je procijepljenost stanovništva slabija, negativni rizici rasta još su uglavnom vezani uz daljnji tijek pandemije. Međutim, pojava novih sojeva virusa koji bi mogli biti otporniji na dostupna cjepiva povećala je i rizike za razvijene zemlje. Poremećaji u globalnim lancima opskrbe i dalje su prisutni te su značajan rizik za investicije i potrošnju u razvijenim zemljama. Ako potraju, tada bi se i inflatorni pritisci koji proizlaze iz tih poremećaja mogli prelići na rast inflacijskih očekivanja, što bi onda zahtijevalo bržu normalizaciju monetarne politike. To bi pak moglo dovesti do pogoršanja globalnih uvjeta financiranja i negativno se odraziti na gospodarsku aktivnost, posebice u visokozaduženim zemljama. Postoje i pozitivni rizici rasta, a oni su uglavnom vezani uz brži rast osobne potrošnje na osnovi štednje akumulirane tijekom pandemije, a povoljniji epidemiološki uvjeti od trenutačno očekivanih mogli bi dodatno potaknuti oporavak uslužnog sektora.

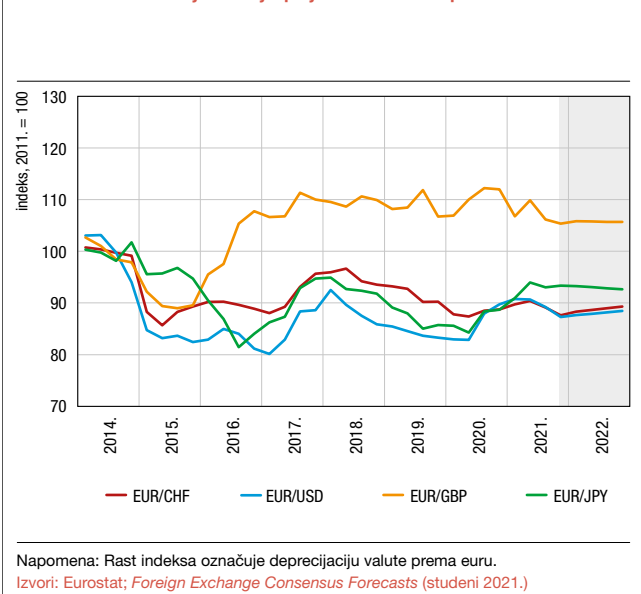
Slika 2.8. Cijene sirovina na međunarodnom tržištu



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



Slika 2.10. Kretanje tečaja pojedinih valuta prema euru



Okvir 1. Očekivana kretanja kamatnih stopa u uvjetima normalizacije monetarne politike

Kao odgovor na rastuće inflacijske pritiske posljednjih mjeseci, sve veći broj središnjih banaka u svijetu, uključujući Srednju i Istočnu Europu, započeo je ili ubrzao proces normalizacije monetarne politike nakon dugog razdoblja izrazito niskih kamatnih stopa. Središnje banke velikih razvijenih gospodarstava i dalje su suzdržane glede prilagodbe monetarne politike, što je posljedica ocjene da su inflacijski pritisci privremenoga karaktera i da će postupno slabjeti tijekom 2022. godine. No, očekivanja srednjoročnog približavanja inflacije ciljanim razinama potaknula ih je na promjenu smjera monetarne politike ili barem na raspravu o početku tog procesa. Takav zaokret u monetarnim politikama može znatno utjecati i na uvjete financiranja u Hrvatskoj. Globalna financijska tržišta trenutačno očekuju postupno pooštavanje uvjeta financiranja uz zadržavanje referentnih kamatnih stopa na nižim razinama od onih koje su se bilježile prije pandemije, a pogotovo od razina zabilježenih prije izbijanja globalne financijske krize. Promjena uvjeta financiranja na domaćem tržištu ovisit će o brzini normalizacije monetarne politike u okružju (poglavito u europodručju), pri čemu te utjecaje može ublažiti poboljšanje percepcije rizičnosti Hrvatske, odnosno jačanje makroekonomskih fundamenata, kao i proces uvođenja eura.

Nakon dugogodišnjeg razdoblja prigušene inflacije u većem su broju zemalja proteklih mjeseci inflacijski pritisci zamjetno ojačali (Slika 1.). Inflacija je porasla u širokom rasponu zemalja, i u zemljama s tržištima u nastajanju i u razvijenim zemljama koje su u jeku pandemije bilježile nešto izraženije deflacijske pritiske. Tako je primjerice godišnja stopa inflacije u europodručju u listopadu 2021. dosegla 4,1%, što je najviša razina još od globalne financijske krize, a u SAD-u čak 6,2%. Kao i u drugim zemljama, taj je rast u najvećoj mjeri izravan posljedica pandemije, odnosno neusklađenosti ponude i potražnje na tržištu robe i usluga koja se dogodila nakon naglog otvaranja velikih gospodarstava. Drugi važan čimbenik jest snažan rast cijena energenata i drugih sirovina kojem su uz povećanu potražnju pridonijeli i šokovi na strani ponude poput nedostatka radne snage, ograničenih proizvodnih kapaciteta i klimatskih nepogoda.

Porast inflacije na globalnoj razini promijenio je tržišna očekivanja u smjeru bržeg izlaska iz izvanrednih pandemijskih mjera i postupne normalizacije monetarne politike. U većem broju zemalja s tržištima u nastajanju središnje su banke na inflacijske

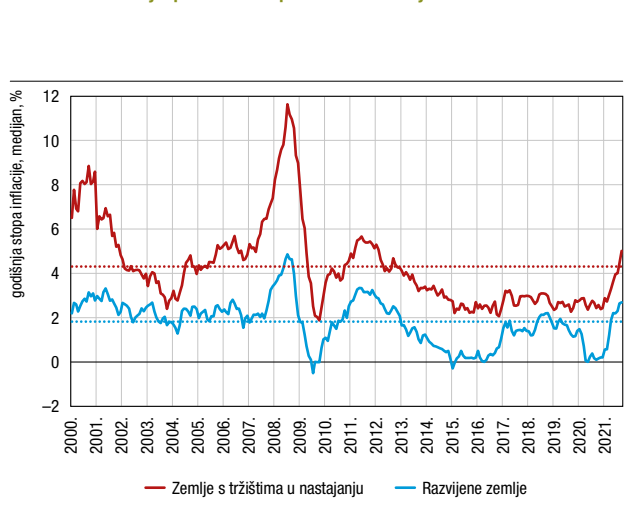
pritiske već odgovorile podizanjem referentnih kamatnih stopa (Slika 2.). Uz središnje banke Brazila, Meksika i Rusije među njima je i većina članica EU-a koje su izvan europodručja, poput Češke, Poljske, Mađarske i Rumunjske. Središnje banke Mađarske i Češke započele su pooštavati monetarnu politiku već u lipnju, a dodatne korake poduzele su u listopadu i studenome potaknute daljnjim pogoršanjem izgleda za inflaciju. Središnje banke Rumunjske i Poljske pridružile su im se u listopadu. Više spomenutih središnjih banaka znatno je povisilo referentne kamatne stope i gotovo ih vratilo na pretpandemijsku razinu.

Središnje banke velikih razvijenih zemalja, koje su u nešto manjoj mjeri izložene inflatornim pritiscima, zasad su prilično suzdržane glede prilagodbe monetarne politike zbog ocjene da su oni privremene naravi i da će se postupno ublažavati tijekom 2022. godine. Ipak, kako očekuju srednjoročnu stabilizaciju inflacije oko ciljanih razina, počele su normalizirati monetarnu politiku najavom ili samo smanjivanjem pandemijskih programa otkupa vrijednosnih papira, što prethodi početku podizanja referentnih kamatnih stopa. Među velikim razvijenim zemljama u tome prednjači Fed, koji bi prema posljednjim najavama program otkupa vrijednosnih papira trebao obustaviti do sredine 2022., nakon čega tržišta očekuju da će uslijediti postupno povećanje referentnih kamatnih stopa s trenutačnih 0,25% na 1,05% do kraja 2023. godine.

ESB također očekuje razmjerno brzo ublažavanje inflacijskih pritisaka, koji su u europodručju nešto slabiji nego u SAD-u, pa ne vidi potrebu za znatnijim ubrzavanjem procesa normalizacije monetarne politike. ESB je u rujnu vrlo blago smanjio razmjere pandemijskog programa otkupa vrijednosnih papira (engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme*), a do kraja godine trebao bi najaviti i hoće li ga potpuno obustaviti u ožujku 2022., u skladu s najavama. No, ponovio je spremnost da zadrži ključne kamatne stope na iznimno niskim razinama dok ne ocijeni da je temeljna inflacija dovoljno uznapredovala prema ciljanoj razini od 2% u srednjoročnom razdoblju. Pod tim uvjetima tržišta ne očekuju povećanje kamatnih stopa ESB-a prije kraja 2023., a i tada bi ono, prema tržišnim očekivanjima, moglo iznositi samo 0,05 postotnih bodova.

Tržišta trenutačno vjeruju da bi ESB mogao biti dosta oprezan kada su u pitanju vrijeme i intenzitet podizanja kamatnih stopa.

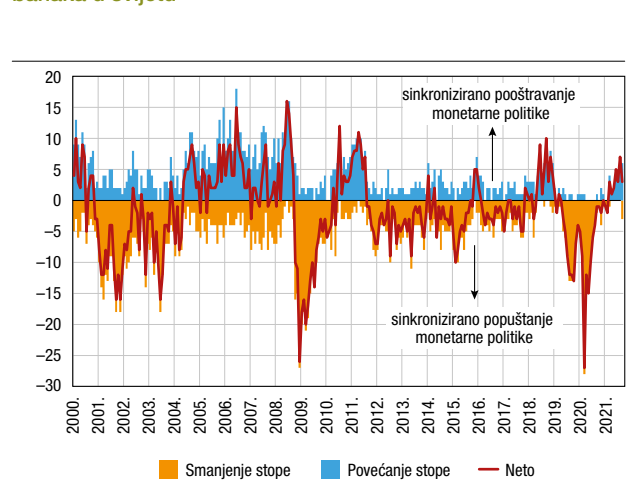
Slika 1. Inflacija prema skupinama zemalja



Napomena: Iscrtkane linije predstavljaju prosječnu inflaciju u pojedinim skupinama zemalja u prikazanom razdoblju.

Izvor: MMF

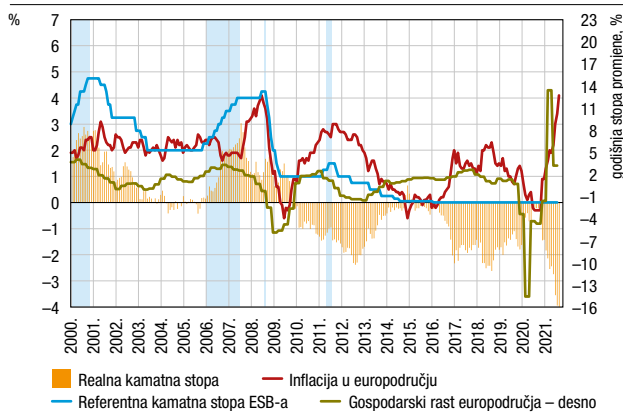
Slika 2. Broj promjena referentnih kamatnih stopa središnjih banaka u svijetu



Napomena: Broj mjesečnih smanjenja ili povećanja referentnih stopa 38 središnjih banaka u svijetu.

Izvor: BIS

Slika 3. Monetarna politika, inflacija i gospodarska aktivnost u europodručju



Napomena: Plavo osjenčana područja označuju razdoblja pooštavanja monetarne politike ESB-a. Realna kamatna stopa izračunata je kao razlika između 3-mjesečnog EURIBOR-a i godišnje stope inflacije.

Izvori: Eurostat; Bloomberg

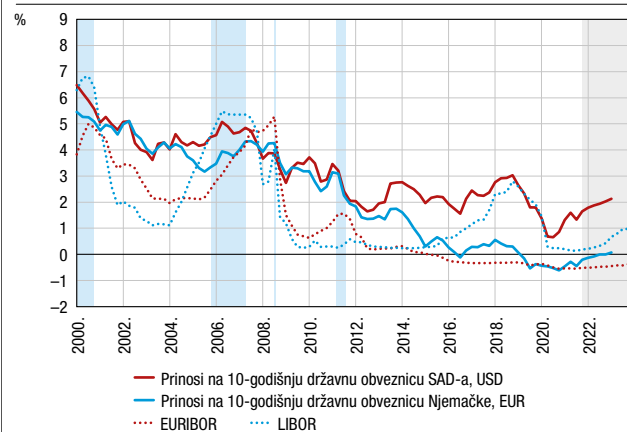
Pritom se pozivaju na iskustva iz prethodnih ciklusa pooštavanja, posebno uoči globalne financijske krize i europske dužničke krize, nakon kojih je u europodručju uslijedilo razdoblje usporenoga gospodarskog rasta (Slika 3.). Osim toga, gospodarski oporavak europodručja još uvijek znatno zaostaje za SAD-om, što odgađa potrebu prilagodbe monetarne politike. Isto tako, ESB je u svojoj novoj strategiji objavljenoj u srpnju 2021. najavio simetričan tretman odstupanja inflacije od cilja. Konačno, rast kamatnih stopa u europodručju u srednjoročnom će razdoblju ograničavati cijeli niz strukturnih čimbenika, uključujući starenje stanovništva i s tim povezane viškove štednje. Međutim, treba imati na umu da se tržišna očekivanja vrlo brzo mogu promijeniti, posebno ako se inflacijski pritisci pokažu tvrdokornijima i dugotrajnijima nego što se sada očekuje. Tada bi promjene u monetarnim politikama s obje strane Atlantika mogle biti brže i izraženije.

Dok su kratkoročne tržišne kamatne stope pod izravnim utjecajem aktualne monetarne politike, dugoročne kamatne stope više ovise o makroekonomskim izgledima i očekivanim budućim potezima središnjih banaka, kao i o percepciji rizika. Upravo su se zbog tih čimbenika referentni prinosi na 10-godišnje državne obveznice u SAD-u tijekom protekle godine povećali za oko 60 baznih bodova, iako su i nadalje razmjerno niski u povijesnim razmjerima (Slika 4.). Znatno manji porast bilježi se na europskom tržištu, no on također upućuje na rast inflacijskih očekivanja. Tržišta očekuju da će prinosi na obveznice nastaviti rasti, nešto izraženije u SAD-u negoli u europodručju, ali bi se mogli zadržati ispod razina na kojima su bili uoči globalne financijske krize, a osobito početkom stoljeća.

Postupna normalizacija monetarne politike u europodručju prelijevat će se i na domaće tržište, no to ne mora nužno značiti skorašnje i izraženo pogoršanje uvjeta financiranja. Osim globalnih uvjeta financiranja troškove zaduživanja u Hrvatskoj određivat će i mnogi drugi čimbenici, od kojih su najvažniji likvidnost na domaćem tržištu, percepcija rizika i regulatorni trošak, koji se ugrađuju u trošak izvora sredstava banaka, te bankovna marža.

Stoga je korisno razmotriti kako su se tijekom prethodnih ciklusa pooštavanja monetarne politike ESB-a kretale kratkoročne i dugoročne kamatne stope u europodručju. Od početka 2006. do sredine 2008., kada je referentna kamatna stopa ESB-a bila ukupno povećana za 2,25 postotnih bodova, EURIBOR se povećao gotovo za 3 postotna boda, dok su se prinosi na njemačke 10-godišnje obveznice povećali samo za 1 postotni bod.

Slika 4. Kratkoročne i dugoročne kamatne stope na inozemnom tržištu



Napomena: Plavo osjenčana područja označuju razdoblja pooštavanja monetarne politike ESB-a. Sivo osjenčano područje označuje tržišna očekivanja.

Izvor: Bloomberg

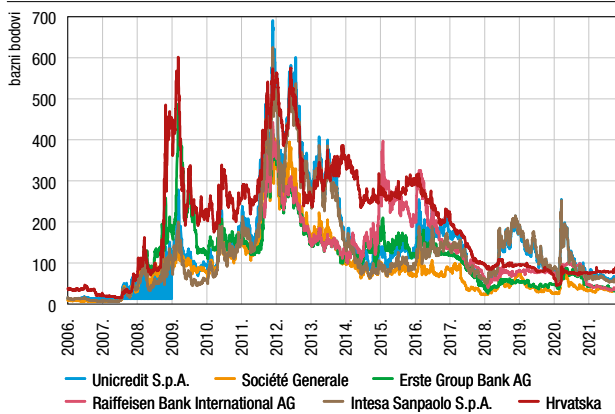
Pooštavanje u jeku europske dužničke krize sredinom 2011. bilo je znatno blaže (0,5 postotnih bodova) i kratkotrajnije, ali svejedno se u cijelosti pretilo na kratkoročne kamatne stope, te je usporilo trend pada prinosa na njemačke obveznice. Za razliku od Njemačke, u tom su razdoblju znatno porasle percepcije rizika za neke druge članice europodručja, uključujući Italiju, što se negativno odrazilo i na uvjete financiranja banaka majki hrvatskih banaka.

Nakon stabilizacije na europskom tržištu, a pogotovo nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju 2013. godine, troškovi financiranja domaćih sektora počeli su snažno padati upravo zahvaljujući smanjenju percepcije rizika. Tako se prinos na dugoročnu kunsku obveznicu od sredine 2013., kada je Hrvatska postala punopravna članica, do trećeg tromjesečja 2021. smanjio čak za 5 postotnih bodova. Istodobno se premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) za Hrvatsku smanjila s više od 300 baznih bodova na 86 baznih bodova u studenome 2021. S tim u vezi valja spomenuti da je u studenome 2021. agencija Fitch podigla kreditni rejting Hrvatske na najvišu razinu u povijesti RH, na ocjenu BBB uz pozitivne izgleda, što se ipak nije odrazilo na smanjenje premije za rizik zbog istodobnog rasta globalne nesklonosti riziku u svjetlu pojave novih virusnih sojeva. Posljednjih je godina znatno smanjena i premija za rizik banaka majki domaćih banaka (Slika 5.). Premije za rizik države i banaka majki neizravno se ugrađuju i u trošak kredita za potrošače, pa je njihovo smanjenje pridonijelo padu kamatnih stopa na kredite poduzećima i stanovništvu (Slika 6.).

Više je čimbenika koji bi u sljedećem razdoblju mogli ublažavati kamatne rizike za domaće dužnike nakon što započne ciklus rasta kamatnih stopa na međunarodnom tržištu. Prvo, udio domaćih kredita ugovorenih uz varijabilnu kamatnu stopu, premda i dalje velik, kontinuirano se smanjuje zahvaljujući nastojanjima HNB-a da banke osiguraju adekvatnu ponudu proizvoda i informiraju potrošače o mogućnostima zaštite od kamatnog rizika. Osim toga, veći dio kreditnog portfelja odobrenog uz varijabilnu kamatnu stopu vezan je uz nacionalnu referentnu stopu (NRS), na koju se djelomično i uz vremenski pomak prenose promjene uvjeta financiranja na inozemnom tržištu.

Na makroekonomskom planu najvažniji čimbenik koji bi mogao imati pozitivan učinak na troškove zaduživanja u sljedećem je razdoblju daljnje smanjenje premije za rizik, a preduvjet za to jest jačanje makroekonomskih fundamenata. U tom će smislu uvođenje eura smanjiti regulatorni trošak poslovanja banaka, što

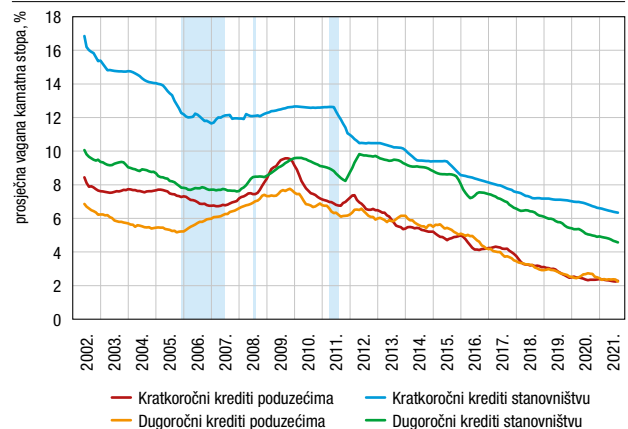
Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za Hrvatsku i odabrane banke majke domaćih banaka



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

Izvori: S&P Capital IQ

Slika 6. Prosječna kamatna stopa na novoodobrene kredite poduzećima i stanovništvu u Hrvatskoj



Napomena: Osjenčana područja označuju razdoblja pooštavanja monetarne politike ESB-a.

Izvor: HNB

može ublažiti utjecaj očekivanog porasta inozemnih kamatnih stopa. Uvođenje eura uklonit će i tečajni rizik kojem je Hrvatska danas izrazito izložena, a to bi također povoljno djelovalo na premiju za rizik države.

Na kraju treba istaknuti da se globalno okružje trenutno

nalazi u razdoblju izrazito velike neizvjesnosti koja je s pojavom novih sojeva virusa ponovno u porastu. U takvim se okolnostima tržišna očekivanja, uključujući i očekivanja glede budućih kretanja kamatnih stopa, lako mijenjaju, pa ne treba isključiti da se to može dogoditi i u bliskoj budućnosti.

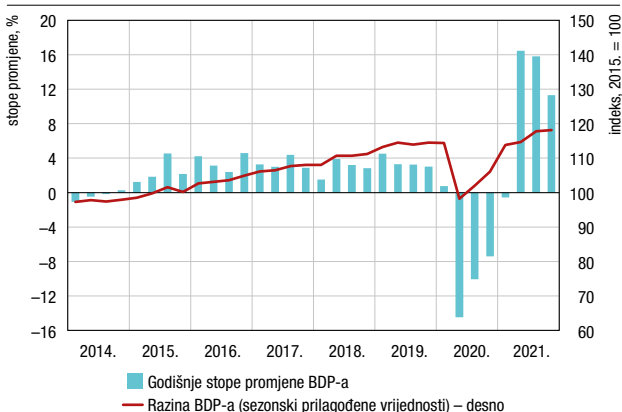
3. Agregatna ponuda i potražnja

Gospodarska se aktivnost u trećem tromjesečju dinamizirala, pri čemu se rast BDP-a snažno ubrzao, na 2,7% (u prethodnom tromjesečju iznosio je 0,8%). Na tromjesečnoj razini porasle su sve sastavnice BDP-a, osim državne potrošnje i izvoza robe. Visokofrekventni pokazatelji gospodarske aktivnosti, dostupni uglavnom samo za listopad, upućuju na razmjerno blag tekući gospodarski rast u četvrtom tromjesečju.

Realni BDP u trećem je tromjesečju 2021. bio za 15,8% veći u odnosu na isto razdoblje lani, stoga je premašio prethodnu

razinu. Povećanju na godišnjoj razini najviše je pridonio rast ukupnog izvoza, i to ponajprije izvoza usluga zbog iznimno dobrih ostvarenja u turizmu, a visok pozitivan doprinos dala je i osobna potrošnja. Na godišnjoj su razini porasle i ostale sastavnice BDP-a, osim državne potrošnje. Pozitivan doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu bio je rekordno visok, a porasla je i domaća potražnja. Međutim, znatno veći rast BDP-a izostao je zbog promjene zaliha, koja je njegovom povećanju dala snažan negativan doprinos.

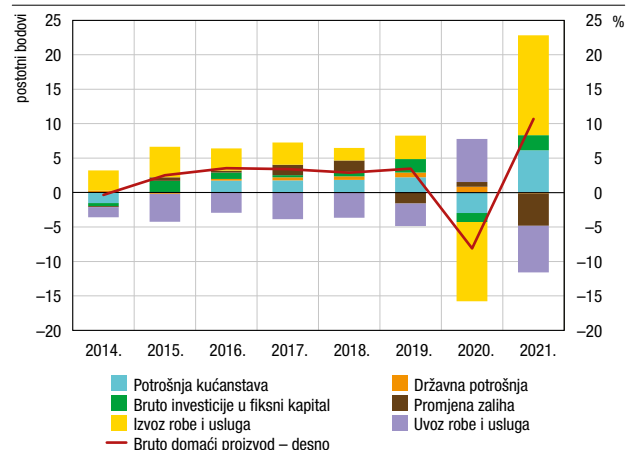
Slika 3.1. Bruto domaći proizvod realne vrijednosti



Napomena: Podatak za četvrto tromjesečje 2021. odnosi se na mjesečni pokazatelj realne aktivnosti HNB-a, procijenjen na osnovi podataka objavljenih do 30. studenog 2021.

Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.2. Promjena BDP-a doprinosi po komponentama



Napomena: Podaci za 2021. odnose se na treće tromjesečje.

Izvor: DZS

Proizvodna strana obračuna BDP-a također pokazuje snažan rast bruto dodane vrijednosti u trećem tromjesečju 2021., od 3,2% na tromjesečnoj razini, nakon 1,2% u prethodnom tromjesečju. Povećanje BDV-a na tromjesečnoj razini povoljno se odrazilo i na godišnja kretanja, pri čemu je on bio za 13,5% veći u odnosu na ostvarenje iz trećeg tromjesečja 2020. BDV je rastao manje nego BDP, što vjerojatno odražava izdašniji rast prihoda od neizravnih poreza. Najveći pozitivan doprinos godišnjoj promjeni BDV-a u trećem tromjesečju dale su djelatnosti koje su povezane s turizmom, a to su trgovina na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje te smještaj, priprema i usluživanje hrane.

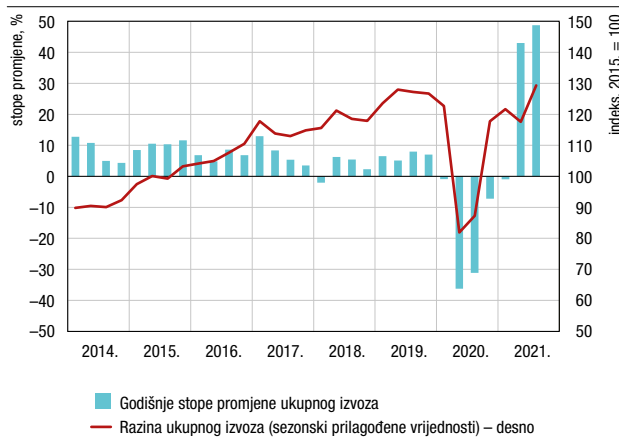
Agreatna potražnja

Realni izvoz robe i usluga u trećem se tromjesečju 2021. snažno povećao, za 10,0% u odnosu na prethodno tromjesečje, u kojem je bio zabilježen pad od 3,4%. Realni izvoz usluga tako je gotovo dosegnuo razinu iz trećeg tromjesečja 2019. Snažni rast izvoza usluga podržala su iznimno povoljna kretanja u turizmu te epidemiološka situacija koja je tijekom ljetnih mjeseci bila povoljna, što je omogućilo znatno manje restriktivne mjere za suzbijanje pandemije u odnosu na konkurentske zemlje.

Istodobno je izvoz robe bio niži za 1,5% u usporedbi s prethodnim tromjesečjem, kada je bio ostvaren rast od 7,4%. Nominalni podaci DZS-a o robnoj razmjeni po glavnim industrijskim grupama, dostupni za srpanj i kolovoz, pokazuju kako se u odnosu na ostvarenje iz drugog tromjesečja snažno smanjio izvoz kapitalnih proizvoda. Osim toga, smanjio se i izvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju i energije, dok je izvoz intermedijarnih proizvoda i trajnih dobara za široku potrošnju porastao. Usporede li se ostvarenja od srpnja do rujna s istim razdobljem 2020., za izvoz robe usprkos slabljenju na tromjesečnoj razini zabilježen je godišnji rast od 13,1%, a godišnja je stopa rasta izvoza usluga, zbog iznimno povoljnih kretanja u turizmu, ali i zbog baznog učinka, iznosila visokih 71,6%. Tako je ukupan izvoz bio za 48,8% veći u odnosu na treće tromjesečje prethodne godine i time dao rekordno visok pozitivan doprinos rastu ukupne gospodarske aktivnosti (27,6 postotnih bodova).

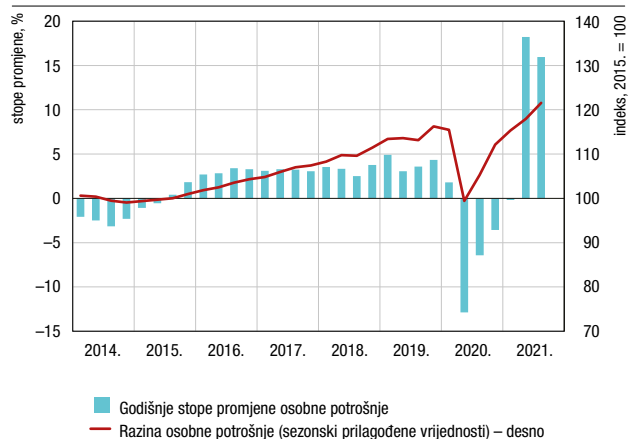
Rast osobne potrošnje na tromjesečnoj se razini intenzivirao te je iznosio 3,1% (2,2% u drugom tromjesečju). Povećanju je uz povoljnu epidemiološku situaciju tijekom ljeta pridonijelo ponovno uspostavljanje uobičajenih obrazaca potrošnje i štednje, nakon snažnog pada potrošnje i porasta štednje na vrhuncu

Slika 3.3. Izvoz robe i usluga
realne vrijednosti



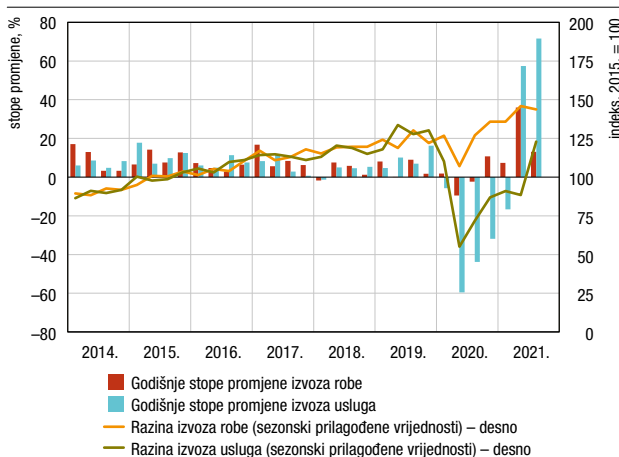
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.5. Osobna potrošnja
realne vrijednosti



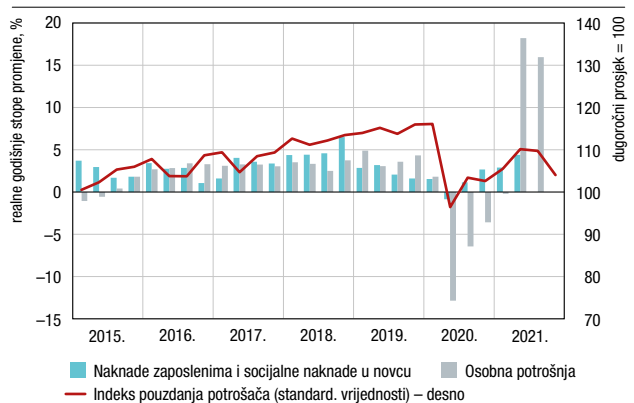
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.4. Izvoz robe i izvoz usluga
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.6. Odrednice osobne potrošnje
realne vrijednosti i indeks



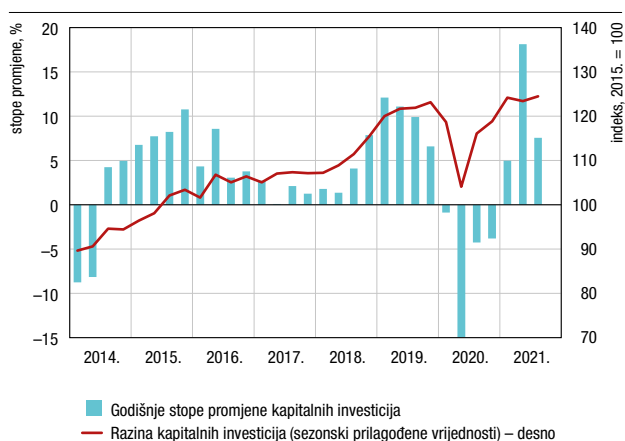
Napomena: Realne vrijednosti naknada zaposlenima i socijalnih naknada u novcu dobivene su deflacioniranjem nominalnih veličina deflatorom osobne potrošnje. Vrijednosti indeksa pouzdanja potrošača izračunate su kao tročlani prosjek mjesečnih podataka, pri čemu se posljednji podatak odnosi na studeni 2021.

Izvori: DZS; Ipsos; HNB

pandemije. Na godišnjoj razini ostvaren je rast od 16,0% u odnosu na isto razdoblje 2020., što je rast od čak 8,5% u odnosu na isto razdoblje 2019. Rast osobne potrošnje podržavao je i rast raspoloživih sredstava. Pritom je u trećem tromjesečju na godišnjoj razini zabilježen rast potrošačkoga kreditiranja, a vidljivo je i povećanje radničkih doznaka koje su se u istom razdoblju prethodne godine smanjile. Iako je potrošnja kućanstava iskazala visoki rast na godišnjoj razini, indeks pouzdanja potrošača pogoršavao se od lipnja prema rujnu, što se vjerojatno može povezati s očekivanjima vezanim uz rast cijena u idućem razdoblju.

Bruto investicije u fiksni kapital u trećem su tromjesečju 2021. bile više za 0,9% u odnosu na ostvarenje iz prethodna tri mjeseca, kada je zabilježeno smanjenje od 0,6%. Tako je investicijska aktivnost bila za 7,6% veća u odnosu na isto razdoblje lani. Povećanje kapitalnih ulaganja odražava nastavak rasta građevinske aktivnosti i privatnog i javnog sektora, na što upućuju daljnji rast obujma radova na zgradama i na ostalim građevinskim objektima. Na rast investicijske aktivnosti u razdoblju od srpnja do rujna upućuju i nominalni podaci o rastu uvoza kapitalnih proizvoda.

Slika 3.7. Bruto investicije u fiksni kapital
realne vrijednosti

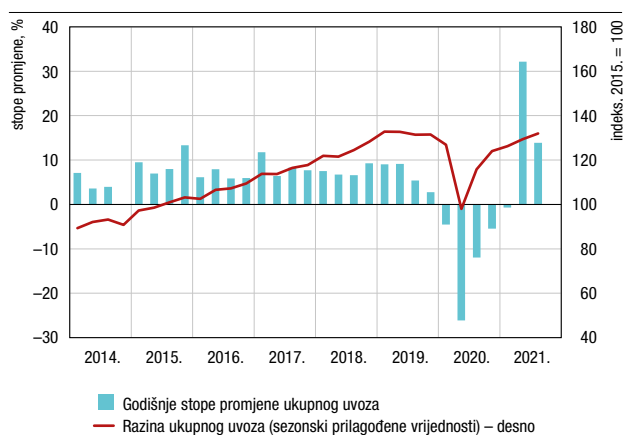


Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Državna je potrošnja u trećem tromjesečju 2021. bila za 11,7% manja nego u prethodnom tromjesečju, kada je na tromjesečnoj razini bio zabilježen visok rast od 16,8%. Takva je kretanja rezultirala padom i na godišnjoj razini, od 4,5%.

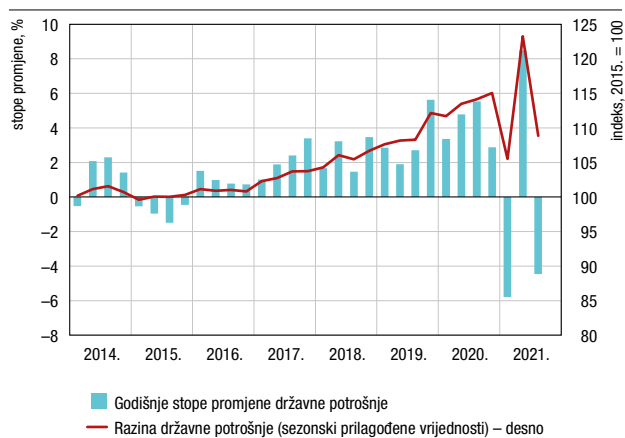
Rast uvoza robe i usluga u trećem se tromjesečju 2021. usporio na 2,0% u odnosu na prethodno tromjesečje, kada je iznosio 2,5%. Povećanje osobne potrošnje i visoka potražnja turista podržali su robni uvoz, koji se u odnosu na prethodno tromjesečje povećao za 1,6%, dok je na godišnjoj razini ostvaren rast od 12,4%. Kada je riječ o uslugama, rast se nastavio i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini, iako na godišnjoj razini sporije nego u drugom tromjesečju, kada su visoke stope rasta ponajprije odražavale bazni učinak. Promatra li se ukupan uvoz na godišnjoj razini, on je u trećem tromjesečju ove godine bio za 13,9% veći u odnosu na treće tromjesečje 2020. Istodobno su cijene uvoznih dobara i usluga snažno porasle u odnosu na prethodnu godinu, što je vidljivo u visokom deflatoru ukupnog uvoza. Godišnji rast ukupnog izvoza bio je znatno izraženiji od uvoza robe i usluga pa je pozitivan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu bio rekordno visok (21,2 postotna boda).

Slika 3.9. Uvoz robe i usluga
realne vrijednosti



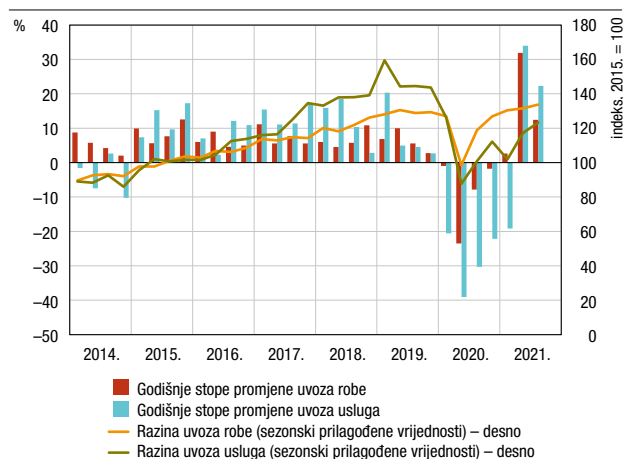
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.8. Državna potrošnja
realne vrijednosti



Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 3.10. Realni uvoz robe i usluga



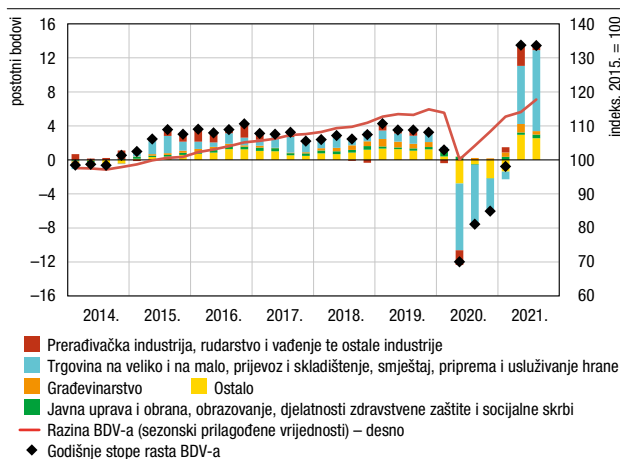
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Agregatna ponuda

Bruto dodana vrijednost u trećem je tromjesečju ove godine bila za 3,2% veća od ostvarenja iz prethodna tri mjeseca, kada je rast iznosio 1,2%. Najveći je rast BDV-a bio zabilježen u djelatnostima trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja te smještaja, pripreme i usluživanje hrane, što se može povezati s povoljnijom epidemiološkom situacijom u Hrvatskoj tijekom ljeta i dobrim ostvarenjima u turizmu. Poremećaji u globalnim lancima dobave nisu imali veliki negativni učinak na tekuća kretanja. BDV je na tromjesečnoj razini rastao u svim djelatnostima, osim u građevinarstvu (-0,9%), čime je prekinut kontinuirani rast građevinarstva koji je započeo sredinom prošle godine. Osim toga, nešto niži BDV u usporedbi s ostvarenjem iz prethodna tri mjeseca zabilježen je i u financijskim djelatnostima i djelatnostima osiguranja (za 0,5%).

Promatrano na godišnjoj razini, realni BDV u trećem je tromjesečju ove godine bio za 13,5% veći nego u istom razdoblju 2020. Najveći pozitivan doprinos došao je od djelatnosti trgovina na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje te smještaj, priprema i usluživanje hrane, gdje se rast BDV-a intenzivirao (39,4%). Godišnji su rast pokazale i sve ostale sastavnice BDV-a.

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



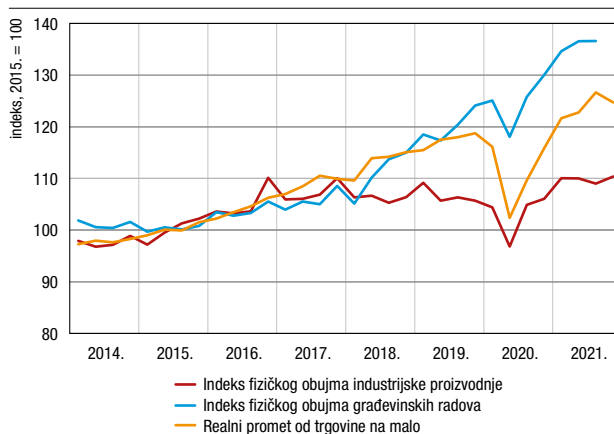
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Model brze procjene BDP-a zasnovan na visokofrekventnim podacima, dostupnima uglavnom za listopad, pokazuje da bi rast gospodarske aktivnosti u četvrtom u odnosu na treće tromjesečje tekuće godine mogao biti blag, ali i dalje visok na godišnjoj razini. Na kretanja u studenome i prosincu moglo bi negativno utjecati i recentno pogoršanje epidemiološke situacije.

Industrijska proizvodnja u listopadu tako je bila za 1,3% veća od prosječnog ostvarenja za treće tromjesečje, pri čemu je, promatrano prema glavnim industrijskim grupacijama, porasla razina u svim grupama, osim proizvodnje intermedijarnih proizvoda. Istodobno se realni promet od trgovine na malo smanjio za 1,5% u odnosu na rezultat iz prethodna tri mjeseca, što bi moglo odražavati pogoršanje epidemiološke situacije tijekom listopada.

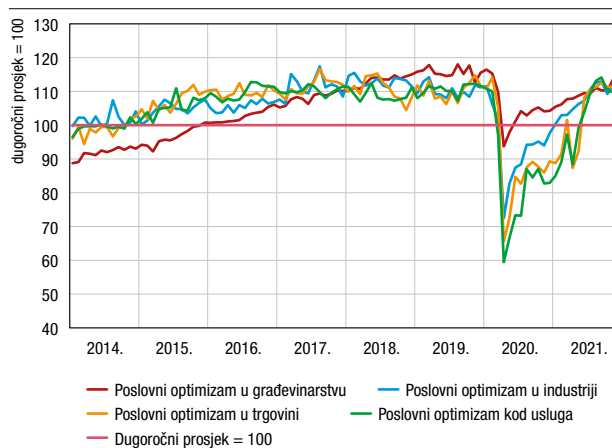
Podaci iz Ankete o pouzdanju potrošača pokazuju kako se potrošački optimizam u studenome nastavio pogoršavati na mjesечноj razini. Pogoršanje potrošačkog optimizma može se povezati i s utjecajem nepovoljnih očekivanja glede kretanja razine cijena. Naime, podaci iz Ankete pokazuju da je od lipnja 2021. znatno porastao udio ispitanika koji ocjenjuju kako su cijene tijekom proteklih dvanaest mjeseci rasle. U istom se razdoblju, ali u manjoj mjeri, povećao i broj ispitanika koji smatraju da će

Slika 3.12. Kratkoročni pokazatelji gospodarske aktivnosti sezonski prilagođene vrijednosti



Napomena: Tromjesečni podaci izračunati su kao prosjek mjesečnih podataka. Podaci za četvrto tromjesečje 2021. 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)

doći do ubrzanog rasta cijena tijekom sljedećih dvanaest mjeseci. Promatra li se na tromjesečnoj razini, očekivanja potrošača u listopadu i studenome bila su ispod prosječne razine iz prethodna tri mjeseca. Kada je riječ o poslovnim očekivanjima, rast poslovnog pouzdanja u građevinarstvu bio je posebno izražen, pa je indeks u toj djelatnosti u listopadu i studenome porastao i na tromjesečnoj razini. U trgovini su se poslovna očekivanja zadržala na razini iz prethodna tri mjeseca, dok su se u industriji i u uslugama pogoršala. Promatra li se na mjesечноj razini, u studenome su se poslovna očekivanja u industriji i građevinarstvu poboljšala u odnosu na listopad, a u trgovini i uslužnim djelatnostima zadržala na razini iz prethodnog mjeseca.

Projicirana kretanja

Očekivana stopa rasta BDP-a u 2021. iznosi 10,8%, nakon kontrakcije gospodarske aktivnosti od 8,1% u prethodnoj godini. Gospodarska bi aktivnost tako već u 2021. trebala premašiti razinu iz pretkrizne, 2019. godine. U 2022. se očekuje razmjerno snažan rast BDP-a od 4,1%, premda će iščekavanje baznog učinka umanjiti tu stopu u odnosu na ostvarenja iz 2021. godine.

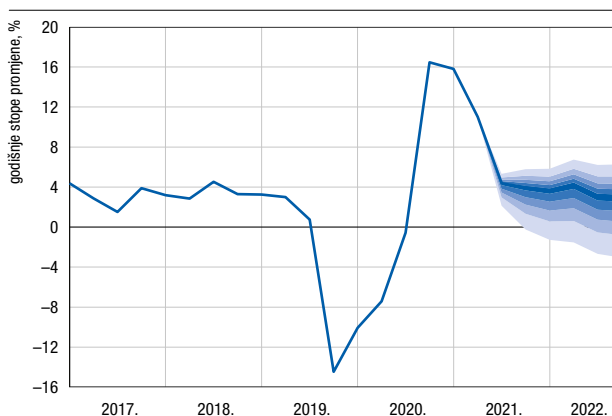
Ukupan bi izvoz u 2021. mogao porasti za 31,1%, nakon pada od 22,7% u 2020. Pritom se očekuje da će rast izvoza usluga biti znatno snažniji od rasta robnog izvoza i odražavati oporavak turističke potražnje nakon snažnog pada u prethodnoj godini uzrokovanog pandemijom.

Potrošnja kućanstava mogla bi se u 2021. povećati za 9,4%, nakon pada od 5,3% u 2020., i dati najveći pozitivan doprinos ukupnom gospodarskom rastu od svih sastavnica domaće potražnje. Rast osobne potrošnje odražava iznimno dobra ostvarenja u trećem tromjesečju ove godine te povoljna kretanja na tržištu rada i provedeno rasterećenje u sustavu poreza na dohodak u sprezi s poboljšanjem potrošačkog optimizma. Ukupna bi investicijska aktivnost također mogla snažno porasti, za 7,9%, nakon pada od 6,1% u 2020. godini. Pritom se očekuje rast kapitalnih ulaganja i javnog i privatnog sektora. Na investicijsku bi aktivnosti mogla pozitivno utjecati povoljna pozicija u ciklusu povlačenja sredstava iz fondova Europske unije uz očekivani početak korištenja sredstava iz instrumenta oporavka Europske unije (engl. *Next Generation EU*). Očekuje se da će se u 2021. povećati i državna potrošnja, s rastom od 1,0%. U skladu s očekivanim oporavkom domaće potražnje te snažnim rastom inozemne potražnje ove se godine očekuje povećanje uvoza robe i usluga od 19,0% na razini cijele godine. Budući da projekcija ekonomskih kretanja upućuje na snažniji rast izvoza robe i usluga u odnosu na ukupan uvoz, u 2021. bi pozitivan doprinos neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu mogao iznositi 3,8 postotnih bodova.

U 2022. bi se mogao nastaviti gospodarski oporavak, a rast realnog BDP-a iznositi 4,1%. Niža stopa rasta gospodarske aktivnosti u 2022. u odnosu na prethodnu godinu rezultat je baznog učinka te posljedičnih manjih očekivanih stopa rasta osobne potrošnje, investicija i ukupnog izvoza, posebice izvoza usluga. U 2022. bi sve sastavnice BDP-a mogle dati pozitivan doprinos njegovu povećanju, a glavni pokretač gospodarskog rasta bi i dalje mogla biti inozemna potražnja. Međutim, očekuje se da će doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu do kraja projekcijskoga horizonta biti gotovo neutralan.

Ocjenjuje se da su u projekcijskom razdoblju središnje ocijenjene i projicirane veličine za kraj 2021. i cijelu 2022. izložene negativnim rizicima. Glavni negativan rizik proizlazi iz daljnjeg razvoja pandemije i njezina utjecaja na gospodarska kretanja. Eventualno uvođenje strožih epidemioloških mjera za suzbijanje

Slika 3.14. Projekcija dinamike realnog BDP-a



Izvori: DZS; HNB

pandemije, relativno slaba procijepljenost stanovništva i pojava novih sojeva virusa koji bi, prema novim podacima, mogli imati izraženiju otpornost na cjepiva, mogli bi nepovoljno utjecati na ukupnu gospodarsku aktivnost. Budući da bi poslovanje u pojedinim djelatnostima opet moglo biti otežano, neizvjesnost u poslovnom okružju i nadalje je prisutna te bi se mogla nepovoljno odraziti na donošenje odluka poslovnih subjekata o povećanju ulaganja u sljedećem razdoblju. Problemi u globalnim lancima opskrbe mogli bi imati izražen negativan utjecaj na globalna kretanja, što bi se moglo negativno odraziti na inozemnu potražnju. Konačno, eventualno snažnije povećanje globalne inflacije, zbog poremećaja u lancima opskrbe, moglo bi rezultirati reakcijom središnjih banaka i pogoršanjem uvjeta financiranja. Promjene inflacijskih očekivanja u Hrvatskoj bi možda izazvale promjene u strukturi i obujmu osobne potrošnje. Nasuprot tome, pozitivan rizik odnosi se na mogućnost da se građani cijepu u većem broju, što bi moglo popraviti epidemiološku situaciju. Osim toga, pozitivan je rizik i povlačenje sredstava iz fondova EU-a, koje bi moglo teći snažnijom dinamikom nego što se trenutačno očekuje, pri čemu su projekcije razmjerno oprezne.

4. Tržište rada

Zaposlenost i nezaposlenost

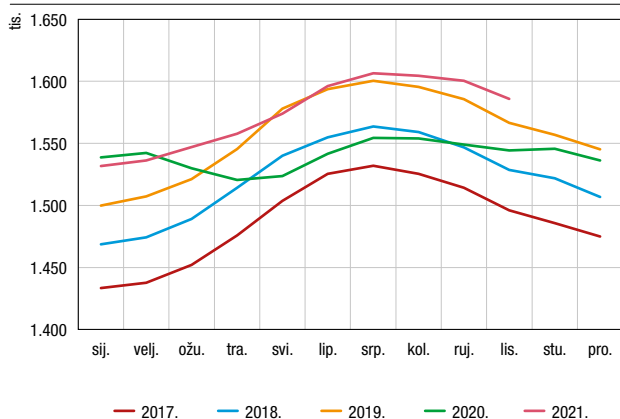
Krajem drugog i početkom trećeg tromjesečja 2021. nastava se oporavak zaposlenosti pod utjecajem nastavka dinamiziranja gospodarske aktivnosti u djelatnostima manje pogođenima utjecajem krize (poput informacija i komunikacija te građevinarstva), kao i sezonskog zapošljavanja pod utjecajem povoljne epidemiološke situacije. Izraženije zapošljavanje u uslužnim djelatnostima povezanima s turizmom započelo je u lipnju tekuće godine, kasnije od uobičajenog, a nastavilo se u srpnju, ali slabijim intenzitetom. U nastavku godine sezonske su oscilacije (odnosno pad zaposlenosti nakon dosegnutog vrhunca) također bile slabije izražene (Slika 4.1.). Na kraju listopada ukupan broj zaposlenih bio je za 1,2% veći nego u istom mjesecu 2019. Pritom je najsnažniji porast broja zaposlenih zabilježen u djelatnostima informacija i komunikacija te građevinarstva, dok je njihov broj

u djelatnosti usluživanja smještaja i pripremanja hrane i dalje bio zamjetno niži.

Kasniji početak turističke sezone odrazio se i na kretanje nezaposlenosti, uz prigušene sezonske oscilacije. Nakon izraženijeg smanjivanja broja nezaposlenih do lipnja 2021. godine, tijekom srpnja i kolovoza došlo je do zamjetnog usporavanja. Kao i kod zaposlenosti, sezonski je porast nezaposlenosti s približavanjem kraja godine bio slabije izražen, a rujna je obilježilo snažnije zapošljavanje (Slika 4.2.). Broj nezaposlenih zadržao se u prvih deset mjeseci 2021. na višim razinama u odnosu na pretkrizne vrijednosti, no privremeni podaci upućuju na to da bi se broj nezaposlenih u studenome mogao spustiti ispod vrijednosti zabilježenih u 2019. godini.

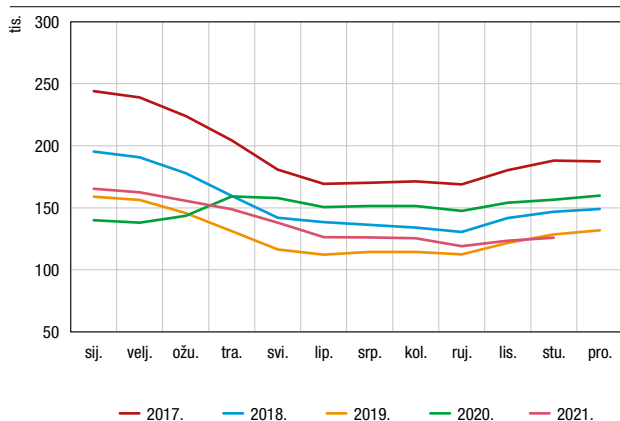
Nastavak isplata potpora za očuvanje radnih mjesta podržao je očuvanje zaposlenosti u pogođenim djelatnostima, pri čemu se

Slika 4.1. Zaposlenost razine



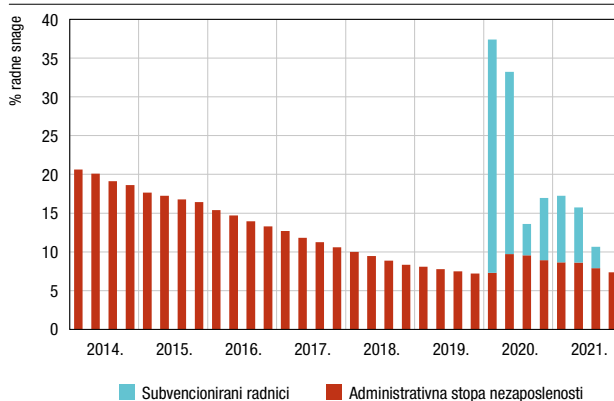
Izvor: HZMO

Slika 4.2. Ukupna nezaposlenost razine



Napomena: Podaci za studeni 2021. odnose se na stanje na dan 29. studenoga.
Izvor: HZZ

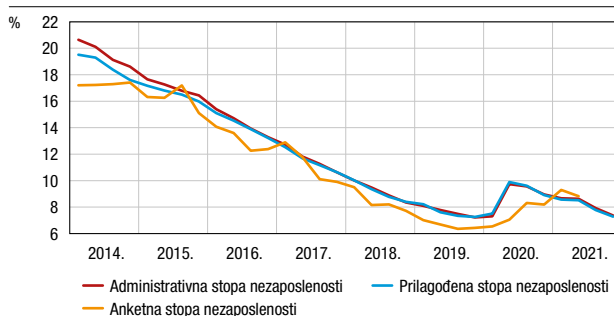
Slika 4.3. Administrativna (sezonski prilagođena) stopa nezaposlenosti i radnici obuhvaćeni subvencijama, u postocima radne snage



Napomena: Podaci o radnicima obuhvaćenima subvencijama za prvo tromjesečje 2020. odnose se na ožujak. Stopa nezaposlenosti odnosi se na prilagođenu stopu nezaposlenosti.

Izvor: HZZ (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 4.3.a Stope nezaposlenosti sezonski prilagođeni podaci



Napomena: Podaci o anketnoj stopi nezaposlenosti od prvog tromjesečja 2021. nisu usporedivi s podacima za prethodna razdoblja zbog izmijenjene metodologije Ankete o radnoj snazi. 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 2021. za administrativnu i prilagođenu stopu nezaposlenosti odnose se na listopad.

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

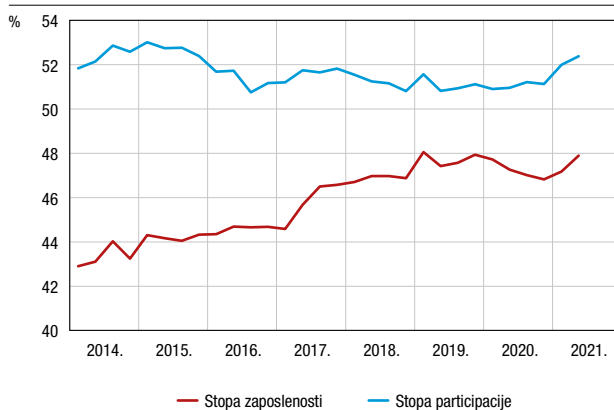
obuhvat radnika postupno smanjivao zbog povoljnije epidemiološke situacije, ali i sve strožih kriterija za dodjelu potpora. Prema trenutačnim najavama posljednje bi se potpore trebale isplatiti u studenome 2021. godine.

Nakon što je u lipnju 2021. više od 100 tisuća radnika bilo uključeno u mjeru, njihov se broj u kolovozu spustio na 22 tisuće. Prosječan udio radnika obuhvaćenih mjerom za očuvanje radnih mjesta u srpnju i kolovozu 2021. činio je tako 2,7% radne snage, a u prethodnom tromjesečju 7,2% (Slika 4.3.). Udio radnika obuhvaćenih subvencijama u radnoj snazi u trećem tromjesečju mogao bi biti još niži (1,9%) ako se uzmu u obzir neslužbeni podaci o samo pet tisuća radnika koji su bili obuhvaćeni subvencijama u rujnu ove godine.

Administrativna stopa nezaposlenosti smanjila se u skladu sa smanjenjem broja nezaposlenih. Prema sezonski prilagođenim podacima udio nezaposlenih u radnoj snazi u listopadu 2021. spustio se na 7,4% s 8,8% u lipnju (Slika 4.3.a.).

Anketna stopa nezaposlenosti, prema posljednjim dostupnim podacima, u drugom tromjesečju 2021. snizila se na 8,8% radne snage (9,3% u prvom tromjesečju, Slika 4.3.a.). U istom razdoblju stopa zaposlenosti iznosila je 47,9%, a stopa participacije

Slika 4.4. Anкета o radnoj snazi sezonski prilagođene serije



Napomena: Zbog izmijenjene metodologije Ankete o radnoj snazi podaci od prvog tromjesečja 2021. nisu usporedivi s podacima za prethodna razdoblja.

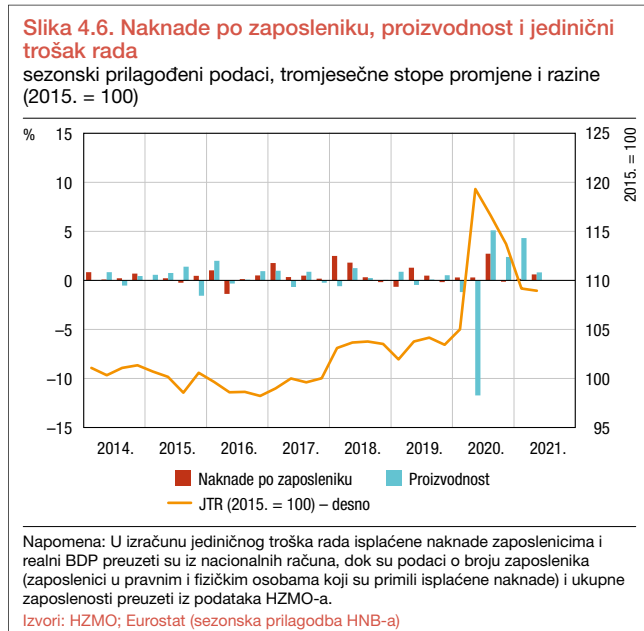
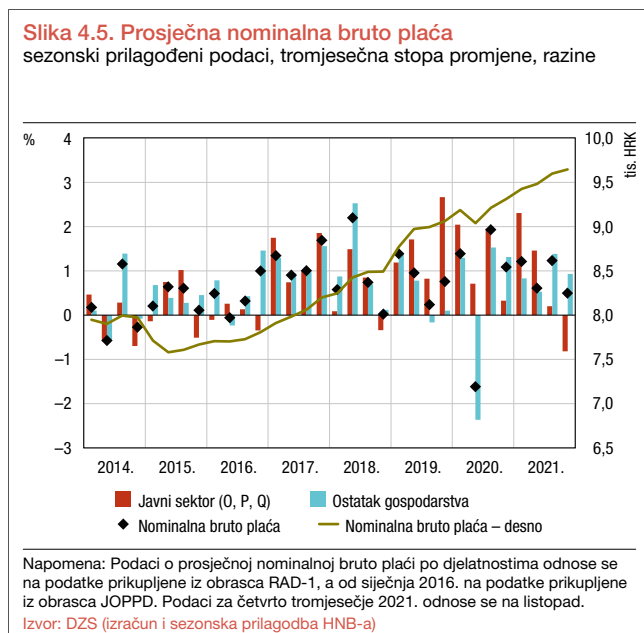
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

52,4% (Slika 4.4.). Pritom podaci, zbog izmijenjene metodologije Ankete o radnoj snazi, od prvog tromjesečja 2021. nisu usporedivi s prethodno objavljenim podacima.

Plaće i jedinični trošak rada

U trećem tromjesečju 2021. godine ubrzao se rast plaća zbog snažnijeg rasta plaća u ostatku gospodarstva, dok su plaće u javnom sektoru ostale gotovo nepromijenjene u odnosu na prethodno tromjesečje. No, početkom četvrtog tromjesečja rast prosječne nominalne bruto plaće usporio se ponajprije zbog smanjenja plaća u javnom sektoru, ali i slabijeg rasta plaća u ostatku gospodarstva (desezonirani podaci, Slika 4.5.). U usporedbi s istim mjesecom prethodne godine u listopadu 2021. prosječna nominalna bruto plaća bila je viša za 4% zbog jednakog povećanja plaća u javnom sektoru i ostatku gospodarstva.

Na kretanje nominalne neto plaće povoljno je utjecalo porezno rasterećenje u sustavu poreza na dohodak od siječnja 2021. godine. Tako je u listopadu 2021. prosječna nominalna neto plaća bila viša za 5,4% nego u listopadu 2020. godine, dok je realna neto plaća porasla za 1,4%.



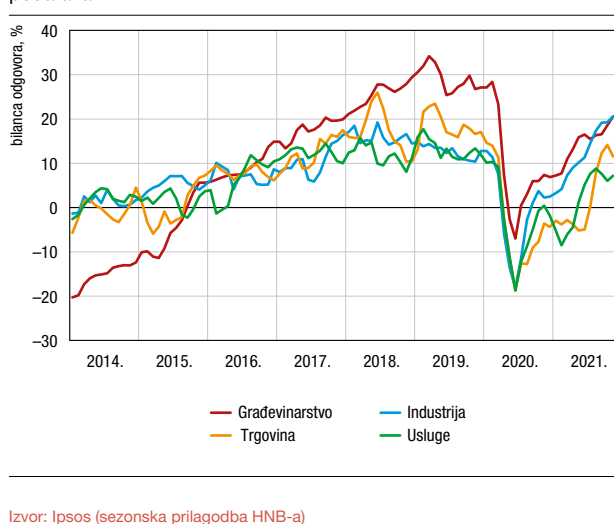
U prvom tromjesečju 2021. godine nominalni jedinični trošak rada nastavio se ubrzano smanjivati, a u drugom se tromjesečju pad usporio. Pritom navedeno odražava usporavanje rasta proizvodnosti rada (Slika 4.6.).

Projicirana kretanja

Nakon relativno blagog smanjenja zaposlenosti u 2020., na razini cijele 2021. očekuje se rast ukupne zaposlenosti od 2,2%, pri čemu će prosječan broj zaposlenih na razini godine premašiti ostvarenja iz 2019. Rastu ukupne zaposlenosti u tekućoj godini zamjetno pridonosi i zapošljavanje radnika iz trećih zemalja. Znan dio radnika izvan Europske unije u Hrvatskoj se zapošljava u građevinarstvu, a očekuje se i nastavak takvog trenda (Slika 4.7.). U 2021. očekuje se smanjenje broja nezaposlenih i smanjenje anketne stope nezaposlenosti na 6,8% radne snage.¹

U 2021. ocjenjuje se da bi prosječna nominalna bruto plaća mogla porasti za oko 4,0% zbog viših plaća u javnom sektoru (povećanje osnovice plaće javnih i državnih službenika za 4% početkom 2021. godine), kao i zbog povećanja plaća u ostatku

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



Tablica 4.1. Ocjene i projekcije pokazatelja tržišta rada za 2021. i 2022.

godišnje stope promjene (%)	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Broj zaposlenih – HZMO	2,3	2,3	-1,2	2,2	1,5
Broj zaposlenih – nacionalni računi	2,6	3,1	-1,2	2,2	1,5
Stopa participacije (anketna)	51,2	51,2	51,0	52,0	52,7
Stopa nezaposlenosti (anketna)	8,4	6,6	7,5	6,8	6,2
Prosječna nominalna bruto plaća	4,9	3,8	2,5	4,0	4,5
Jedinični trošak rada	3,6	0,0	9,7	-4,4	2,0
Proizvodnost	0,3	0,4	-7,0	8,3	2,5

Napomena: Godišnje stope promjene broja zaposlenih odnose se na podatke HZMO-a o osiguranicima, stope prosječne bruto plaće do 2016. odnose se na podatke prikupljene iz obrasca JOPPD, a jediničnog troška rada i proizvodnosti na podatke iz nacionalnih računa. Pri ocjeni i projekciji jediničnog troška rada (i proizvodnosti rada) pretpostavljeno je da će rast zaposlenika i ukupne zaposlenosti iz nacionalnih računa biti jednak očekivanom rastu broja osiguranika HZMO-a. Prosječne bruto nominalne plaće prikazane su prema obračunskom načelu.

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

¹ U projekciji anketne stope nezaposlenosti nije uzeta u obzir promjena metodologije Ankete o radnoj snazi od prvog tromjesečja 2021. godine.

gospodarstva. S obzirom na smanjenje poreznog opterećenja od siječnja 2021. očekuje se rast prosječne nominalne neto plaće po stopi od 5,3%, no njezina bi kupovna moć mogla slabije rasti (2,7%) zbog očekivanog porasta potrošačkih cijena.

U 2022. očekuje se daljnji rast zaposlenosti, iako slabijeg intenziteta nego u tekućoj godini (1,5%), dok bi se anketna stopa nezaposlenosti mogla smanjiti na 6,2% radne snage. Istodobno se očekuje ubrzanje rasta prosječne nominalne bruto plaće na

4,5% ponajprije zbog snažnijeg rasta plaća u ostatku gospodarstva u uvjetima izraženih manjkova radne snage u turizmu i obnove područja pogođenih potresom. Također, u projekciji se pretpostavlja da se potpuni prestanak isplata potpora za očuvanje radnih mjesta u 2022. neće nepovoljno odraziti na kretanje zaposlenosti i plaća, u skladu s kretanjima na tržištu rada nakon što je od srpnja 2021. započelo postupno smanjivanje obuhvata korisnika.

5. Inflacija

Godišnja inflacija potrošačkih cijena (IPC) tijekom prvih se deset mjeseci 2021. u Hrvatskoj znatno ubrzala, što je uglavnom proizišlo iz povećanja cijena energije, a poglavito naftnih derivata. Povećanje domaćih maloprodajnih cijena naftnih derivata zrcali porast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, koji je bio posljedica oporavka potražnje potaknutog ponovnim otvaranjem

gospodarstava diljem svijeta odnosno poboljšanjem globalnih gospodarskih izgleda kao i dogovora zemalja udruženih u OPEC+ o ograničavanju ponude. Zbog viših cijena naftnih derivata povećale su se i cijene dobara u čijoj su proizvodnji oni značajno intermedijarno dobro. Na jačanje inflatornih pritisaka utjecao je i rast cijena drugih sirovina na svjetskom tržištu te vozarina u pomorskom prometu, kao i poteškoće u globalnim lancima opskrbe zbog čega je dolazilo do nestašica određenih poluproizvoda i gotovih proizvoda. Nadalje, vremenske su nepogode u Hrvatskoj utjecale na smanjenje uroda određenih poljoprivrednih kultura. U spomenutim uvjetima od travnja 2021. došlo je do kontinuiranog rasta indeksa rasprostranjenosti inflacije, odnosno rasta udjela broja proizvoda čije su cijene rasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda, a znatno su porasli i kratkoročni pokazatelji ukupne i temeljne inflacije (Slika 5.1.).

Nakon porasta na 2,0% u lipnju 2021. (s -0,7% u prosincu 2020.), godišnja inflacija potrošačkih cijena nastavila se ubrzavati te je u listopadu dosegla 3,8% (Tablica 5.1.). Energija daje najveći doprinos ukupnoj inflaciji, koji je u listopadu iznosio 1,9 postotnih bodova (od toga se 1,6 postotnih bodova odnosi na naftne derivate), što je polovina ukupne inflacije (više o tome vidi u Okviru 2. Kretanje potrošačkih cijena energije u Hrvatskoj i drugim zemljama Europske unije, s naglaskom na kretanje cijena prirodnog plina). Ubrzavanje inflacije u prvih šest mjeseci tekuće godine uglavnom je bilo posljedica povećanja cijena energije. Cijene energije (poglavito naftnih derivata) djelovale su na ubrzanje inflacije i u iduća četiri mjeseca, ali tome su još više



Tablica 5.1. Cjenovni pokazatelji
godišnje stope promjene

	12. 2020.	3. 2021.	6. 2021.	9. 2021.	10. 2021.
Indeks potrošačkih cijena i njegove komponente					
Ukupni indeks	-0,7	1,2	2,0	3,3	3,8
Energija	-5,7	3,9	8,1	9,8	11,5
Nepretrađeni prehrambeni proizvodi	-3,5	-3,3	-0,9	3,0	3,2
Prerađeni prehrambeni proizvodi	1,3	2,2	1,5	3,5	4,2
Industrijski proizvodi bez hrane i energije	-0,7	-0,7	0,0	0,3	1,0
Usluge	1,8	1,7	1,6	1,9	1,6
Ostali cjenovni pokazatelji					
Temeljna inflacija	-0,1	0,5	0,8	1,9	2,5
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu	-1,2	3,2	7,8	13,7	19,6
Indeks proizvođačkih cijena industrije na domaćem tržištu (bez energije)	0,1	0,7	1,4	3,0	3,5
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena	-0,3	1,6	2,2	3,5	3,9
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena po stalnim poreznim stopama	-0,1	1,1	2,0	3,3	3,7

Napomena: Prerađeni prehrambeni proizvodi uključuju alkohol i duhan.

Izvor: DZS

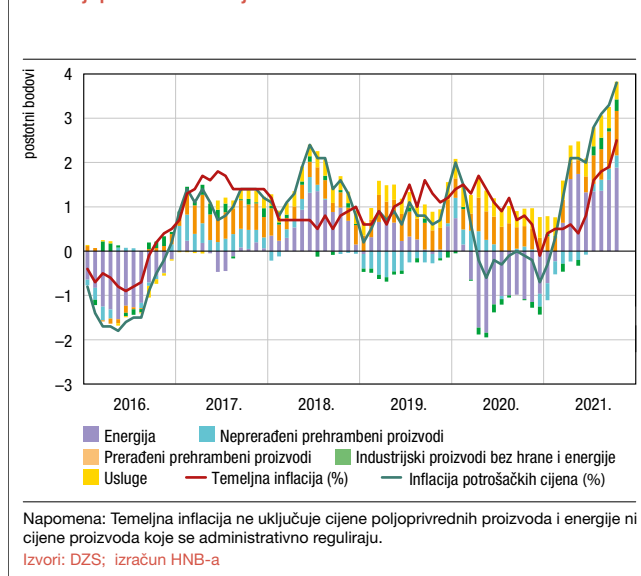
pridonijele cijene prehrambenih proizvoda. Pritom se godišnja stopa promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda povećala s 1,5% u lipnju na 4,2% u listopadu, što je uglavnom bilo rezultat prelijevanja uvezenih troškovnih pritisaka, odnosno porasta cijena prehrambenih sirovina i energenata na svjetskom tržištu na potrošačke cijene kruha, mlijeka, sira i jaja te ulja i masti. Istodobno se godišnja stopa promjene cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda povećala s -0,9% na 3,2%, pod utjecajem nepovoljnih vremenskih prilika koje su djelovale na smanjenje uroda određenih poljoprivrednih kultura (voća i povrća), kao i porasta cijena mesa na svjetskom tržištu.

Osim cijena energije i hrane ubrzala se i godišnja stopa promjene cijena industrijskih proizvoda s 0,0% u lipnju na 1,0% u listopadu, ali se zadržala na niskoj razini, tako da zasad nije vidljivo znatnije prelijevanje poskupljenja industrijskih sirovina i pojedinih intermedijarnih dobara (primjerice poluovodiča) na svjetskom tržištu na spomenute cijene, osim u segmentu trajnih potrošnih proizvoda (namještaj, motorna vozila, informatička oprema, uređaji za osobnu njegu i sl.), gdje je to prelijevanje bilo nešto izraženije. Nadalje, indikatori kretanja cijena u ranijim fazama proizvodnje odnosno distribucije upućuju na umjereno povećanje godišnjeg rasta proizvođačkih cijena intermedijarnih proizvoda na domaćem tržištu (s 3,4% u lipnju na 6,6% u listopadu), dok je ubrzanje godišnjeg rasta proizvođačkih cijena trajnih potrošačkih dobara bilo manje vidljivo (s 2,0% u lipnju na 2,8% u listopadu).

Godišnja se stopa rasta cijena usluga tijekom ljetnih mjeseci povećala pod utjecajem poskupljenja ugostiteljskih usluga i usluga smještaja, ali je zbog recentnog usporavanja rasta tih cijena u listopadu iznosila jednako kao i u lipnju (1,6%).

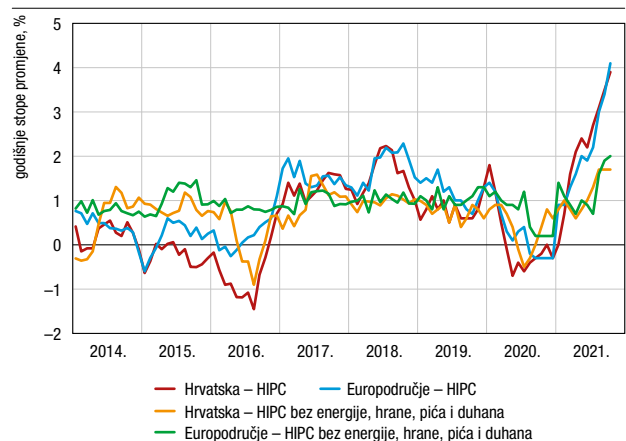
U uvjetima oporavka potražnje i povećanih uvezenih troškovnih pritisaka godišnja stopa temeljne inflacije (koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju) postupno se ubrzavala s 0,8% u lipnju na 2,5% u listopadu (Slika 5.2.). Tome je ponajviše pridonijelo povećanje doprinosa prehrambenih proizvoda (osim poljoprivrednih proizvoda), rabljenih motornih vozila², namještaja, potrošnih proizvoda za kućanstvo i proizvoda za osobnu njegu.

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



² Tijekom pandemije smanjilo se korištenje javnog prijevoza i pojačalo korištenje individualnog prijevoza, što je dovelo do porasta cijena motornih vozila, motocikala i bicikala.

Slika 5.3. Pokazatelji kretanja cijena u Hrvatskoj i europodručju



Izvori: DZS; Eurostat

Godišnja stopa inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u europodručju ubrzala se s 1,9% u lipnju na 4,1% u listopadu (Slika 5.3.), ponajviše pod utjecajem rasta cijena energije. Tome su uz naftne derivate, čiji se doprinos nastavio povećavati zbog poskupljenja sirove nafte na svjetskom tržištu, pridonijele i druge komponente energije (prirodni plin i električna energija). Rast cijena energenata, kao i drugih sirovina na svjetskom tržištu, postupno se prelio i na potrošačke cijene hrane i industrijskih proizvoda u europodručju. Rastu tih cijena pridonijeli su također oporavak potražnje povezan s ponovnim otvaranjem gospodarstava diljem Europe i pozitivan učinak baznog razdoblja zbog smanjenja PDV-a u Njemačkoj sredinom 2020. godine. Unatoč povećanju cijene su hrane i industrijskih proizvoda u znatno manjoj mjeri pridonijele ubrzanju ukupne inflacije u europodručju u usporedbi s doprinosom energije.

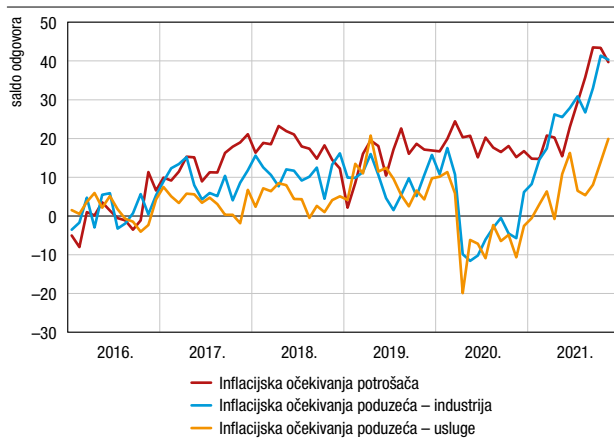
U skladu s oporavkom potražnje u posljednja se četiri mjeseca povećala i godišnja stopa rasta cijena usluga (poglavito ugostiteljskih usluga i usluga povezanih s putovanjima). To je, uz spomenuto povećanje cijena industrijskih proizvoda, utjecalo na ubrzanje temeljne inflacije u europodručju (koja ne uključuje cijene energije, hrane, pića i duhana) s 0,9% u lipnju na 2,0% u listopadu te se ona, kao i ukupna inflacija, nalazi na najvišim razinama od 2008. godine.

Ubrzavanje inflacije u Hrvatskoj u posljednja je četiri mjeseca bilo manje izraženo nego u europodručju. Tako se ukupna inflacija mjerena HIPC-om u Hrvatskoj ubrzala s 2,2% u lipnju na 3,9% u listopadu, a temeljna inflacija (mjerena HIPC-om bez energije, hrane, pića i duhana) s 1,0% u lipnju na 1,7% u listopadu. Blaže ubrzanje temeljne inflacije u Hrvatskoj rezultat je sporijeg rasta cijena usluga, poglavito onih vezanih uz turizam, u odnosu na europodručje. U istom je razdoblju rast doprinosa cijena prehrambenih proizvoda bio veći u Hrvatskoj nego u europodručju, ali to je poništeno slabijim rastom doprinosa cijena energije. U listopadu 2021. tako je ukupna inflacija u Hrvatskoj bila za 0,2 postotna boda niža nego u europodručju, a temeljna inflacija za 0,3 postotna boda.

Inflacijska očekivanja

Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i menadžera poduzeća u Hrvatskoj su u razdoblju od lipnja do listopada znatno porasla (Slika 5.4.). Rast inflacijskih očekivanja potrošača vjerojatno odražava poskupljenje naftnih derivata i prehrambenih proizvoda, koji zajedno čine oko 40% potrošačke košarice.

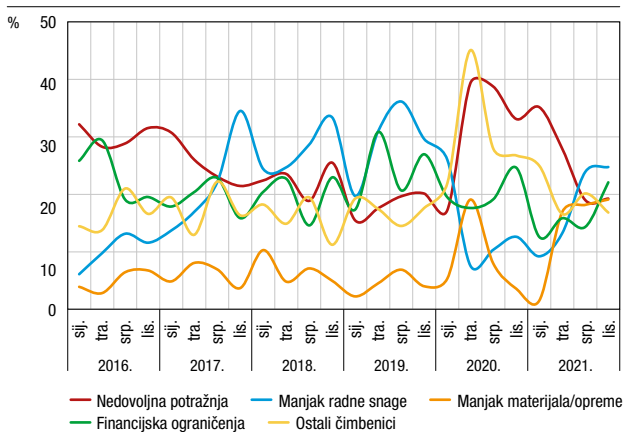
Slika 5.4. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



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

Izvor: Ipsos

Slika 5.5. Čimbenici ograničavanja proizvodnje u industriji



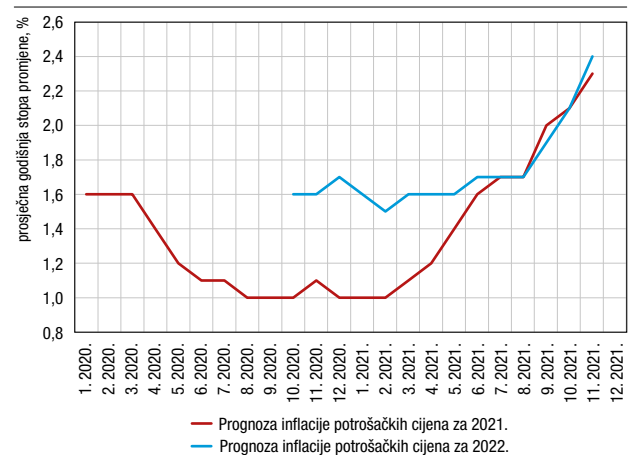
Napomena: Postotak na osi y odnosi se na udio poduzeća u industriji koja su pojedine čimbenike izdvojila kao ograničavajuće u procesu proizvodnje.

Izvor: Ipsos

Nadalje, analiza u kojoj se istražuju glavne odrednice percepcije inflacije u Hrvatskoj pokazuje da je ona također uglavnom vezana uz kretanja kolebljivih komponenata inflacije (energiju i hranu, više o tome vidi u Okviru 3. Percepcija inflacije u Hrvatskoj). Na porast inflacijskih očekivanja potrošača mogla je utjecati i veća zastupljenost članaka i izjava o porastu inflacije u medijima. Ipak, inflacijska očekivanja potrošača stabilizirala su se u listopadu na razini iz rujna, a potom smanjila, čemu je vjerojatno pridonijelo i ograničavanje cijena benzinskih i dizelskih goriva.³

Nadalje, u drugoj polovini 2021. godine, a posebno u rujnu i listopadu, nastavio se trend znatnog rasta inflacijskih očekivanja menadžera poduzeća u industriji, što se vjerojatno može povezati s rastućim troškovima proizvodnje, potaknutima između ostalog manjkom materijala i opreme te manjkom radne snage, koje znatan broj poduzeća u industriji i dalje ističe kao ograničenja za njihovo poslovanje (Slika 5.5.). U studenome su se pak inflacijska očekivanja poduzeća u industriji blago smanjila. Istodobno

Slika 5.6. Kratkoročna inflacijska očekivanja ekonomskih analitičara



Izvor: Eastern Europe Consensus Forecasts

se čini da sporiji oporavak uslužnog sektora od industrije donekle ograničava znatniji rast inflacijskih očekivanja poduzeća u uslužnom sektoru.

Ekonomski su analitičari u drugoj polovini godine postupno revidirali naviše očekivanja inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj za 2021. godinu s 1,6% u lipnju na 2,3% u studenome (Slika 5.6.). Tome su pridonijela viša ostvarenja inflacije u prethodnim mjesecima nego što se prije očekivalo, rast cijena energenata te nastavak neravnoteže između ponude i potražnje u uvjetima uskih grla u globalnim lancima nabave. Inflacijska očekivanja ekonomskih analitičara za 2022. godinu bila su nešto stabilnija, uglavnom zbog ocjena da bi čimbenici koji utječu na recentni rast inflacije mogli biti prolaznoga karaktera. Ipak, zbog znakova o duljem trajanju tih čimbenika, očekivanja ekonomskih analitičara glede inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj u 2022. godini povećala su se na 2,4% u studenome, s 1,7%, koliko se očekivalo u razdoblju od lipnja do kolovoza.

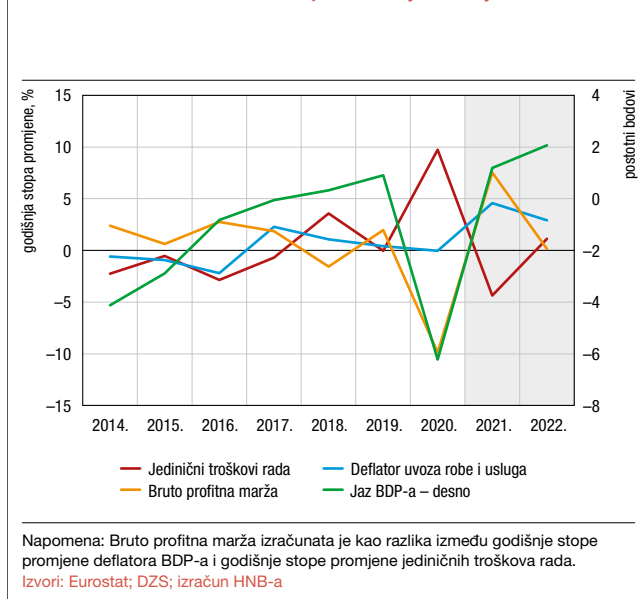
Projicirana kretanja

U nastavku 2021. godine očekuje se blago ubrzanje inflacije, ali taj bi se trend mogao prekinuti početkom 2022. Ocjenuje se da bi se prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena na razini cijene 2021. godine mogla ubrzati na 2,4% (s 0,1% u 2020.), ponajviše zbog znatnog rasta godišnje stope promjene cijena energije (poglavito naftnih derivata), s -5,3% u 2020. na 7,2% u 2021.

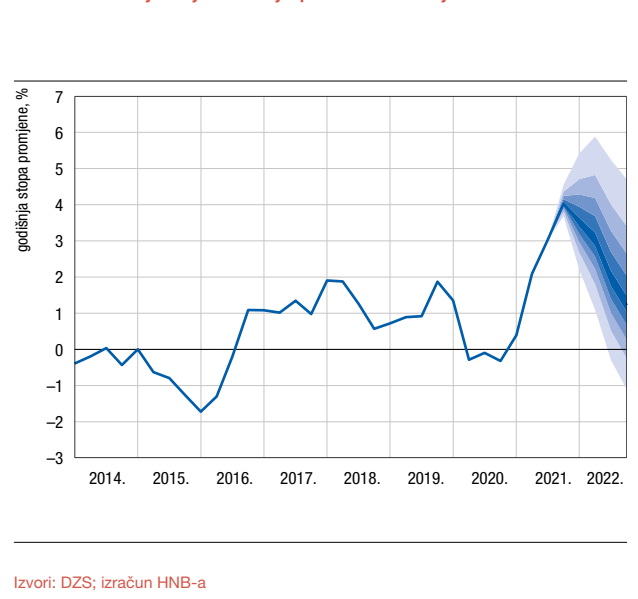
Osim cijena energenata porasle su i cijene druge robe (sirovina bez energije, određenih intermedijarnih te gotovih proizvoda) na svjetskom tržištu, što je, uz poskupljenje određenih usluga (prije svega onih povezanih s putovanjima te prijevoza), rezultiralo znatnim ubrzanjem godišnjeg rasta deflatora uvoza u 2021. godini (Slika 5.7.). U takvim okolnostima prosječna godišnja stopa rasta temeljne inflacije (mjerene IPC-om bez hrane i energije) mogla bi se u 2021. ubrzati na 1,5% (s 1,0% u 2020.). Na povećanje inflatornih pritisaka u 2021. djeluje oporavak potražnje u okolnostima otvaranja gospodarstva i ekonomski učinkovitijeg suživota s koronavirusom. Ubrzanje temeljne inflacije djelomice je također rezultat (relativno blagog) prelijevanja rasta cijena pojedinih sirovina na svjetskom tržištu na domaće potrošačke cijene. Nasuprot tome, čimbenici koji djeluju na smanjenje inflatornih pritisaka u 2021. su godini bili manje izraženi, a odnose se, prije svega, na smanjenje jediničnih troškova rada, proizašlo iz povećanja proizvodnosti rada snažnijeg od rasta plaća.

³ Uredba o maksimalnoj cijeni benzinskih i dizelskih goriva u Hrvatskoj je stupila na snagu 16. listopada 2021. s inicijalnim trajanjem od 30 dana te je sredinom studenoga produljena za još najmanje 30 dana.

Slika 5.7. Domaći i inozemni pokazatelji inflacije



Slika 5.8. Projekcija inflacije potrošačkih cijena



Tijekom 2021. godine prosječni godišnji rast cijena hrane mogao bi se znatno ubrzati, s $-1,5\%$ u prvom tromjesečju na $5,0\%$ u posljednjem tromjesečju. To je posljedica prelijevanja rasta cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu, smanjenog uroda pojedinih poljoprivrednih kultura nakon vremenskih nepogoda koje su pogodile Hrvatsku te očekivanoga pozitivnog učinka baznog razdoblja krajem 2021. (zbog snažnog pada maloprodajnih cijena hrane krajem 2020. godine).

Nadalje, prognozirano je da bi se prosječna godišnja inflacija potrošačkih cijena u 2022. godini mogla zadržati na razini od $2,4\%$. Pritom se očekuje smanjenje inflacije s razine iznad 3% u prvoj polovini godine, na nižu od 2% u drugom polugodištu (Slika 5.8.). U strukturi doprinosa pojedinih komponenata na razini cijene 2022. godine prognozirano je povećanje doprinosa hrane i temeljne inflacije (IPC-a bez hrane i energije), dok bi se doprinos energije ukupnoj inflaciji mogao smanjiti u usporedbi s prethodnom godinom.

Očekivana prosječna godišnja stopa rasta cijena hrane mogla bi se ubrzati s $1,2\%$ u 2021. na $4,0\%$ u 2022., a taj bi rast u velikoj mjeri mogao biti posljedica znatno višeg prijenosa inflacije cijena hrane u 2022. godinu. S približavanjem kraja godine očekuje se postupno usporavanje godišnje stope rasta cijena hrane, koje bi moglo biti rezultat očekivanog smanjenja cijena naftnih derivata (koji imaju značajan udio u troškovima proizvodnje prehrambenih proizvoda), stabilizacije cijena prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu te negativnog učinka baznog razdoblja povezanog sa znatnim rastom cijena hrane u drugoj polovini 2021. godine.

Nadalje, prognozirano je povećanje prosječne godišnje stope rasta IPC-a bez hrane i energije na $1,9\%$ (s $1,5\%$ u 2021.), što bi pretežno moglo biti rezultat daljnjeg oporavka potražnje uz postupno prelijevanje porasta cijena sirovina na svjetskom tržištu zabilježenog u prethodnoj godini na domaće cijene. Ono u uvjetima očekivane postupne normalizacije lanaca nabave kao i uravnoteženja ponude i potražnje pojedinih poluproizvoda i gotovih proizvoda na globalnoj razini ne bi trebalo biti znatnije izraženo. Povećanje inflatornih pritisaka povezano s kretanjem cijena u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima trebalo bi biti blago, ako se ima na umu da bi temeljna inflacija

potrošačkih cijena u europodručju u 2022. mogla iznositi oko $1,6\%$,⁴ što je samo za $0,2$ postotna boda više u usporedbi s 2021. godinom. Očekuje se da bi domaći troškovni pritisci proizašli iz porasta jediničnih troškova rada u 2022. godini trebali biti relativno blagi, jer je predviđen njihov rast niži od $1,5\%$.

Nasuprot tome, prosječna godišnja stopa rasta cijena energije mogla bi se smanjiti na $1,9\%$ u 2022. (sa $7,2\%$ u 2021. godini).⁵ Očekivano postupno usporavanje godišnjeg rasta cijena energije odražava trenutno kretanje cijena sirove nafte tipa Brent na terminskom tržištu, koje upućuje na trend blagog pada tih cijena tijekom 2022. godine.

Rizici vezani uz projekciju inflacije u 2022. godini vrlo su izraženi, pri čemu prevladavaju rizici da ona bude viša od projicirane. Na višu bi inflaciju mogao utjecati mogući porast određenih administrativno reguliranih cijena (prije svega prirodnog plina i električne energije),⁶ kao odgovor na znatan porast cijena prirodnog plina na svjetskom tržištu. Osim toga, očekuje se da bi se u 2022. godini mogao povećati pozitivni jaz domaćeg proizvoda, pri čemu bi pritisci na rast cijena s potražne strane mogli biti jači od onih koji se trenutno očekuju. Isto tako, nestašica radne snage, na koju upućuju ankete poduzeća, mogla bi potaknuti izrazitiji rast plaća od očekivanog te utjecati na jačanje troškovnih pritisaka na inflaciju. Nadalje, troškovni inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja mogli bi se također povećati u odnosu na osnovni scenarij projekcije, poglavito u slučaju nastavka rasta cijena energenata, premda sadašnje cijene na terminskim tržištima upućuju na njihovo smanjenje. Dodatno, inflatorni pritisci iz vanjskog okruženja mogli bi biti izraženiji i u slučaju više inflacije od očekivane u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. Valja dodati i da bi rast cijena poluproizvoda i gotovih proizvoda zbog privremene neusklađenosti ponude i potražnje na globalnoj razini, odnosno zastoja u opskrbnim lancima mogao biti izrazitiji i/ili dugotrajniji od očekivanog.

S druge strane, rizici koji bi mogli izazvati nižu inflaciju manje su izraženi, a odnose se na mogući slabiji intenzitet gospodarskog oporavka u zemlji i inozemstvu. Do toga bi posebno moglo doći ako se pogorša situacija vezana uz pandemiju bolesti COVID-19 u Hrvatskoj i inozemstvu te ako se u skladu s time poostre epidemiološke mjere. U tom bi slučaju inflatorne pritiske

4 Mjereno HIPC-om iz kojeg su isključene cijene hrane, energije, pića i duhana (*Consensus Forecasts*, studeni 2021.).

5 Uz pretpostavku da nakon ožujka 2022. neće porasti maloprodajne cijene prirodnog plina i električne energije.

6 Osim toga, u 2022. je moguć i rast cijena komunalnih usluga u Zagrebu.

prigušili slabiji oporavak potražnje te niže cijene nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Brža normalizacija opskrbnih

lanaca čimbenik je koji bi mogao utjecati na manji rast cijena intermedijarnih i finalnih proizvoda.

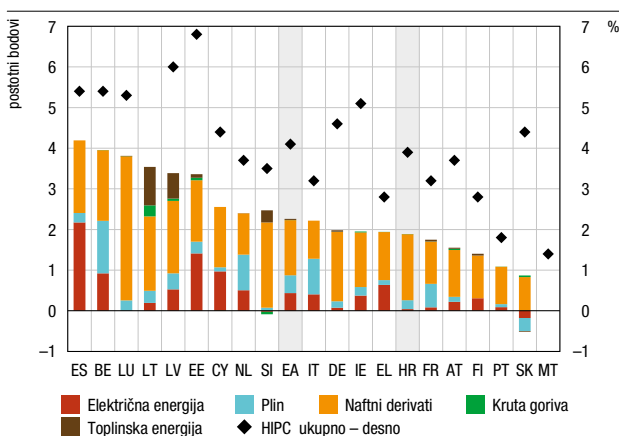
Okvir 2. Kretanje potrošačkih cijena energije u Hrvatskoj i drugim zemljama Europske unije, s naglaskom na kretanje cijena prirodnog plina

Snažan porast cijena sirove nafte tijekom ove godine pratio je i porast cijena prirodnog plina, pa su one na burzama u Europi između rujna i studenoga ove godine dosegnule rekordne razine. Rezultati analize pokazuju da godišnji rast maloprodajnih cijena plina u Hrvatskoj u 2021. znatno zaostaje za rastom tih cijena u europodručju. Neujednačeni rast potrošačkih cijena plina posljedica je različitog stupnja liberalizacije tržišta plina i stopa oporezivanja te dugoročno ugovorenih nabavnih cijena plina. U uvjetima rastućih cijena plina i prava na emisiju CO₂ u europodručju se tijekom 2021. znatno ubrzao godišnji rast cijena električne energije za kućanstva, dok su spomenute cijene u Hrvatskoj stagnirale, jer se uglavnom administrativno reguliraju. Mogući porast administrativno reguliranih cijena plina i električne energije u Hrvatskoj u 2022. znatan je rizik za tekuću projekciju inflacije potrošačkih cijena, koja bi u slučaju poskupljenja tih energenata mogla biti primjetno viša.

Premda su cijene energije vrlo kolebljive i izvan izravnog utjecaja monetarne politike, one utječu na percepciju inflacije i inflacijska očekivanja pa se njihovo kretanje stoga prati s posebnom pozornošću. Porast cijena energije daje snažan doprinos recentnom povećanju inflacije potrošačkih cijena i još više proizvođačkih cijena. Tako je i u Hrvatskoj u listopadu 2021. ukupna inflacija (mjerena HIPC-om) dosegnula 3,9% (Slika 1.), pri čemu je doprinos energije bio najveći te je iznosio 1,8 postotnih bodova (od čega se 1,6 postotnih bodova odnosi na naftne derivate). Na razini europodručja inflacija je u listopadu bila nešto viša (4,1%), pri čemu je i doprinos energije ukupnoj inflaciji bio nešto viši nego u Hrvatskoj (iznosio je 2,3 postotna boda, tj. više od polovine stope inflacije). Viši doprinos cijena energije ukupnoj inflaciji rezultat je većeg doprinosa cijena plina i struje, dok je doprinos cijena naftnih derivata inflaciji bio nešto niži nego u Hrvatskoj (1,4 postotna boda). Pritom naftni derivati u Hrvatskoj imaju nešto veći ponder u košarici dobara u odnosu na europodručje (4,747% naprema 4,205%, Slika 2.).

Tržište naftnih derivata u Hrvatskoj je liberalizirano te promjene maloprodajnih cijena naftnih derivata uvelike ovise o kretanju

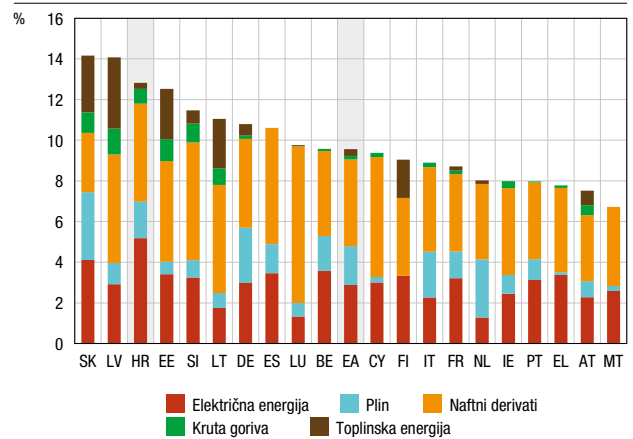
Slika 1. Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena (mjerene HIPC-om) i doprinosi komponenata energije ukupnoj inflaciji u listopadu 2021.



Napomena: Komponenta Naftni derivati uključuje tekuća goriva (tzv. loživo ulje) te goriva i maziva za osobna prijevozna sredstva.

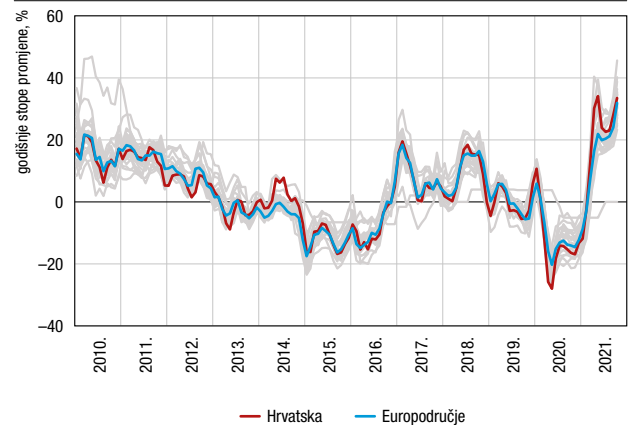
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 2. Udjeli pojedinih komponenata cijena energije



Izvor: Eurostat

Slika 3. Kretanje potrošačkih cijena naftnih derivata godišnje stope promjene



Napomena: Sivom su bojom prikazani podaci za pojedine članice EU-a.

Izvor: Eurostat

tih cijena na mediteranskom tržištu i tečaju američkog dolara, kao i u većini zemalja Europske unije.⁷ Cijene naftnih derivata u pravilu se mijenjaju jednom tjedno, a glavina se prilagodbe cijena naftnih derivata na domaćem tržištu kretanjima na globalnom tržištu ostvaruje vrlo brzo, s vremenskim pomakom od jednog do dva tjedna. Cijene naftnih derivata (obuhvaćaju komponente Tekuća goriva te Goriva i maziva za osobna prijevozna sredstva) u Hrvatskoj su u listopadu 2021. porasle na godišnjoj razini za 33,5%, podjednako kao u europodručju, gdje je spomenuti rast iznosio 31,9% (Slika 3.).

⁷ Na promjenu domaćih cijena naftnih derivata utječu i marže nastale zbog prerade, prometa i distribucije krajnjim potrošačima te porezi i trošarine.

Novom uredbom koja je stupila na snagu 16. listopada 2021., Vlada RH privremeno je ograničila cijene goriva te je određena maksimalna maloprodajna cijena benzinskih i dizelskih goriva u Hrvatskoj na razini od 11,10 kuna odnosno 11,00 kuna u sljedećih mjesec dana.⁸ Sredinom studenoga spomenuta je mjera produljena za još najmanje 30 dana, a iz uredbu su izuzeta tzv. "premium" goriva. Cijene sirove nafte na svjetskom su tržištu krajem studenoga počele padati te je Vlada spomenutu uredbu ukinula 6. prosinca 2021.

Snažan porast cijene sirove nafte i naftnih derivata od početka ove godine pratio je i porast cijena prirodnog plina, koji je posebno bio izražen u proteklih nekoliko mjeseci pa su te cijene u Europi između rujna i studenoga ove godine dosegnule rekordne razine (Slika 4.). Taj je porast uglavnom posljedica povećane potražnje za energentima, koja je išla ukorak s oporavkom globalnoga gospodarstva od posljedica pandemije, uz djelovanje nekoliko specifičnih čimbenika u Europi. Na strani potražnje razdoblje hladnijeg vremena dulje od uobičajenoga u prvoj polovini 2021. dovelo je do povećane potražnje i trošenja otprije

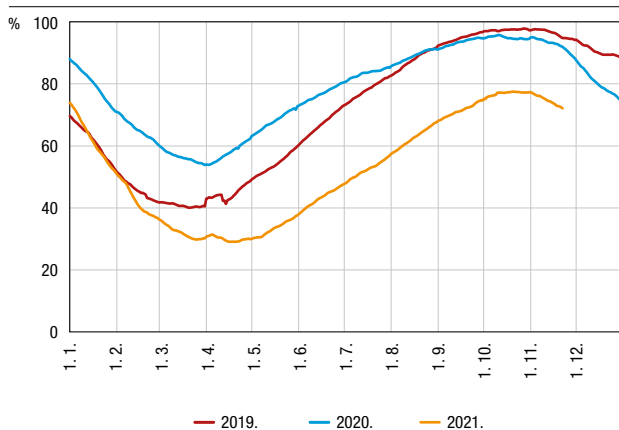
Slika 4. Kretanje cijena prirodnog plina u Europi



Napomena: Cijene su izražene u eurima po megavatsatu (EUR/MWh), a formiraju se na relevantnoj burzi (engl. *Title Transfer Facility*).

Izvor: ICE Exchanges

Slika 5. Udio popunjenosti skladišta prirodnog plina u Europi



Izvor: Gas Infrastructure Europe (GIE)

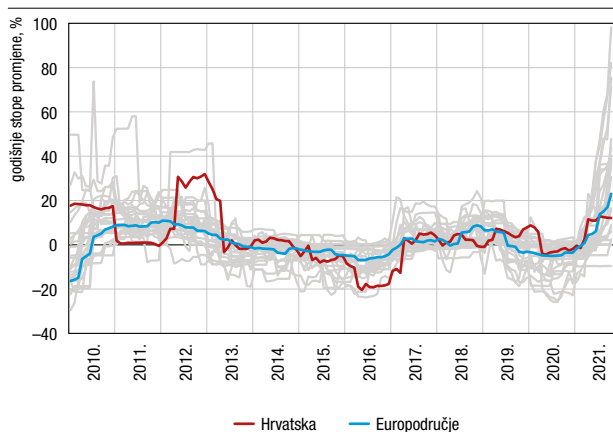
osiguranih zaliha prirodnog plina u Europi.

To je rezultiralo pražnjenjem spremnika diljem kontinenta, koje nije u cijelosti nadoknađeno povećanjem zaliha u ljetnim mjesecima (kada je potražnja za prirodnim plinom znatno manja). Tako su, primjerice, zalihe prirodnog plina u EU-u u rujnu bile popunjene oko 70%, što je ispod prosječne razine popunjenosti od oko 90% u to doba u posljednjih deset godina (Slika 5.). Sporije punjenje zaliha u najvećoj mjeri bilo posljedica faktora na strani ponude, odnosno slabijeg dovoda plina iz Rusije, a to se može povezati s povećanim potrebama za punjenjem spremnika u toj zemlji, ali i mogućom političkom odlukom Rusije, kako bi se ubrzalo aktiviranje Sjevernog toka 2.⁹ Na strani ponude došlo je i do slabijeg dovoda plina iz Norveške i Alžira zbog čega su se smanjile zalihe plina u Europskoj uniji. Osim toga, u pandemijskim uvjetima smanjena su i ulaganja u istraživanje i razvoj plinskih polja. Nadalje, snažno je porasla kineska potražnja za prirodnim plinom, zbog čega Rusija sve više plina prodaje Kini, a sve manje Europi.

Jedan od ključnih faktora za buduće kretanje cijena plina na europskom tržištu trebale bi biti vremenske prilike (tj. intenzitet iduće zime), pa bi se u slučaju blage zime tržište prirodnog plina moglo normalizirati tijekom 2022., a u slučaju duljeg razdoblja hladnijeg vremena pritisak na rast cijena mogao bi se nastaviti. Buduće kretanje cijena plina u znatnoj mjeri ovisit će i o aktiviranju Sjevernog toka 2, odnosno o količinama plina koje će Rusija isporučiti u Europi. U Europskoj komisiji očekuju da bi se veleprodajne cijene prirodnog plina mogle zadržati na visokoj razini tijekom zimskih mjeseci te bi se trebale smanjiti u proljeće 2022.¹⁰ Međutim, cijene plina i tada bi mogle ostati više od prosjeka prethodnih godina.

Prmatraju li se potrošačke cijene plina, vidljivo je da je njihov godišnji rast posljednjih mjeseci niži u Hrvatskoj nego u europodručju (Slika 6.). Pritom je godišnji rast cijena prirodnog plina u listopadu 2021. bio znatno niži u usporedbi s europodručjem, dok je rast cijena ukapljenih ugljikovodika bio nešto izraženiji u Hrvatskoj.^{11, 12}

Slika 6. Kretanje potrošačkih cijena plina godišnje stope promjene



Napomena: Sivom su bojom prikazani podaci za pojedine članice EU-a.

Izvor: Eurostat

⁸ https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2021_10_112_1949.html

⁹ Financial Times, *Why Europe fears a gas crunch even before winter demand begins*; dostupno na: <https://www.ft.com/content/7c31ca15-aa4f-4a52-bb90-ebc1341ed374>

¹⁰ European Commission, *Questions and Answers: Commission Communication on Energy Prices*, Bruxelles, 13. listopada; dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_5202

¹¹ Godišnji rast cijena komponente Prirodni plin iznosio je u europodručju u listopadu 2021. godine 25,1%, a komponente Ukapljeni ugljikovodici (butan, propan i dr.) 21,8%.

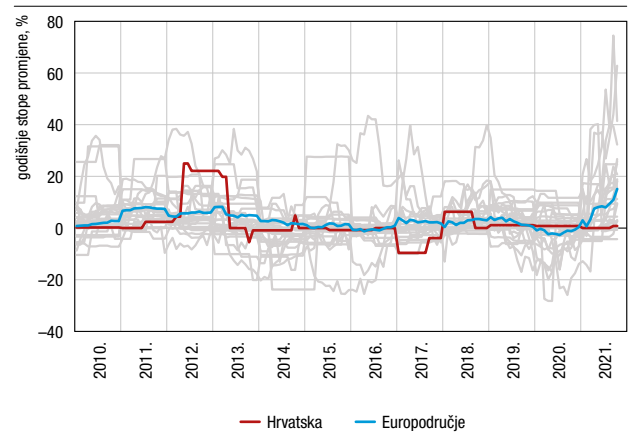
Tako je u listopadu 2021. godišnji rast maloprodajnih cijena plina u Hrvatskoj iznosio 12,1%, a u europodručju 23,0%. Promatrano po pojedinim zemljama članicama europodručja, intenzitet godišnjeg rasta cijena plina bio je vrlo raznolik te je u nekim zemljama bio vrlo visok, primjerice Francuskoj (43,9%), Estoniji (47,8%), Belgiji (75,5%), Grčkoj (82,1%), dok je u drugim zemljama bio relativno nizak, pa čak i negativan, primjerice Njemačkoj (5,8%), Portugalu (7,5%), Sloveniji (8,9%), Slovačkoj (-9,6%). Udio cijena plina u košarici proizvoda za izračun HIPC-a u europodručju je relativno mali te iznosi 1,913%, a u Hrvatskoj je taj udio još nešto niži (1,804%; Slika 2.).¹³

Neujednačeni godišnji rast potrošačkih cijena plina u različitim zemljama posljedica je nekoliko bitnih čimbenika. Između ostalog, različite su stope oporezivanja energenata¹⁴ i stupanj liberalizacije tržišta plina u pojedinim zemljama, a tamo gdje je on veći, izrazitiji je i stupanj prelijevanja rasta cijena na svjetskom tržištu na domaće cijene u usporedbi sa zemljama u kojima se ta cijena administrativno regulira. Uz to, pojedine zemlje samostalno sklapaju dugoročne ugovore o nabavi plina. Osim porasta cijena plina, dodatni je izdatak proizvođačima koji troše puno plina i rast cijena prava na emisiju CO₂, koje su se od početka 2021. udvostručile.¹⁵ Spomenuta kretanja neizravno mogu utjecati na rast potrošačkih cijena, ovisno o tome u kojoj će mjeri proizvođači i trgovci prelići povećane troškove na potrošače.

Razmjerno nizak porast maloprodajnih cijena plina u Hrvatskoj posljedica je metode njihova određivanja. Od onih kućanstava koja su spojena na plinsku infrastrukturu u Hrvatskoj, oko 82% ih koristi javnu uslugu opskrbe prirodnim plinom, a 18% tržišnu uslugu opskrbe. Za određivanje cijene prirodnog plina za javnu opskrbu nadležna je Hrvatska energetska regulatorna agencija (HERA), te se cijena određuje za razdoblje od 1. travnja tekuće godine do 31. ožujka iduće godine. Administrativno regulirana cijena prirodnog plina mijenja se dakle jednom godišnje, i to u travnju. Ako kućanstvo odabere tržišnu uslugu opskrbe, cijena prirodnog plina slobodno se formira na tržišnim osnovama. Komponente cijene prirodnog plina za kućanstva čine trošak nabave, distribucije i opskrbe marže. Vlada RH najavila je kako se administrativno regulirana cijena prirodnog plina za kućanstva neće mijenjati do travnja 2022. godine, a nakon toga cijena prirodnog plina mogla bi porasti (ali zasad nije preciziran iznos toga rasta). Kada je riječ o poduzetnicima koji kupuju prirodni plin od lokalnih opskrbljivača, njegovu cijenu ne regulira država, odnosno HERA, nego cijenu slobodno formira prodavatelj.

Kako se zemlje Europske unije u velikoj mjeri oslanjaju na plin u proizvodnji električne energije, tako se rast cijena plina prelijeva na rast cijene električne energije. Iz Slike 7. vidljivo je znatno ubrzanje godišnjeg rasta cijena električne energije za kućanstva tijekom 2021. godine u europodručju (s 0,4% u prosincu 2020. na 15,1% u listopadu 2021.), dok spomenute cijene u Hrvatskoj stagniraju jer se uglavnom administrativno reguliraju. Međutim, upitno je koliko će se dugo cijena električne energije u Hrvatskoj moći zadržati na trenutačnoj razini, s obzirom na pritiske koji dolaze od rastuće cijene plina. U Hrvatskoj je otprilike polovina proizvodnje električne energije iz obnovljivih izvora (napose je zastupljena hidroenergija), što može djelomično ublažiti potencijalno

Slika 7. Kretanje potrošačkih cijena električne energije godišnje stope promjene



Napomena: Sivom su bojom prikazani podaci za pojedine članice EU-a.
Izvor: Eurostat

poskupljenje električne energije. Također, Hrvatska elektroprivreda (HEP) izvijestila je kako se cijene električne energije za kućanstava u sljedećih nekoliko mjeseci neće mijenjati, ali da su cijene za poduzeća podložnije promjeni tržišnih uvjeta. Tako da bi poduzetnici kojima sada istječu ugovori, struju koja će se trošiti u idućim godinama mogli plaćati po višim cijenama.¹⁶

Stoga će u sljedećem razdoblju cijena električne energije ovisiti i o tome u kojoj će mjeri HEP prelići rast cijena električne energije na veleprodajnom tržištu na svoje korisnike. Što se tiče električne energije, izloženost glavnih opskrbljivača u Hrvatskoj (HEP Elektra d.o.o. i HEP Opskrba d.o.o.) nije velika prema vanjskom tržištu, gdje se kupuje oko 25% električne energije. Dodatno, budući da se znatan dio električne energije proizvodi u hidroelektranama, kretanje cijena električne energije za krajnje potrošače u Hrvatskoj više bi moglo ovisiti o hidrološkim prilikama nego o poskupljenju plina na svjetskom tržištu. Električna energija u Hrvatskoj ima najviši ponder u košarici dobara za izračun HIPC-a među zemljama Europske unije (Slika 2.). Tako udio električne energije u košarici za izračun HIPC-a u Hrvatskoj iznosi 5,176%, dok je u europodručju taj udio znatno manji (2,875%). Činjenica da cijene električne energije imaju veliko značenje u košarici dobara kućanstva u Hrvatskoj, upućuje na potencijalne inflacijske pritiske koji bi mogli dolaziti od ove komponente.

Iz prethodne je analize vidljivo da godišnji rast cijena prirodnog plina i napose električne energije u 2021. zaostaje za rastom tih cijena za kućanstva na razini europodručja. Uz to, Vlada RH najavila je da se može računati da se spomenute cijene neće povećavati do ožujka 2022., a u razdoblju nakon toga moguć je njihov porast, što je znatan rizik za HNB-ovu aktualnu projekciju inflacije potrošačkih cijena. Kako bi se kvantificirali navedeni rizici, napravljena je simulacija izravnog utjecaja hipotetskog povećanja potrošačkih cijena plina i električne energije u travnju

Tablica 1. Osnovni i alternativni scenarij projekcije inflacije potrošačkih cijena za 2022.

Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	2022.
Osnovni scenarij projekcije, prosinac 2021.	2,4
Alternativni scenarij projekcije, prosinac 2021.: uz hipotetsko 10%-tno poskupljenje električne energije i plina	3,0

Izvor: Izračun HNB-a

12 Godišnji rast cijena komponente Prirodni plin iznosio je u Hrvatskoj u listopadu 2021. godine 8,6%, dok je godišnji rast komponente Ukapljeni ugljikovodici (butan, propan i dr.) bio znatno viši (28,2%). Cijene spomenutih dviju komponentata u Hrvatskoj formiraju se na različiti način.

13 Promatrano po komponentama udio Prirodnog plina iznosi 1,478%, a udio Ukapljenih ugljikovodika 0,326%.

14 Primjerice, u zemljama u kojima je cijena energenata u manjoj mjeri opterećena indirektnim porezima (trošarine), prelijevanje je povećanja veleprodajne cijene na krajnju cijenu za potrošače izrazitije.

15 <https://www.vecernji.hr/biznis/divljaju-cijene-emisija-co2-prjava-industrija-trazi-pomoc-1528273>

16 <https://hr.n1info.com/vijesti/kome-ce-u-hrvatskoj-poskupjeti-struja/>

2022. na prognozirano prosječnu godišnju stopu ukupne inflacije u 2022. (mjerenu IPC-om; Tablica 1.). Tako se pokazalo da bi u slučaju hipotetskog 10%-tnog poskupljenja obaju energenata (te uz pretpostavku nepromijenjenih ostalih faktora te uzevši u obzir

samo izravne učinke spomenutog povećanja cijena) projekcija prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena u 2022. mogla biti viša za 0,6 postotnih bodova u odnosu na tekuću projekciju HNB-a te iznositi oko 3,0%.

Okvir 3. Percepcija inflacije u Hrvatskoj

U ovoj se godini inflacija potrošačkih cijena, nakon višegodišnjeg razdoblja tijekom kojeg su cijene rasle sporije od dugoročnog prosjeka, ponovno ubrzala i tako se našla u fokusu medija i šire javnosti. Opći je dojam pritom da je inflacija izrazito visoka i da je porast inflacije kakvu percipiraju potrošači snažniji od onoga na koji upućuje službena statistika cijena koju objavljuje Državni zavod za statistiku. U ovom okviru, na osnovi podataka iz Ankete o pouzdanju potrošača, stoga se prvo analizira dinamika percipirane inflacije u Hrvatskoj, a zatim uzroci recentnog razmimoilaženja u percipiranim i ostvarenim stopama potrošačke inflacije. Rezultati analize pokazuju kako je percepcija inflacije pretežito vezana uz kretanja cijena energenata i prehrane, za koje je u recentnom razdoblju i zabilježen najveći rast, dok promjene preostalih komponenata inflacije (cijena usluga i industrijskih proizvoda) potrošači gotovo i ne primjećuju.

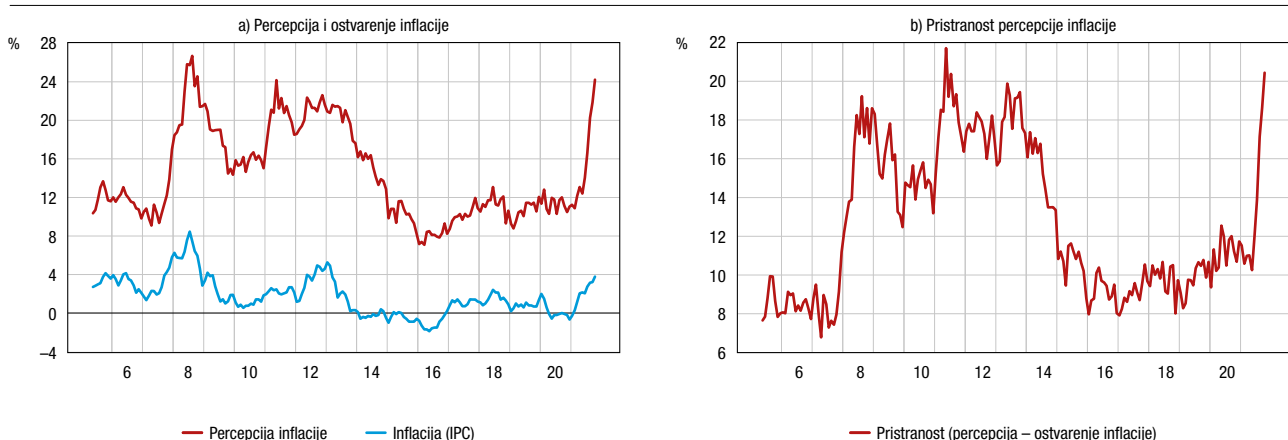
Percepcija inflacije izrazito je važna nositeljima monetarne politike jer je usko vezana uz formiranje očekivanja o budućoj inflaciji, koja su naposljetku važna determinanta budućih ostvarenja inflacije. Kako bi se kvantificirala percipirana inflacija u Hrvatskoj, analizirani su odgovori iz Ankete o pouzdanju potrošača, koja na uzorku od 1000 ispitanika svakog mjeseca daje korisne informacije o subjektivnoj ocjeni promjene cijena u proteklih 12 mjeseci – percipiranoj inflaciji.¹⁷ Iz Slike 1., koja uspoređuje prosječnu percipiranu s ostvarenom potrošačkom inflacijom, može se zaključiti da ispitanici u prosjeku vrlo dobro uočavaju smjer kretanja inflacije (usporevanje ili ubrzavanje), ali da postoji značajna pristranost u percepciji inflacije – ona je naime neprekidno značajno viša od ostvarene stope inflacije.¹⁸ U posljednjih nekoliko mjeseci percipirana je inflacija tako snažno porasla i sada premašuje 24%, što je znatno više od ostvarenih stopa potrošačke inflacije od otprilike 3,8% u listopadu. Osim toga,

prosječna percepcija inflacije raste neuobičajeno brzo u odnosu na ostvarenu inflaciju i poprima vrijednosti koje su se bilježile u razdobljima kada je inflacija iznosila otprilike 7% do 8% na godišnjoj razini, dakle značajno više nego sada.

Mogući su uzroci uočene pristranosti percipirane inflacije brojni. U prvom redu relativna važnost koju pri formiranju odgovora na anketno pitanje o percepciji inflacije potrošači dodjeljuju cijenama pojedinih dobara i usluga (subjektivni ponderi) ne mora biti istovjetna onoj kojom se DZS služi pri izračunu službenog indeksa cijena i dobivena je iz strukture potrošnje kućanstava (objektivni ponderi). Osim toga, uz kretanje cijena pojedinih dobara i usluga koji ulaze u indeks potrošačkih cijena (IPC) potrošači pri formiranju mišljenja o promjeni razine cijena u obzir također mogu uzimati kretanja cijena nekretnina, vrijednosnica i ostale imovine koji ne ulaze u konstrukciju IPC-a.

Kako bi se odredilo što generira percepciju inflacije, tj. njezine subjektivne determinante, analizirana je veza percipirane odnosno ostvarene inflacije s pet glavnih podagregata ostvarene inflacije – energijom, neprerađenim prehrambenim proizvodima, prerađenim prehrambenim proizvodima, industrijskim proizvodima bez prehrane i energije te uslugama. Na temelju dviju jednostavnih ekonometrijskih specifikacija izračunati su ponderi pojedinih komponenata (regresijski koeficijenti) te relativna važnost svakog od pet podagregata za ukupnu varijabilnost ostvarene i percipirane inflacije (doprinos svake varijable R^2 statistici). Bitno je pritom istaknuti da procijenjeni regresijski koeficijenti uz pojedine podagregate inflacije ne odražavaju nužno njihovu važnost za ukupnu inflaciju, već predstavljaju pondere uz koje oni ulaze u izračun ukupne inflacije. Primjerice, energija ima relativno malen ponder u inflaciji (otprilike 15%), no zbog svoje izrazite kolebljivosti ima dvostruko veću važnost za njezina ukupna kretanja

Slika 1.

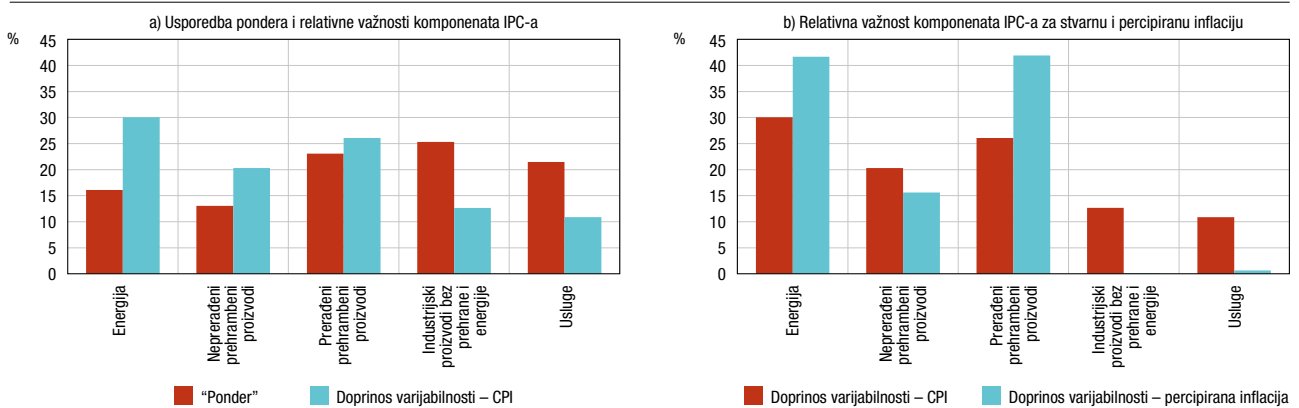


Izvori: DZS; Ipsos; izračun HNB-a

17 Anketu o pouzdanju potrošača za HNB provodi agencija Ipsos. Iz navedene ankete analizirana je distribucija odgovora na pitanje 5.1, u kojem se od ispitanika traži kvantifikacija (u postotnim bodovima) promjene razine cijena u proteklih 12 mjeseci, dakle percepcija tekuće stope godišnje inflacije.

18 Percepcija inflacije na Slici 1.a. prikazuje vagani prosjek odgovora, pri čemu su iz analize isključene ekstremne vrijednosti (percepcija inflacije iznad 90%).

Slika 2.



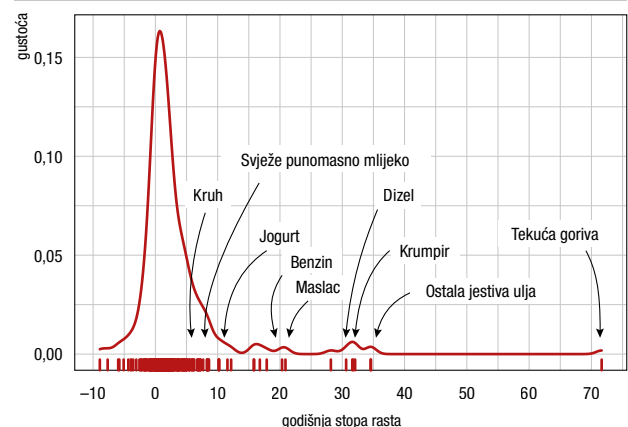
Napomena: Regresijski model procijenjen je metodom najmanjih kvadrata uz uvjet nenegativnosti parametara. Doprinos varijabilnosti jest relativna važnost pojedinih komponenata IPC-a u objašnjavanju inflacije i percipirane inflacije, a računa se kao prosječni doprinos R^2 -statistici. Ponder na slici jest prosječni udio pet potkomponentata u IPC-u – koliki je udio u prosječnoj košarici svake komponente. Za detalje o izračunu relativne važnosti vidi R. H. Lindeman, P. F. Merenda i R. Z. Gold (1980.): *Introduction to Bivariate and Multivariate Analysis*, Scott, Foresman, Glenview, IL.

Izvori: DZS; Ipsos; izračun HNB-a

i objašnjava otprilike 30% ukupne varijabilnosti inflacije (Slika 2.a.). Može se stoga pretpostaviti da energija ima vrlo bitnu ulogu u formiranju percepcije potrošačke inflacije. Glede odrednica percepcije inflacije, pokazuje se da je ona zaista pretežito vezana uz kretanja kolebljivih komponenata inflacije – cijena energenata i prehrane, dok promjene manje kolebljivih komponenata inflacije, poput usluga i cijena industrijskih proizvoda, potrošači u prosjeku gotovo i ne primjećuju (Slika 2.b). Ipak, treba napomenuti da ovakav jednostavni model, koji u svrhu objašnjavanja percepcije inflacije u obzir uzima samo pet relativno grubih podagregata potrošačke inflacije, uspijeva objasniti tek otprilike dvije trećine kretanja percipirane inflacije, što upućuje na to da je ovakva razina dezagregacije u određenoj mjeri pregruba i da uzroke povećane percepcije inflacije treba tražiti na razini pojedinog proizvoda.

U tom kontekstu prevladava mišljenje da je percepcija inflacije trenutno visoka zato što pretežno rastu cijene upravo onih proizvoda i usluga koji se često konzumiraju i plaćaju izravno "iz džepa". Promjene cijena takvih dobara i usluga potrošači redovito primjećuju, neovisno o njihovoj često niskoj zastupljenosti u ukupnoj potrošačkoj košarici, a posebice onda kada su te promjene značajne. Za bolju ilustraciju ovog navoda na Slici 3. prikazana je razdioba stopa promjene cijena svih proizvoda (252) prema klasifikaciji ECOICOP, koju primjenjuje DZS pri konstrukciji službenog indeksa potrošačke inflacije. Važna je karakteristika rasta potrošačkih cijena u recentnom razdoblju ta da neobičajeno snažno rastu cijene nekih esencijalnih prehrambenih

Slika 3. Razdioba stopa rasta komponenata inflacije (HIPC) u listopadu 2021.



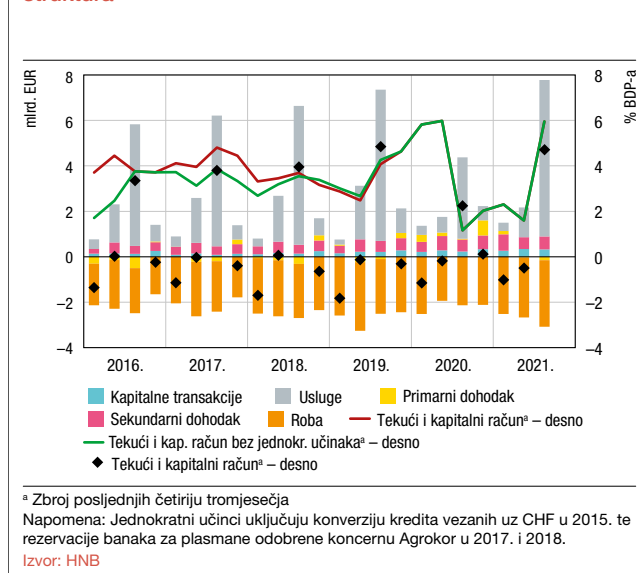
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

proizvoda poput suncokretova ulja (na slici označena kao Ostala jestiva ulja), mlijeka i mliječnih proizvoda, kruha, krumpira te goriva za automobile (benzin, dizel). Svi ti proizvodi pripadaju kategorijama koje, prema prethodno pokazanom (Slika 2.b.), najviše utječu na potrošačku percepciju inflacije.

6. Tekući i kapitalni račun platne bilance

Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u trećem se tromjesečju 2021. više nego udvostručio u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine te se gotovo u potpunosti približio ostvarenju iz rekordne 2019. godine. To je ponajprije rezultat rasta neto izvoza usluga zahvaljujući snažnom oporavku prihoda od turizma. Rastu viška pridonio je i neto priljev na osnovi osobnih transfera i neto transakcija s proračunom EU-a. Nasuprot tome, nastavilo se produbljivanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom. Iako u manjoj mjeri, rast viška na tekućem i kapitalnom računu ublažio je i rast dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednja četiri tromjesečja, višak na tekućem i kapitalnom računu u razdoblju do kraja rujna 2021. iznosio je 6,0% BDP-a, u odnosu na 2,0% BDP-a ostvarenih u cijeloj 2020. godini (Slika 6.1.).

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



Vanjska trgovina i konkurentnost

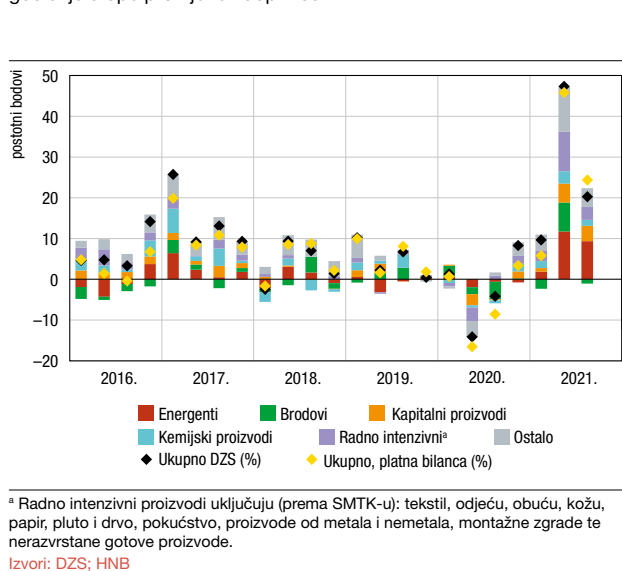
Nakon snažnog rasta ukupnoga robnog izvoza (za 24,3%) i uvoza (za 20,5%) u prvoj polovini 2021., u trećem se tromjesečju nastavila slična dinamična godišnje stope rasta robnog izvoza, a rast robnog uvoza primjetno se ubrzao. Tako se prema podacima platne bilance¹⁹ robni izvoz u trećem tromjesečju 2021. na godišnjoj razini povećao za 24,4%, a ukupan robni uvoz za 29,4%. Zbog bržeg rasta robnog uvoza od rasta izvoza i znatno veće uvozne baze, zabilježen je izrazito snažan porast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom (za 36,8%). Visoke stope rasta robnog izvoza i uvoza tek su manjim dijelom rezultat pozitivnog učinka baznog razdoblja, a u znatno većoj mjeri odražavaju oporavak domaće i inozemne potražnje, djelomično uspostavljanje dobavnih lanaca, snažniji oporavak prerađivačke industrije u odnosu na uslužni sektor te primjetan rast cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Utjecaj spomenutih činitelja posebno je vidljiv usporede li se recentna ostvarenja robne

19 Prema podacima DZS-a ukupan robni izvoz u trećem se tromjesečju 2021. povećao za 20,3%, ukupan robni uvoz za 27,1%, a manjak za 40,6% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. O razlikama u obuhvatu robne razmjene prema podacima platne bilance i DZS-a vidi Okvir 5. Kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom prema platnobilančnim podacima, MKP broj 2, srpanj 2017.

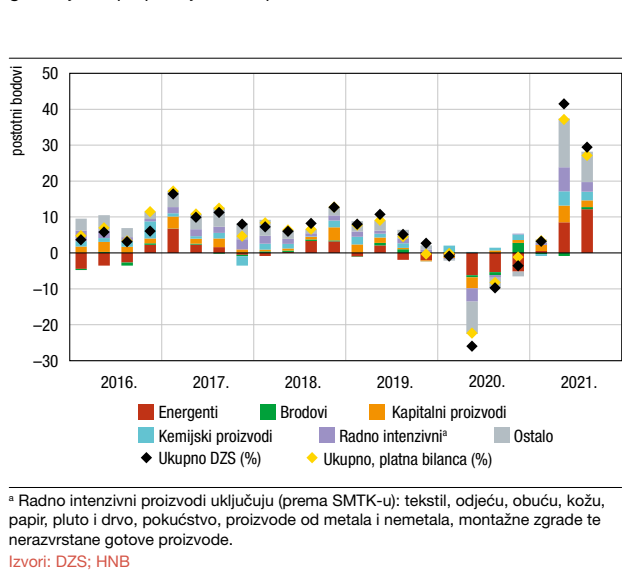
razmjene s pretkriznim razdobljem. Tako je ukupan robni izvoz u trećem tromjesečju 2021. bio veći za 13,7%, uvoz za 16,8%, a manjak za 21,2% u odnosu na isto razdoblje 2019. godine. Promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom u razdoblju do kraja rujna 2021. iznosio je 18,3% BDP-a, što je za 1,0 postotni bod više u odnosu na cijelu 2020. godinu.

Detaljni podaci DZS-a pokazuju da, osim što je bio snažan, rast je ukupnoga robnog izvoza u trećem tromjesečju 2021. bio izrazito široko rasprostranjen među proizvodnim kategorijama (Slika 6.2.), pri čemu se posebno ističe rast izvoza svih vrsta energenata, a poglavito električne energije u Sloveniju, potom nafte i naftnih derivata u Bosnu i Hercegovinu te zemnog i industrijskog plina u Mađarsku. Osim toga, primjetno se povećao izvoz kapitalnih proizvoda (posebno električnih strojeva, aparata i uređaja u Njemačku i Austriju) te proizvoda metalske industrije (u Italiju, Njemačku i Sloveniju). Nasuprot tome, smanjio se

Slika 6.2. Robni izvoz
godišnje stope promjene i doprinosi



Slika 6.3. Robni uvoz
godišnje stope promjene i doprinosi

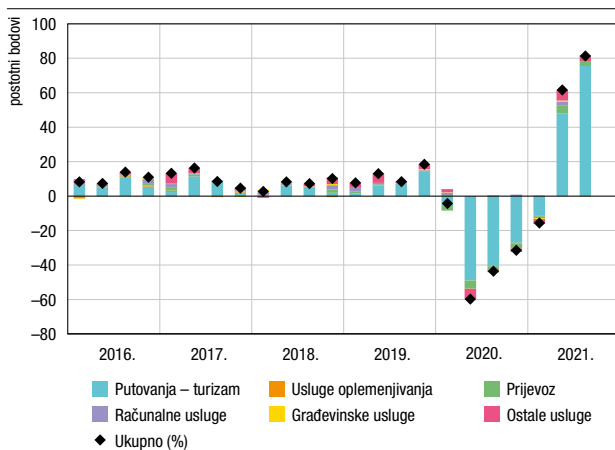


izvoz cestovnih vozila (u Njemačku i Sloveniju) te ostalih prijevoznih sredstava (uglavnom brodova u Kanadu).

Kao i kod izvoza, rast na strani robnog uvoza također je bio široko rasprostranjen (Slika 6.3.), uz snažan doprinos rasta uvoza svih vrsta energenata (nafta i naftnih derivata iz Rusije, zemnog i industrijskog plina iz SAD-a i Kina te električne energije iz Mađarske), potom proizvoda metalske industrije iz Italije i Slovenije te ostalih kemijskih proizvoda (isključujući medicinske i farmaceutske proizvode) iz Bugarske i Njemačke. Osim toga, povećao se uvoz cestovnih vozila (iz Njemačke, Mađarske i Francuske), zatim nekih vrsta kapitalnih proizvoda (ponajviše električnih strojeva, aparata i uređaja iz Kine) te prehrambenih proizvoda (osobito povrća i voća iz Nizozemske, Italije i Slovenije). Istodobno se smanjio uvoz medicinskih i farmaceutskih proizvoda (iz Belgije).

Za razliku od robne razmjene s inozemstvom, neto izvoz usluga snažno se povećao zahvaljujući izraženom oporavku turističke potrošnje stranih gostiju nakon snažnog pada u istom razdoblju prethodne godine (Slika 6.4.). Prihodi od turizma u trećem su se tromjesečju 2021. udvostručili u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, čime su ujedno blago (za 2,2%)

Slika 6.4. Izvoz usluga
godišnje stope promjene i doprinosi



Izvor: HNB

premašili ostvarenje iz rekordne 2019. godine. U skladu s tim, promatraju li se kumulativna ostvarenja u posljednjih godinu dana, višak u međunarodnoj razmjeni usluga primjetno se povećao s 10,5% BDP-a u 2020. na 16,6% BDP-a u razdoblju do kraja rujna 2021. godine. Više o recentnim ostvarenjima u turizmu vidi u Okviru 4. Što se krije iza iznenađujućeg oporavka hrvatskog turizma?

Nominalni efektivni tečaj kune kao i realni efektivni tečaj uz potrošačke cijene bili su stabilni tijekom 2021., a realni efektivni tečaj uz proizvođačke cijene blago je aprecirao. Realni efektivni tečajevi uz jedinične troškove rada u ukupnom gospodarstvu i prerađivačkoj industriji snažno su deprecirali u prvoj polovini godine, čime su se vratili na razinu prije izbijanja pandemije (Slika 6.5.).

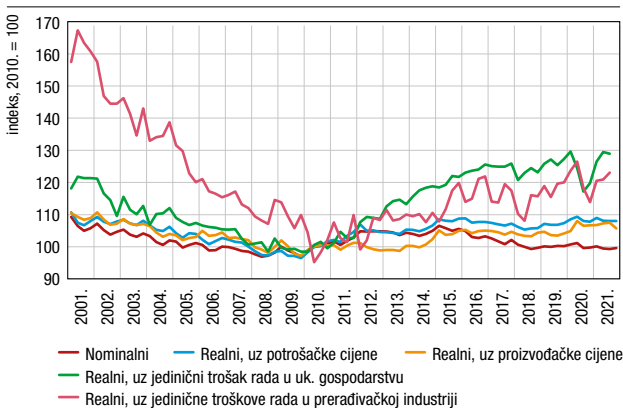
Dohoci i transakcije s EU-om

Saldo na računu primarnog dohotka u trećem se tromjesečju 2021. primjetno pogoršao u odnosu na isto razdoblje prethodne godine kao posljedica daljnjeg rasta manjka na osnovi dohotka od vlasničkih ulaganja (Slika 6.6.), što odražava rast profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Time se nastavio trend oporavka dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu, koji se bilježi od početka godine. U skladu s tim ukupna je dobit banaka i poduzeća u stranom vlasništvu u prvih devet mjeseci 2021. premašila ostvarenja iz 2019. godine.

Neto prihodi iz transakcija s proračunom EU-a u trećem su tromjesečju 2021. porasli u odnosu na isto razdoblje prethodne godine zahvaljujući intenzivnijem korištenju sredstava iz fondova EU-a koje je nadmašilo porast iznosa uplata u zajednički proračun, pa se pozitivan saldo neto transakcija s proračunom EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, povećao s 3,7% BDP-a na kraju 2020. na 3,9% BDP-a, koliko je iznosio krajem rujna 2021. godine (Slika 6.7.). Promatrajući strukturu prirasta korištenja sredstava iz fondova EU-a u trećem tromjesečju 2021., veći se dio odnosio na sredstva kapitalne nego tekuće namjene, pri čemu je više sredstava raspoređeno državi nego ostalim domaćim sektorima.

Neto priljev ostalih dohodaka, koji isključuju dohotke od vlasničkih i dužničkih ulaganja te transakcije s proračunom EU-a, također se u trećem tromjesečju 2021. povećao u odnosu na isto razdoblje 2020. kao rezultat rasta neto prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu i neto prihoda od osobnih transfera (Slika 6.8.).

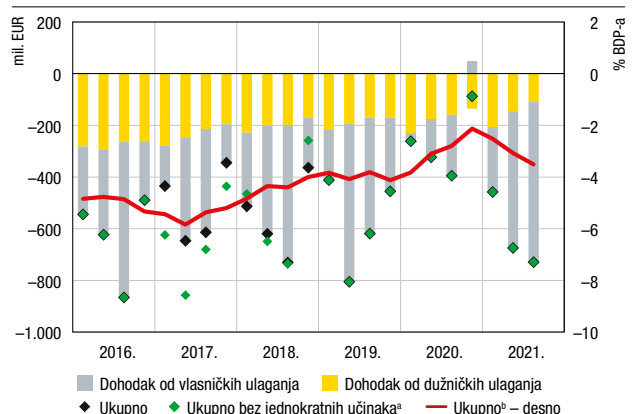
Slika 6.5. Nominalni i realni efektivni tečajevi kune



Napomena: Pad indeksa označuje efektivnu aprecijaciju kune. Podaci za četvrto tromjesečje 2021. kod nominalnog tečaja odnose se na listopad i studeni, a kod realnog tečaja uz potrošačke i proizvođačke cijene odnose se na listopad.

Izvor: HNB

Slika 6.6. Dohoci od ulaganja

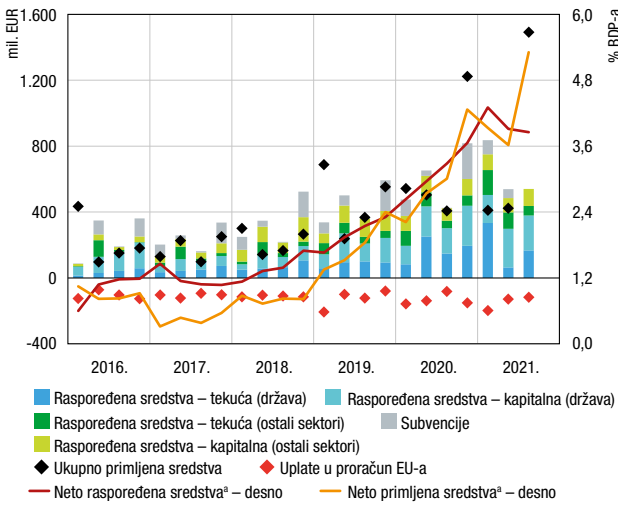


^a Jednokratni učinci uključuju konverziju kredita vezanih uz švicarski franak u 2015. te rezervacije banaka za kredite odobrene koncernu Agrokor u 2017. i 2018.

^b Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, isključujući jednokratne učinke

Izvor: HNB

Slika 6.7. Transakcije s proračunom EU-a

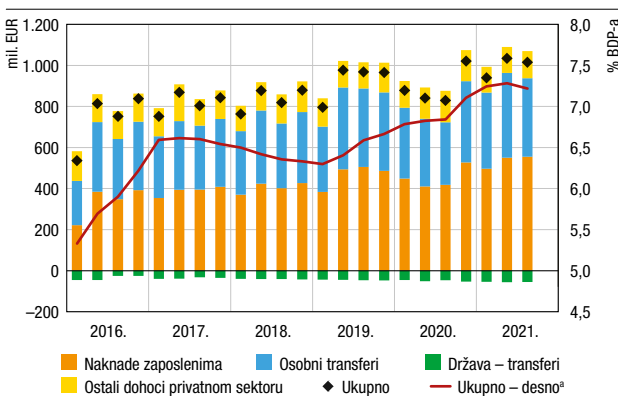


^a Zbroj posljednjih četiriju tromjesečja

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

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

Projicirana kretanja

Višak na tekućem i kapitalnom računu u cijeloj bi se 2021. mogao povećati na 4,6% BDP-a, odnosno mogao bi biti znatno veći od ostvarenja u prethodnoj godini kada je iznosio 2,0% BDP-a. Naime, veći neto izvoz usluga (poglavito usluga putovanja) te, u znatno manjoj mjeri, snažniji neto priljev osobnih doznaka i korištenja sredstava iz fondova EU-a mogli bi više nego nadomjestiti rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom i rast profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. U posljednjem se tromjesečju 2021. očekuje znatno pogoršanje salda na tekućem i kapitalnom računu u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, čemu bi najviše moglo pridonijeti daljnje produblivanje manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom zbog primjetno bržeg rasta robnog uvoza od rasta izvoza. Međutim, time bi se mogao tek djelomično ublažiti snažan rast viška na

tekućem i kapitalnom računu ostvaren u ranijem dijelu godine.

Rast neto izvoza usluga, zbog oporavka prihoda od turizma, glavni je činitelj ocijenjenog povećanja viška na tekućem i kapitalnom računu u 2021. godini. Zbog iznimno povoljnih ostvarenja u dosadašnjem dijelu godine, posebno u mjesecima glavne turističke sezone, prihodi od turističke potrošnje stranih gostiju mogli bi u cijeloj 2021. dosegnuti 87% razine iz rekordne 2019. godine.

Kada je riječ o robnoj razmjeni s inozemstvom, očekuje se nastavak rasta manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, koji je bio privremeno prekinut u prethodnoj godini. Pritom bi izvoz, uvoz i manjak u robnoj razmjeni mogli znatno nadmašiti pretkrižnu razinu već u 2021. godini. Unatoč iznimno povoljnim ostvarenjima u dosadašnjem dijelu godine, u posljednja se tri mjeseca 2021. očekuje primjetno usporavanje rasta robnog izvoza, prije svega kao posljedica usporavanja dinamike gospodarskog oporavka kod glavnih vanjskotrgovinskih partnera i poremećaja u globalnim lancima opskrbe.

Rastu viška na tekućem i kapitalnom računu, iako u znatno manjoj mjeri od rasta neto izvoza usluga, mogao bi pridonijeti i snažniji neto priljev osobnih doznaka iz inozemstva, kao i snažnije korištenje sredstava iz fondova EU-a. Pozitivan saldo transakcija s proračunom EU-a mogao bi se tako povećati s 3,7% BDP-a u 2020. na 4,2% BDP-a u 2021. Za razliku od toga, rast viška na tekućem i kapitalnom računu mogao bi ublažiti oporavak dobiti banaka i poduzeća u stranome vlasništvu.

Poglavito zbog nastavka rasta neto izvoza usluga i ubrzanja apsorpcije sredstava iz fondova EU-a, u 2022. očekuje se daljnji rast viška na tekućem i kapitalnom računu, koji bi mogao dosegnuti 5,0% BDP-a. S druge strane, rast viška mogao bi ublažiti daljnji rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, a u znatno manjoj mjeri i rast dobiti domaćih banaka i poduzeća u stranom vlasništvu.

Pozitivnim bi se utjecajem na višak tekućeg i kapitalnog računa u 2022. ponovno mogao isticati veći neto izvoz usluga, zahvaljujući daljnjem oporavku prihoda od turizma, koji bi mogli blago premašiti pretkrižnu razinu. Također se očekuje rast neto izvoza neturističkih usluga, iako u znatno manjoj mjeri u usporedbi s turizmom. Za razliku od toga, zbog usporavanja rasta domaće, ali i inozemne potražnje, intenzitet bi se rasta robne razmjene s inozemstvom mogao primjetno smanjiti, ali pritom bi se nastavio brži rast robnog uvoza od rasta izvoza. Unatoč rastu manjka u robnoj razmjeni, zahvaljujući snažnom rastu neto izvoza usluga, ukupan manjak u razmjeni robe i usluga mogao bi se smanjiti.

Uz robnu razmjenu s inozemstvom, očekuje se povećanje manjka na osnovi dohodaka od ulaganja, zbog rasta profitabilnosti domaćih banaka i poduzeća u vlasništvu nerezidenata. Istodobno bi se neto priljev ostalih dohodaka mogao povećati. To se ponajviše odnosi na daljnje intenziviranje korištenja sredstava iz fondova EU-a, koje najvećim dijelom proizlazi iz snažnijega korištenja sredstava iz novog instrumenta za oporavak (engl. *Next Generation EU*), zatim iz nove financijske perspektive 2021. – 2027., ali i Europskog fonda solidarnosti za obnovu potresom pogođenih područja. Tako bi pozitivan saldo neto transakcija s proračunom EU-a mogao dosegnuti svoj vrhunac od 4,7% BDP-a u 2022. godini. Iako manje izraženo, očekuje se i nastavak rasta prihoda na osnovi naknada zaposlenima u inozemstvu te osobnih transfera.

Projekcija kretanja na tekućem i kapitalnom računu platne bilance izložena je znatnim rizicima i neizvjesnostima. Najizraženiji su rizici vezani uz pretpostavljenu dinamiku oporavka prihoda od turizma, koja u kratkom roku najviše ovisi o epidemiološkoj slici u Hrvatskoj i glavnim emitivnim zemljama. Primjetni su rizici prisutni i u međunarodnoj razmjeni robe, prije svega

povezani s nestašicom nekih od ključnih resursa u proizvodnom procesu. Kretanje cijena energenata i drugih sirovina predstavlja pozitivan i negativan rizik za kretanje viška na tekućem i kapitalnom računu u projekcijskom razdoblju. Isto vrijedi i za izdašna sredstva koja Hrvatskoj stoje na raspolaganju iz fondova EU-a.

Iako bi korištenja sredstava iz fondova EU-a, s jedne strane, mogla premašiti tekuća očekivanja, prisutan je rizik, s druge strane, slabijega korištenja zbog ograničenih apsorpcijskih kapaciteta za povlačenje tako značajnih financijskih sredstava.

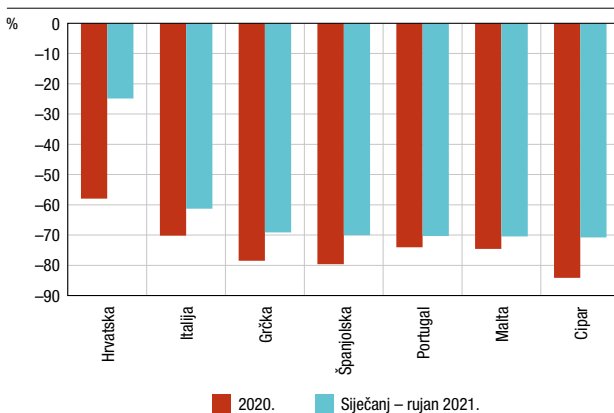
Okvir 4. Što se krije iza iznenađujućeg oporavka hrvatskog turizma?

Hrvatska je tijekom ljetne sezone ostvarila zamjetno povoljnije fizičke i financijske rezultate u turizmu u odnosu na mediteransku konkurenciju kao i na ranija očekivanja. Tome je pridonijela razmjerno povoljna epidemiološka situacija, napredak u cijepljenju stanovništva u glavnim emitivnim tržištima Europske unije, primjena COVID potvrda koje su olakšavale prekogranična turistička putovanja, ali i strukturni činitelji koji su se povoljno odrazili i na kretanja u turizmu i prošle 2020. godine, poput izražene sezonalnosti, geografske blizine i dominantnog oslanjanja putnika na cestovnu infrastrukturu, kao i visokog udjela smještajnih jedinica u privatnome vlasništvu u ukupnim smještajnim kapacitetima. U okviru se stoga analiziraju dostupni fizički i financijski pokazatelji u turizmu te ističu njihove osobine s obzirom na geografsku strukturu i ključna emitivna tržišta.

Iako je turizam globalno gledano bio među pandemijom najteže pogođenim djelatnostima, hrvatski je turistički sektor u 2020. pokazao visok stupanj otpornosti. Hrvatska je tako u prošloj godini ostvarila najmanju kontrakciju fizičkih i financijskih pokazatelja u usporedbi s mediteranskim konkurentima, čemu je pridonio niz činitelja, među kojima su se isticali razmjerno povoljna epidemiološka situacija tijekom ljetne sezone, blizina glavnih emitivnih tržišta i znatno veći udio privatnih smještajnih jedinica.²⁰

U ovoj se godini zbog niza razloga očekivao djelomičan oporavak turističkih tokova u svim mediteranskim zemljama, pa tako i u Hrvatskoj. Takvim je očekivanjima u prilog išao zamah procesa cijepljenja stanovništva u zemljama Europske unije i primjena COVID potvrda koje su uvelike olakšale prekogranična putovanja.

Slika 1. Stopa promjene ostvarenog broja noćenja stranih gostiju u odnosu na usporedivo razdoblje iz 2019. godine



Napomena: Podaci za Italiju i Maltu za 2021. odnose se na prvih osam mjeseci. Podaci za Cipar za 2021. prikazuju dolaske stranih gostiju i odnose se na prvih sedam mjeseci.

Izvori: Eurostat; nacionalni statistički uredi

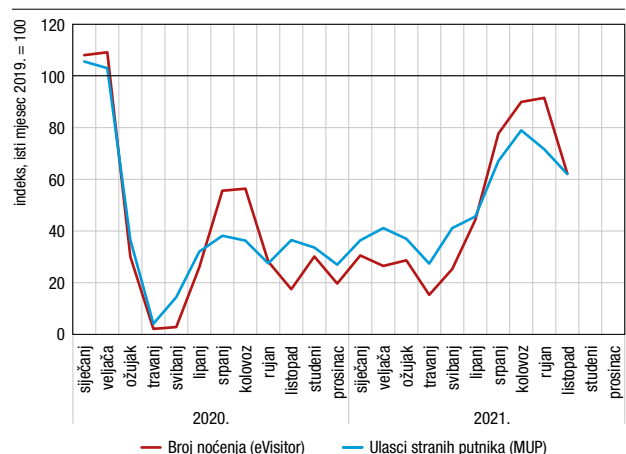
Iako su očekivanja u vezi s turističkim kretanjima za 2021. zbog navedenih razloga bila povoljna, recentna ostvarenja znatno su ih nadmašila, pri čemu se Hrvatska ponovno ističe kao zemlja s najboljim rezultatima na mediteranskom tržištu. Glavna konkurentska tržišta u prva tri tromjesečja 2021. zastala su na 30% do 40% fizičkih pokazatelja iz prethodnog razdoblja, a Hrvatska je dosegla 75% ostvarenja iz istog razdoblja 2019. (Slika 1.). Povoljnim kretanjima u Hrvatskoj u 2021. pogodovali su isti strukturni činitelji koji su podržali dobra ostvarenja u prethodnoj godini, razmjerno povoljnija epidemiološka situacija u odnosu na većinu konkurenata, sve više cijepljenih građana u emitivnim tržištima i uvođenje potvrda koje su olakšavale turistička putovanja.

Ostvarenja fizičkih pokazatelja tijekom prve polovine godine bila su razmjerno slaba, što je pratilo snažno intenziviranje tijekom ljetnih mjeseci. Tako su u kolovozu, prema podacima iz sustava eVisitor, ostvarena noćenja u komercijalnim smještajnim kapacitetima dosegla 90% razine iz kolovoza 2019. godine (Slika 2.). Osim što je oporavak turizma bio vremenski neujednačen tijekom godine, primjetne su zamjetne razlike u njegovoj dinamici promatraju li se emitivna tržišta ili geografska distribucija.

Kao što je bio slučaj i u 2020. godini, najmanji su kumulativni pad fizičkih pokazatelja u prvih deset mjeseci 2021. zabilježili gosti iz zemalja koje se nalaze u neposrednoj blizini Hrvatske, odnosno zemlje čiji se gosti pretežno koriste cestovnim prijevozom kao načinom dolaska u Hrvatsku (Slika 3.). To se u prvom redu odnosi na Poljsku, Njemačku, Češku, Mađarsku, Sloveniju i Austriju. S druge strane, iako su rezultati bili povoljniji nego prošle godine, i dalje su zabilježeni znatni minusi u odnosu na rekordna ostvarenja iz 2019. kada je riječ o udaljenijim tržištima (poput Ujedinjene Kraljevine ili skandinavskih zemalja), a čiji su dolasci više vezani uz zračni prijevoz.

Dinamika turističke aktivnosti znatno se razlikovala i na

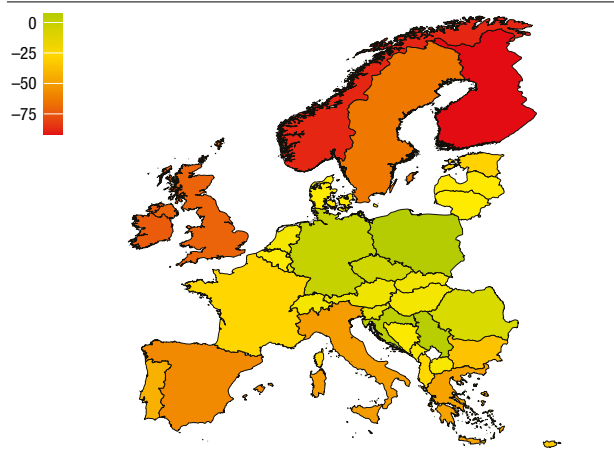
Slika 2. Odabrani fizički pokazatelji u Hrvatskoj



Izvori: eVisitor; MUP

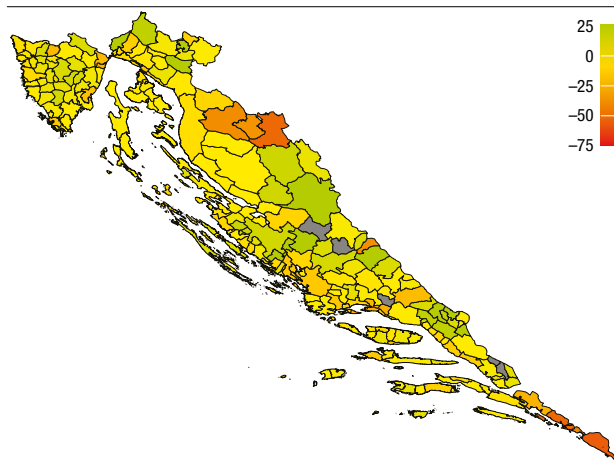
20 Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 9, Okvir 1. Turizam u doba pandemije, dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/3398618/hMKP_09.pdf/e4be4797-27b9-1592-f928-1faac7aad91

Slika 3. Stopa promjene broja noćenja prema emitivnom tržištu u prvih deset mjeseci 2021. u odnosu na isto razdoblje 2019.



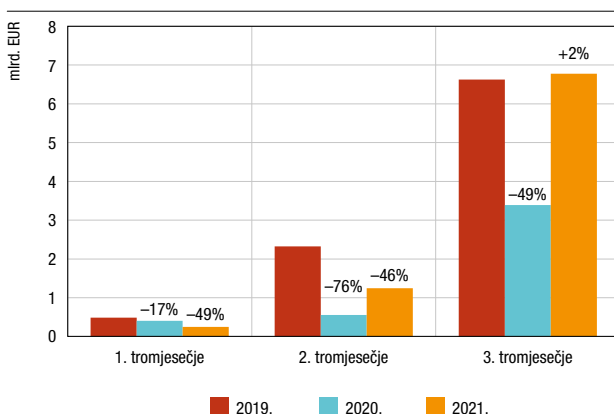
Izvori: eVistor; HTZ

Slika 4. Stopa promjene broja noćenja u pojedinim općinama u prvih deset mjeseci 2021. u odnosu na isto razdoblje 2019.



Izvori: eVistor; HTZ

Slika 5. Kretanje prihoda od turističke potrošnje stranih gostiju u Hrvatskoj



Napomena: Postoci naznačeni na grafu odnose se na pad/rast prihoda u referentnom tromjesečju u odnosu na isto razdoblje 2019.

Izvor: HNB

regionalnoj razini (Slika 4.). Najmanjim stopama pada broja noćenja inozemnih gostiju izdvajale su se tako općine u kojima u strukturi prevladavaju inozemni gosti koji se oslanjaju na cestovnu infrastrukturu. Posebno se to odnosi na općine iz Primorsko-goranske, Istarske i Zadarske županije. Najlošija su ostvarenja zabilježile općine s krajnjeg juga, koje se većinom oslanjaju na goste koji se koriste zrakoplovnim prijevozom.

Financijski pokazatelji turizma, odnosno prihodi od turističke potrošnje stranih gostiju u Hrvatskoj, bili su povoljniji nego što upućuju fizički pokazatelji. Pritom su pokazatelji za prvo tromjesečje tekuće godine još uvijek bili slabiji nego u istom razdoblju prošle godine s obzirom na to da je pandemija u Hrvatskoj i ostatku Europe započela sredinom ožujka 2020. No, budući da se u prva tri mjeseca kalendarske godine ostvaruje samo mali dio ukupnih godišnjih turističkih rezultata, to nije bitno odredilo kretanja na razini cijele godine.

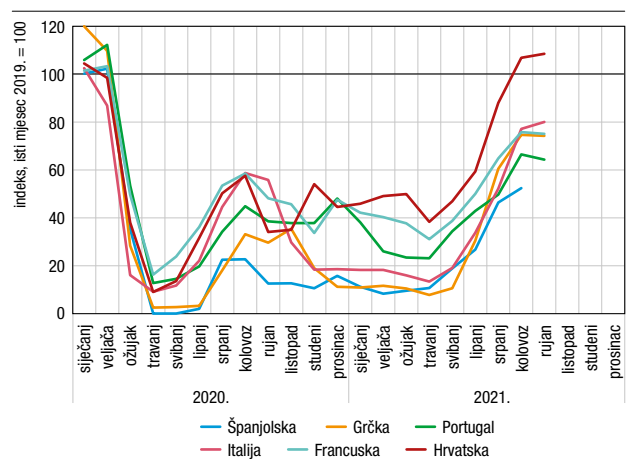
U drugom tromjesečju 2021. pad prihoda u odnosu na isto razdoblje 2019. primjetno je manji negoli godinu ranije (46% u odnosu na 76%). Uz procjepljivanje i primjenu sustava COVID potvrda očekivanja HNB-a predviđala su povoljniji rezultat tijekom glavne turističke sezone, uz dostizanje otprilike 80% turističkih prihoda iz trećeg tromjesečja 2019. godine. Ostvarenja su zamjetno nadmašila očekivanja pa je tako prihodu u tri ljetna mjeseca, koji se u 2020. prepolovio na godišnjoj razini, ove godine bio čak 2% veći nego rekordne 2019. godine (Slika 5.).

Ostvarenim financijskim rezultatom u turizmu u cijeloj 2021., a posebno u trećem tromjesečju, Hrvatska još izraženije pozitivno odskoče u odnosu na konkurente, iako je i u ostalim mediteranskim zemljama zabilježena zamjetno manja kontrakcija financijskih pokazatelja u odnosu na one fizičke (Slika 6.).

O visokoj stopi rasta prihoda od turizma u Hrvatskoj ove godine svjedoči niz relevantnih visokofrekventnih financijskih pokazatelja koji su povezani s kretanjima u turizmu. Podaci o iznosima fiskaliziranih računa u djelatnosti ugostiteljstva tako pokazuju da je njihova razina u trećem tromjesečju 2021. bila za 15% viša u odnosu na isto razdoblje 2019. godine (Slika 7.), dok je potrošnja po karticama inozemnog izdavatelja u istom razdoblju porasla za 11,4%. Podaci o ostvarenom prihodu privatnih iznajmljivača preko platforme Airbnb i Vrbo, s druge strane, istodobno upućuju na nešto sporiji oporavak, iako su se i oni kumulativnim rezultatom do kraja rujna približili pretkriznoj razini, a do kraja listopada je nadmašili.

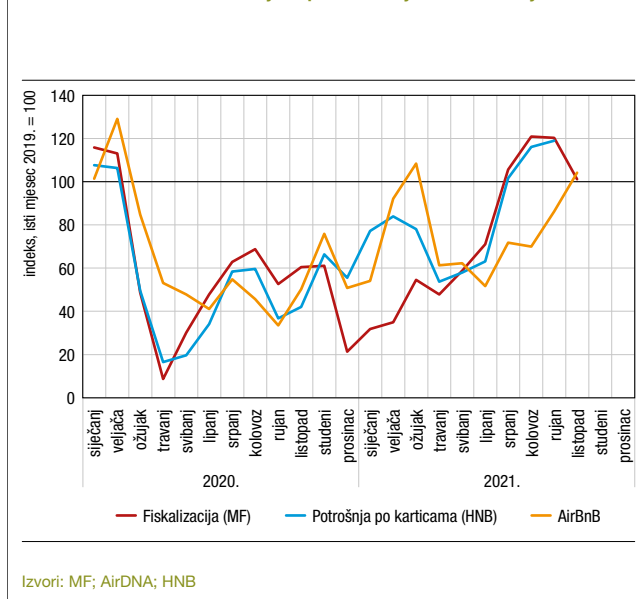
Snažan rast prihoda od turizma zrcali i veću prosječnu

Slika 6. Prihodi od turizma u mediteranskim zemljama

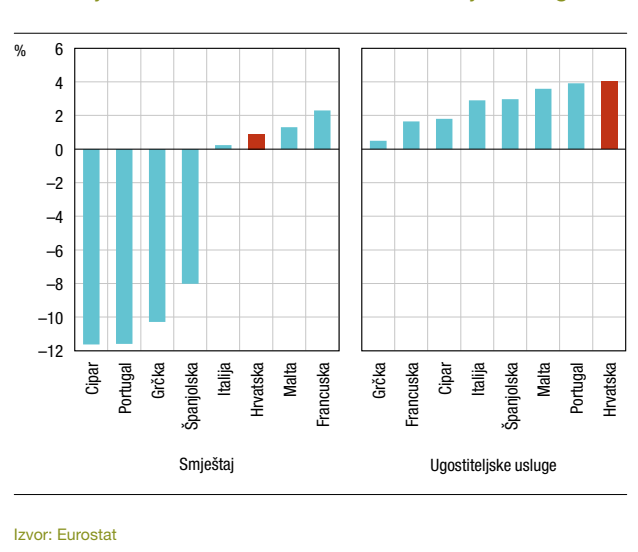


Izvori: HNB; nacionalne središnje banke

Slika 7. Odabrani financijski pokazatelji u Hrvatskoj



Slika 8. Prosječna stopa promjene indeksa potrošačkih cijena u kategoriji smještaja i ugostiteljskih usluga u prvih devet mjeseci 2021. u odnosu na isto razdoblje 2019. godine



potrošnju turističkih posjetitelja u odnosu na razdoblje prije pandemije, što je djelomično uzrokovano rastom cijena. Tako Slika 8. pokazuje da se Hrvatska nalazi u skupini zemalja u kojima je u prvih devet mjeseci 2021. zabilježen rast cijena smještaja u odnosu na 2019. godinu, pri čemu se Hrvatska izdvaja najizraženijim rastom cijena ugostiteljskih usluga. Uz to, izgledna je veća sklonost potrošnji tijekom ljetnih odmora u odnosu na razdoblje prije pandemije, potencijalno zahvaljujući prinudnoj štednji akumuliranoj tijekom pandemije.

Buduća kretanja turističke aktivnosti izložena su brojnim rizicima. Naime, eventualnom normalizacijom globalne

epidemiološke situacije na konkurentnosti bi ponovno mogle dobiti udaljenije i interkontinentalne destinacije (čiji standardni posjetitelji imaju veće dohotke i/ili veću sklonost turističkoj potrošnji). U tom bi scenariju do izražaja mogla doći i strukturna ograničenja domaćega turističkog sektora u obliku ograničenih smještajnih kapaciteta i njihove nepovoljne strukture u odnosu na druge mediteranske zemlje, cjenovnu i necjenovnu konkurentnost te dostupnost kvalitetne radne snage. Stoga normalizacija turističkih tokova nosi i rizik gubitka dijela prednosti koja je do izražaja došla u uvjetima skretanja turističkih tokova prema geografski bliskim lokacijama.

7. Financiranje privatnog sektora

Troškovi financiranja domaćih sektora uglavnom su se smanjivali tijekom druge polovine 2021. godine, pri čemu su neke kamatne stope snižene na dosad najniže razine. Usto, banke su tijekom trećeg tromjesečja intenzivirale ublažavanje standarda odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu. Zaduživanje poduzeća kod banaka prigušeno je, a ukupno financiranje poduzeća na godišnjoj je razini poraslo zbog povećanja domaćeg zaduživanja, prije svega kod HBOR-a i HAMAG BICRO-a, dok se inozemni dug blago smanjio. Kada je riječ o stanovništvu, nakon znatnog usporavanja u prethodnoj godini, godišnji rast plasmana tom sektoru nastavio je jačati, čemu je uglavnom pridonio nastavak višegodišnjeg ubrzavanja stambenoga kreditiranja, a manjim dijelom i blagi oporavak rasta gotovinskih nenamjenskih kredita.

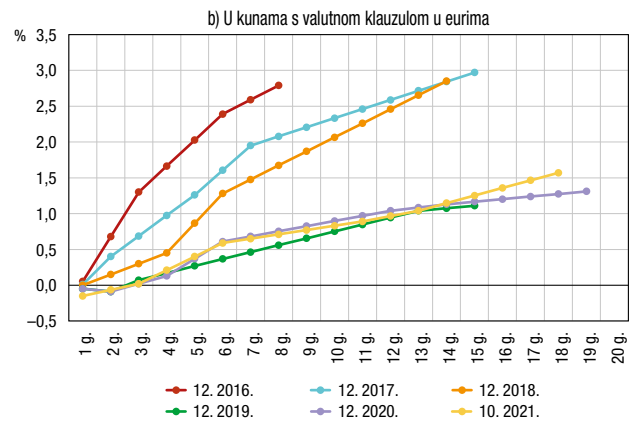
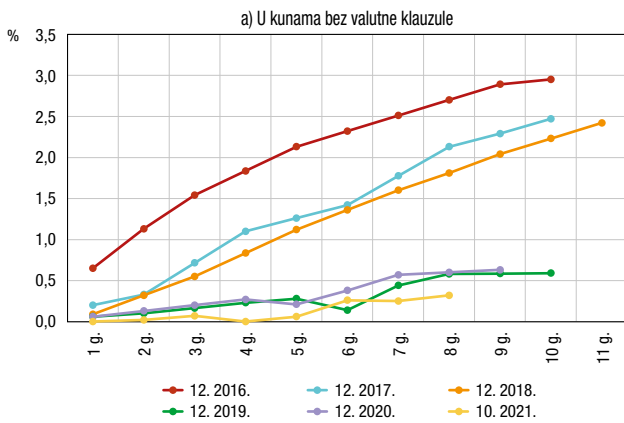
Troškovi zaduživanja države, koji su jedna od odrednica troškova zaduživanja ostalih domaćih sektora, uglavnom su se smanjili u odnosu na kraj prethodne godine. Već iznimno niske kamatne stope na kratkoročno zaduživanje tako su dodatno snižene. Kamatna stopa na jednogodišnje kunske trezorske zapise na domaćem tržištu blago se smanjila s 0,06% krajem prethodne godine na 0,00% u listopadu (Slika 7.1.a), čime je prvi put ostvareno beskamatno financiranje kunkskim dugom. Kamatna stopa na jednogodišnje eurske trezorske zapise u listopadu se također smanjila na dosad najnižu razinu od -0,15% (Slika 7.1.b), a u svibnju 2021. i listopadu 2020. godine iznosila je

-0,05%. Dugoročni prinosi na obveznice države u listopadu su bili blizu razina prije pandemije, pri čemu troškovi dugoročnog financiranja u kunama bez valutne klauzule uglavnom bilježe i povoljnije razine. Nakon izdanja domaćih obveznica početkom srpnja, država tijekom druge polovine godine nije izdavala nove obveznice na domaćem ni na međunarodnom tržištu.

Što se tiče kreditnog rejtinga, agencija za dodjelu kreditne ocjene države Fitch u studenome je podigla rejting Hrvatske s BBB- na BBB uz pozitivne izgleda, što je dvije razine iznad spekulativnog rejtinga. Rejting Hrvatske kod agencije Standard & Poor's nepromijenjen je od ožujka 2019., a to je BBB- uz stabilne izgleda, dok je Moody's jedina agencija koja zadržava rejting Hrvatske jednu razinu ispod investicijske ocjene, na Ba1 uz stabilne izgleda.

Nakon što je u ožujku 2020. prvi put snižena ispod 2%, kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite poduzećima bila je relativno stabilna i uglavnom se kretala između 1,8% i 2,2% (Slika 7.2). U listopadu 2021. smanjila se na dosad najnižu razinu od 1,75%, na što je najviše utjecao mjesečni pad kamatne stope na kredite velikim poduzećima. U usporedbi s istim mjesecom prethodne godine, kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite poduzećima u listopadu je bila manja za 42 bazna boda (Slika 7.3.), čemu je najviše pridonijelo smanjenje kamatne stope na kredite za obrtna sredstva (24 bazna boda) te kredite za investicije i sindicirane kredite (20 baznih bodova). Gledano

Slika 7.1. Prinosi do dospijanja na obveznice RH



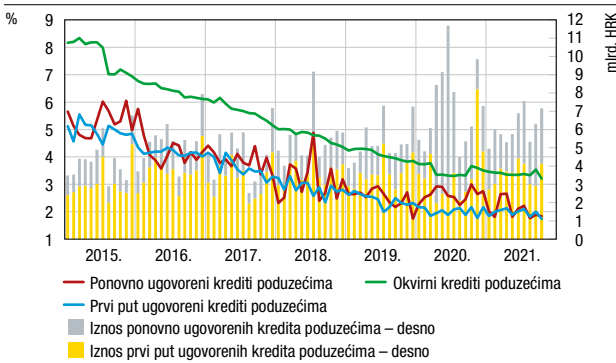
Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, dok su ostale vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje kunske trezorske zapise bez valutne klauzule.

Izvor: HNB

Napomena: Točkama su označeni ostvareni prinosi, a ostale su vrijednosti interpolirane. Podaci za jednogodišnji prinos odnose se na ostvarenu kamatnu stopu na jednogodišnje trezorske zapise s valutnom klauzulom u eurima. Podatak za kraj 2016. odnosi se na studeni, a za kraj 2017., 2019. i 2020. na listopad.

Izvor: HNB

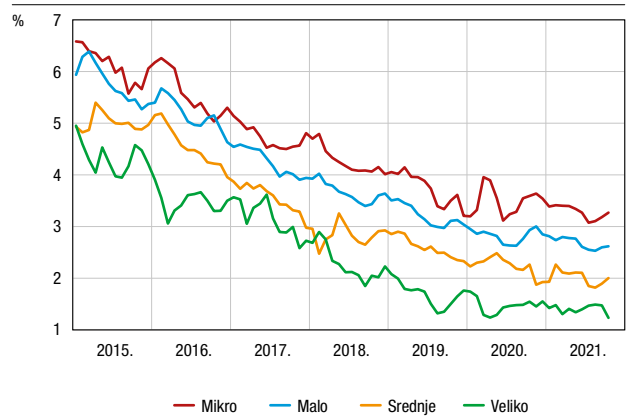
Slika 7.2. Kamatne stope i iznosi kredita poduzećima



Napomena: Za kredite po kreditnim karticama, prekoračenja po transakcijskim računima, revolving kredite i potraživanja s osnove kartica s odgodom plaćanja (engl. charge card) nisu dostupni podaci o prvi put ugovorenim kreditima budući da su novi poslovi (koji kod ostalih instrumenata osim prvi put ugovorenih kredita uključuju i ponovno ugovorene postojeće kredite) za te instrumente jednaki stanjima pa su zato svrstani u kategoriju Okvirni krediti.

Izvor: HNB

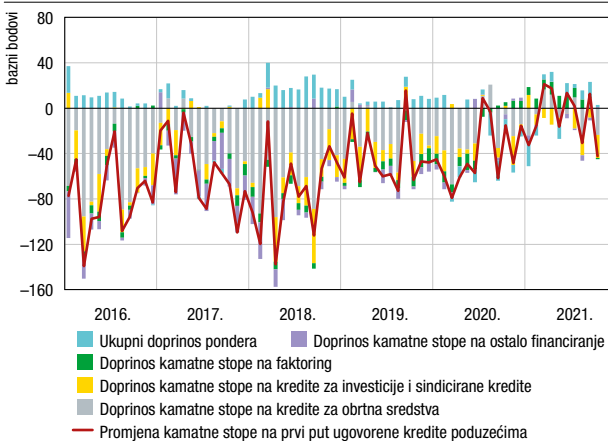
Slika 7.4. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite prema veličini poduzeća



Napomena: Tromjesečni ponderirani pomični prosjeci

Izvor: HNB

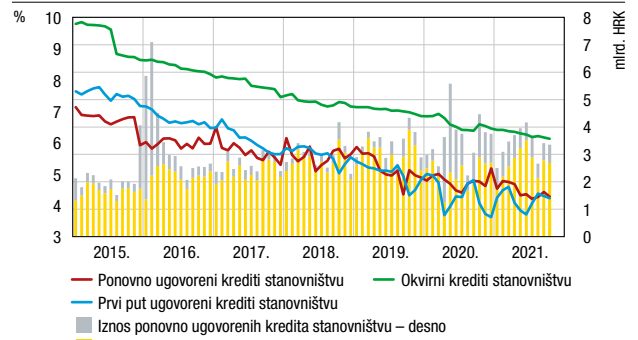
Slika 7.3. Doprinosi godišnjoj promjeni kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima



Napomena: Izračunato na osnovi Bennetova indeksa prema kojemu se ukupni doprinos dijeli na učinak kamatne stope i učinak pondera

Izvor: HNB

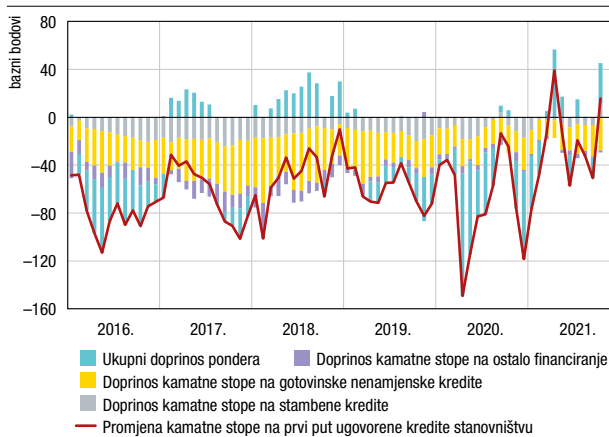
Slika 7.5. Kamatne stope i iznosi kredita stanovništvu



Napomena: Za kredite po kreditnim karticama, prekoračenja po transakcijskim računima, revolving kredite i potraživanja s osnove kartica s odgodom plaćanja (engl. charge card) nisu dostupni podaci o prvi put ugovorenim kreditima budući da su novi poslovi (koji kod ostalih instrumenata osim prvi put ugovorenih kredita uključuju i ponovno ugovorene postojeće kredite) za te instrumente jednaki stanjima pa su zato svrstani u kategoriju Okvirni krediti.

Izvor: HNB

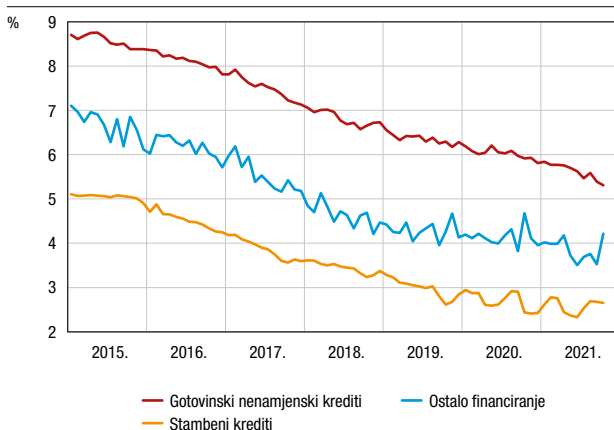
Slika 7.6. Doprinosi godišnjoj promjeni kamatne stope na prvi put ugovorene kredite stanovništvu



Napomena: Izračunato na osnovi Bennetova indeksa prema kojemu se ukupni doprinos dijeli na učinak kamatne stope i učinak pondera

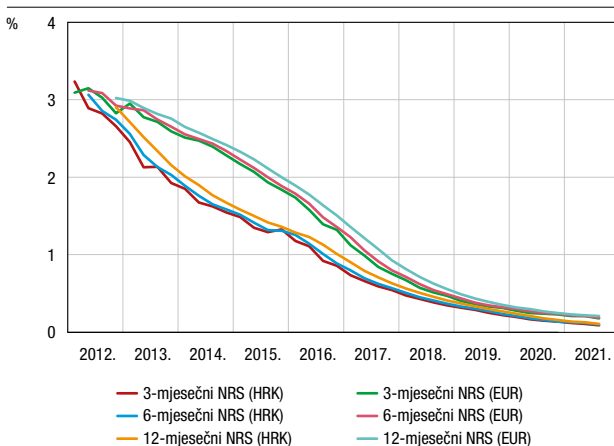
Izvor: HNB

Slika 7.7. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite stanovništvu prema namjeni



Izvor: HNB

Slika 7.8. Nacionalna referentna stopa (NRS)



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

Izvori: HUB; HNB

po veličini poduzeća, godišnjem padu najviše je pridonijelo smanjenje kamatne stope na kredite velikim poduzećima (35 baznih bodova).

Tromjesečni prosjek troškova financiranja u listopadu je za većinu kategorija poduzeća s obzirom na veličinu bio manji nego u posljednjem tromjesečju prethodne godine (Slika 7.4.). Pritom kamatne stope padaju porastom veličine poduzeća budući da su veća poduzeća u pravilu manje rizična (više o tome vidi u Okviru 5. Anketi o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća). Tako je tromjesečna ponderirana kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite mikropoduzećima u listopadu bila za 2 postotna boda veća u odnosu na velika poduzeća, što je slično prosječnoj razlici u posljednjih godinu dana.

Kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite stanovništvu u listopadu je iznosila 4,23% (Slika 7.5.). Pritom je u posljednjim godinama vidljiva kolebljivost te stope, što je, s jedne strane, rezultat visokih iznosa stambenih kredita odobrenih u sklopu APN-ova programa subvencioniranja kada dolazi i do dodatnog pada kamatne stope na stambene kredite, te, s druge strane, zamjetno više razine kamatnih stopa na gotovinske nenamjenske kredite koji čine velik dio novoodobrenih kredita stanovništvu. Na godišnjoj je razini kamatna stopa na prvi put ugovorene kredite stanovništvu bila veća za 16 baznih bodova (Slika 7.6.), što je rezultat APN-ova programa subvencioniranja u listopadu prethodne godine koji se uglavnom očituje kroz doprinos promjene pondera porastu kamatne stope (34 bazna boda). Za razliku od pozitivnog doprinosa pondera promjeni kamatne stope na ukupne kredite stanovništvu, doprinos kamatnih stopa toj promjeni bio je negativan, prije svega zbog smanjenja kamatne stope na gotovinske nenamjenske kredite (28 baznih bodova), dok su troškovi stambenog financiranja porasli na godišnjoj razini zbog izostanka programa subvencioniranja u listopadu 2021. godine.

Kamatna stopa na gotovinske nenamjenske kredite u listopadu je zabilježila dosad najnižu razinu od 5,31% (Slika 7.7.), no i dalje je zamjetno viša od troškova stambenog financiranja koji su iznosili 2,65%. Glavnina kreditne aktivnosti stanovništva odnosi se na ta dva instrumenta budući da su tijekom prvih deset mjeseci 2021. gotovinski nenamjenski krediti činili 48% iznosa ukupnih prvi put ugovorenenih kredita stanovništva, a stambeni krediti 42%.

Održavanju povoljnih uvjeta financiranja privatnog sektora pridonijelo je smanjivanje troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava u uvjetima izrazito ekspanzivne monetarne politike i dosad najviših viškova likvidnosti. Tako je tijekom trećeg tromjesečja nastavljeno smanjivanje nacionalne referentne stope²¹ (Slika 7.8.), ali i EURIBOR-a (Slika 2.9.).

Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka oporavak standarda odobravanja kredita poduzećima i potražnje započeo je tijekom drugog tromjesečja 2021. u trećem se tromjesečju intenzivirao (Slika 7.9.). U odnosu na drugo tromjesečje, ublažavanje standarda za ukupne kredite poduzećima bilo je malo snažnije u trećem tromjesečju, pri čemu je ublažavanje bilo višestruko intenzivnije za mala i srednja poduzeća te dugoročne kredite. Na ublažavanje standarda ponajviše su djelovali konkurencija među bankama i poboljšanje očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima. Ukupna potražnja za kreditima poduzeća također je zamjetno porasla u trećem tromjesečju, a oporavak je bio posebno izražen za velika poduzeća i dugoročne kredite budući da su te dvije skupine još u drugom tromjesečju bilježile

21 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.).

pad potražnje. Prema odgovorima banaka, na porast ukupne potražnje tijekom trećeg tromjesečja 2021. utjecale su potrebe poduzeća za financiranjem obrtnoga kapitala, restrukturiranje duga te spajanja, preuzimanja i korporativno restrukturiranje. S druge strane, na potražnju su i dalje negativno djelovale smanjene potrebe poduzeća za financiranjem investicija, iako zamjetno slabijim intenzitetom u odnosu na prethodno tromjesečje.

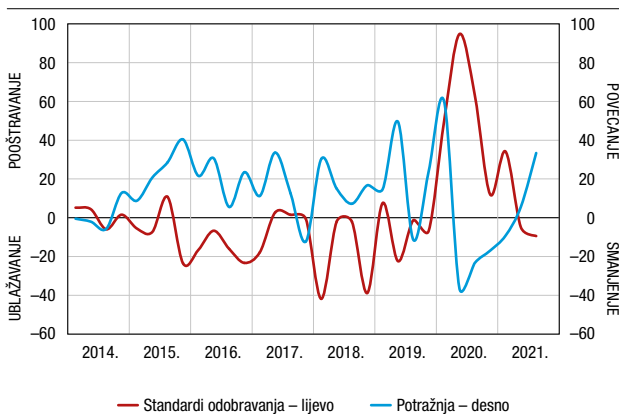
Kad je riječ o stanovništvu, tijekom trećeg tromjesečja intenzivirano je ublažavanje standarda odobravanja kredita (Slika 7.10.), što je posebno bilo izraženo za potrošačke i ostale kredite čiji su standardi u prethodnom tromjesečju bili gotovo nepromijenjeni. Na ublažavanje standarda za stambene te potrošačke i ostale kredite tijekom trećeg tromjesečja ponajviše su djelovali konkurencija među bankama i pozitivna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima, dok se kod potrošačkih i ostalih kredita ističe i blago poboljšanje kreditne sposobnosti klijenata. Potražnja za potrošačkim i ostalim kreditima ostala je razmjerno snažna tijekom trećeg tromjesečja zbog učinka potrošnje trajnih potrošnih dobara i pouzdanja potrošača. S druge strane, potražnja za stambenim kreditima smanjila se prvi put nakon godine dana zbog povećanih potreba za financiranjem nestambenih

izdataka i prestanka APN-ova programa subvencioniranja.

Nakon snažnog rasta ukupnog duga poduzeća tijekom prve polovine 2021., uglavnom zbog inozemnog zaduživanja, u trećem se tromjesečju ukupno financiranje poduzeća smanjilo (Slika 7.11.), na što je također najviše utjecalo kretanje inozemnog duga. Promatrano na godišnjoj razini, ukupni je dug poduzeća krajem rujna bio veći za 1,1% (na osnovi transakcija), prije svega zbog rasta financiranja kod HBOR-a i HAMAG BICRO-a, dok je blagi godišnji rast plasmana domaćih kreditnih institucija u potpunosti bio rezultat jedne veće transakcije u prosincu 2020. godine. Istodobno se inozemni dug blago smanjio na godišnjoj razini.

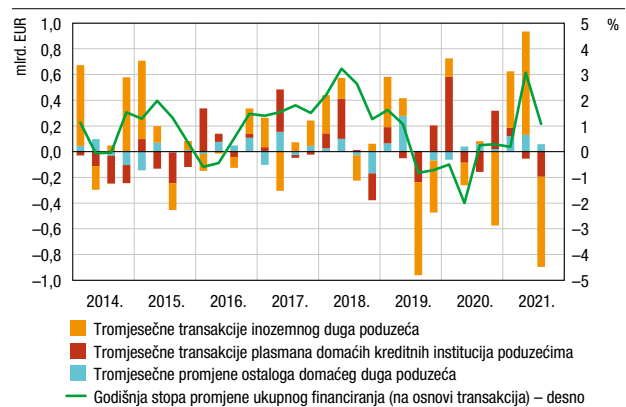
Nakon snažne kreditne aktivnosti u prethodnoj godini, zaduživanje poduzeća kod banaka je prigušeno. Plasmani kreditnih institucija poduzećima smanjili su se tijekom prvih deset mjeseci 2021. za 0,9 mlrd. kuna ili 1,0%, a godišnji je rast na kraju listopada bio pozitivan i iznosio 1,8% (na osnovi transakcija, Slika 7.12.). Potražnja za investicijskim kreditima i dalje determinira rast kreditiranja poduzeća pa su krediti za investicije krajem listopada bili veći za 7,3% na godišnjoj razini (Slika 7.13.), što je približno upola manja stopa rasta u odnosu na prethodnu

Slika 7.9. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima poduzećima



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

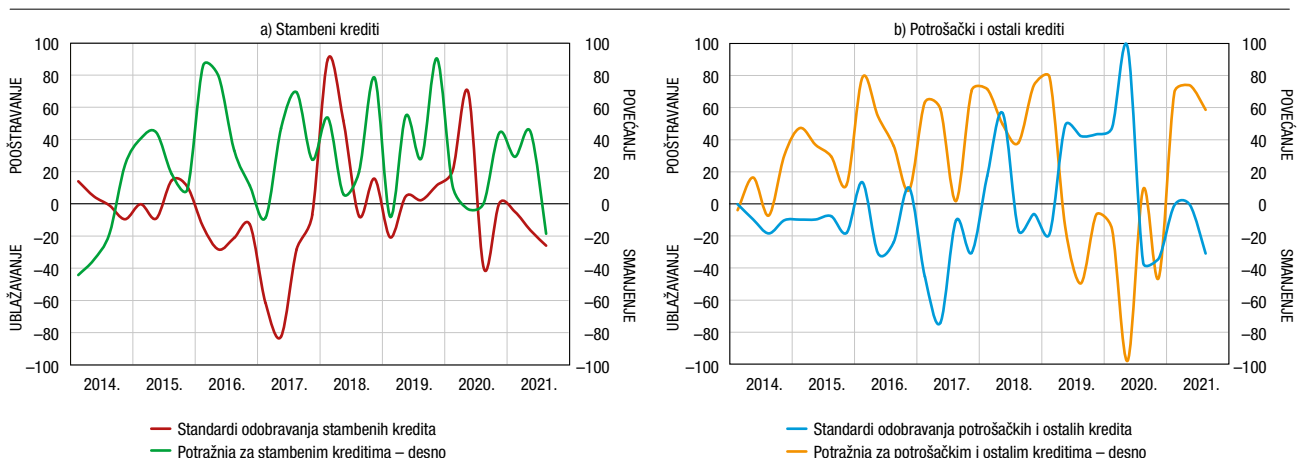
Slika 7.11. Financiranje poduzeća



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

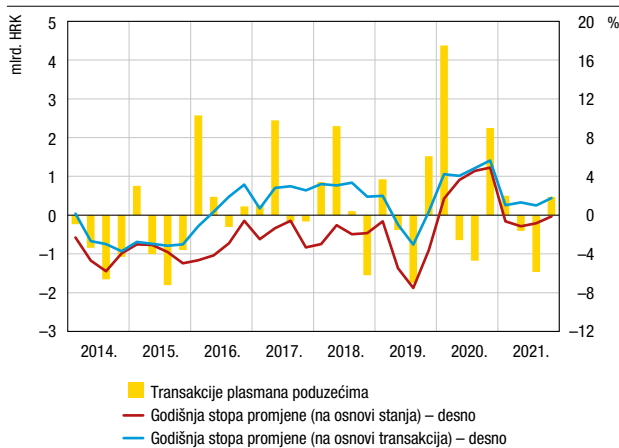
Izvori: HAMAG BICRO; Hanfa; HNB; izračun HNB-a

Slika 7.10. Standardi odobravanja i potražnja za kreditima stanovništvu



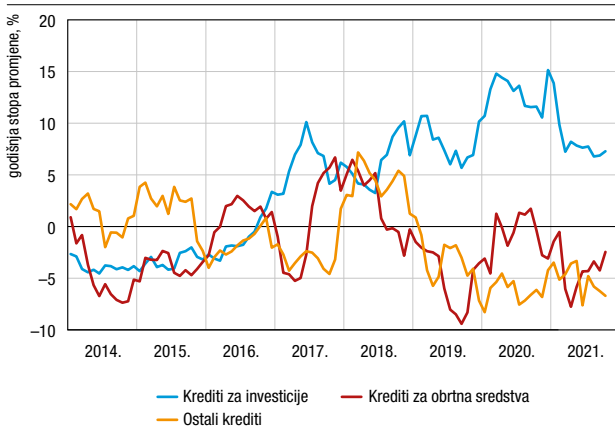
Napomena: Podaci jesu neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.
Izvor: HNB

Slika 7.12. Domaći plasmani kreditnih institucija poduzećima



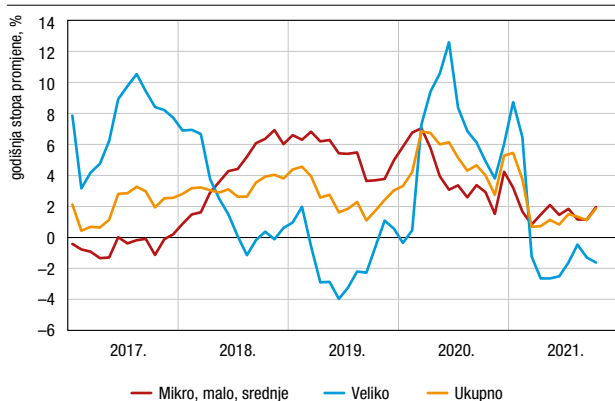
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2021. odnose se na listopad.
 Izvor: HNB

Slika 7.13. Rast kredita poduzećima po namjeni na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 7.14. Rast plasmana poduzećima po veličini na osnovi transakcija



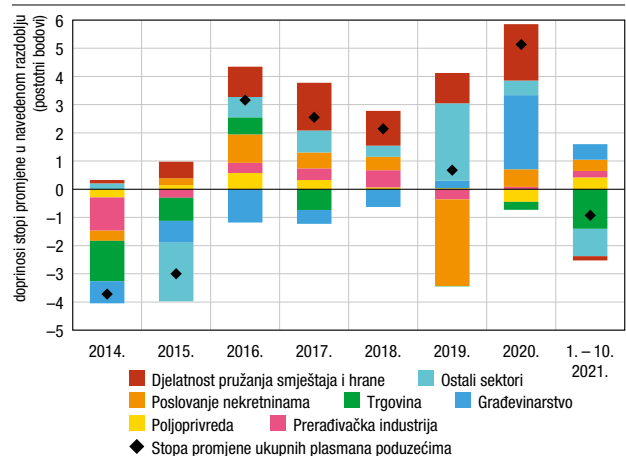
Napomena: Podaci su prilagođeni za procjenu učinka aktivacije državnih jamstava za kredite pojedinim brodograđilištima te smanjivanja potraživanja od grupe Agrokor, povezanog i s operativnom provedbom nagodbe.
 Izvor: HNB

godinu. Krediti za obrtna sredstva zabilježili su godišnji pad, kao i ostali krediti čije je smanjenje bilo posebno izraženo (-6,7%). Kreditiranje mikro, malih i srednjih poduzeća nastavilo je rasti po godišnjoj stopi od 2,0% u listopadu (Slika 7.14.), a velika su se poduzeća nastavila razduživati.

Promatrano prema djelatnostima, tijekom prvih deset mjeseci 2021. padom plasmana ističu se trgovina te ostale djelatnosti u kojima razduživanjem prednjače stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti. S druge strane, skromni rast plasmana zabilježen je u građevinarstvu, poslovanju nekretninama, poljoprivredi i prerađivačkoj industriji (Slika 7.15.).

Nakon znatnog usporavanja tijekom prethodne godine, uglavnom pod utjecajem smanjene potražnje za gotovinskim nenamjenskim kreditima, rast plasmana stanovništvu počeo se ubrzavati tijekom 2021. pa se stopa godišnjeg rasta povećala s 2,1% krajem 2020. na 4,9% u listopadu 2021. (na osnovi transakcija, Slika 7.16.). Pritom se nastavilo višegodišnje jačanje rasta stambenih kredita (Slika 7.17.), čemu je pridonio i program

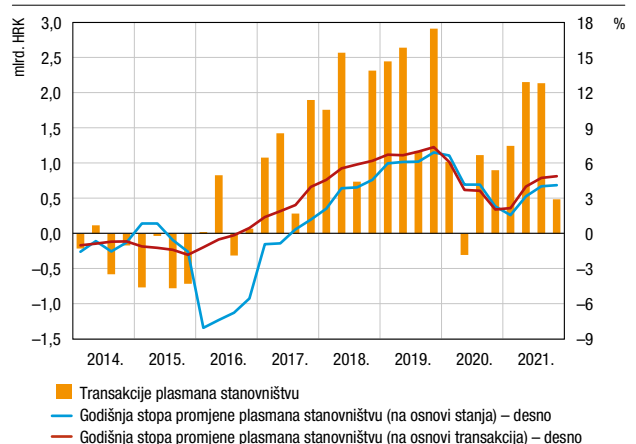
Slika 7.15. Rast plasmana poduzećima po djelatnostima na osnovi transakcija



Napomena: U listopadu 2019. jedno je veliko poduzeće zabilježilo promjenu djelatnosti iz skupine L (Poslovanje nekretninama) u skupinu 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.

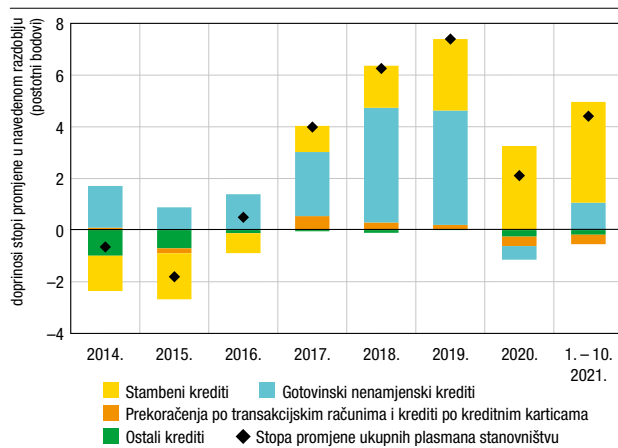
Izvor: HNB

Slika 7.16. Plasmani stanovništvu



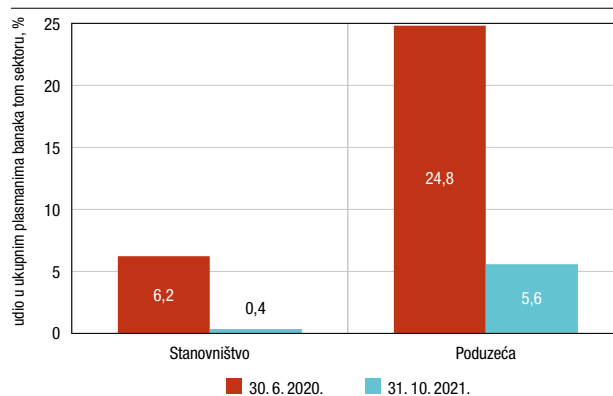
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2021. odnose se na listopad.
 Izvor: HNB

Slika 7.17. Rast plasmana stanovništvu po vrsti kredita na osnovi transakcija



Izvor: HNB

Slika 7.18. Plasmani obuhvaćeni mjerama za odgodu plaćanja ili restrukturiranje



Napomena: Od lipnja 2021. primjenjuje se nova metodologija prikupljanja podataka o odobrenim zahtjevima za odgodu plaćanja ili restrukturiranje kredita, a čija primjena nije dovela do značajnih odstupanja u odnosu na podatke prikupljene prvotnom metodologijom.

Izvor: HNB

državnog subvencioniranja. Tako su stambeni krediti krajem listopada bili veći za 11,3% na godišnjoj razini, prema 7,5% u prethodnoj godini. Istodobno se, nakon višemjesečnoga kontinuiranog pada, blago ubrzao godišnji rast gotovinskih nenamjenskih kredita s -1,3% u 2020. na 1,6% u listopadu.

Ukupni iznos plasmana banaka obuhvaćenih mjerama za odgodu plaćanja ili restrukturiranje smanjio se na kraju listopada 2021. na dosad najnižu razinu, što je uglavnom vezano uz istek odobrenih moratorija. Tako je krajem listopada 5,6% plasmana banaka poduzećima i 0,4% plasmana stanovništvu bilo obuhvaćeno mjerama (Slika 7.18.), što je zamjetno manje u odnosu na sredinu 2020. godine.

Projicirana kretanja

Ukupni bi plasmani (isključujući državu) u 2021. mogli ostvariti godišnju stopu rasta od 3,4% (na osnovi transakcija). Najveći doprinos tom rastu proizlazi iz rasta kreditiranja stanovništva za koje se ocjenjuje da bi do kraja godine moglo biti veće za 4,9% nego godinu ranije, najviše pod utjecajem rasta stambenih kredita potaknutog programom državnog subvencioniranja. Znatno manji, ali pozitivan doprinos mogli bi dati i gotovinski nenamjenski krediti. Za razliku od očekivanog ubrzavanja rasta plasmana stanovništvu, u 2021. očekuje se usporavanje rasta plasmana poduzećima na samo 0,2%, što je posljedica slabijih ostvarenja, ali i baznog učinka, odnosno snažnog povećanja plasmana tom sektoru u prosincu 2020. U 2022. očekuje se usporavanje rasta plasmana stanovništvu uz istodobno jačanje kreditiranja poduzeća, čime bi ukupni plasmani (isključujući državu) mogli porasti jednakom dinamikom kao i u 2021. (3,4%).

Okvir 5. Anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća

Rezultati trećega kruga Ankete o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća pokazuju da je nepovoljno regulatorno okruženje, koje je posljedica učestale promjene propisa te njihove kompleksnosti i neusklađenosti, i dalje najizraženija prepreka poslovnim aktivnostima. Nasuprot tome, kao prepreku poslovanju poduzeća najrijeđe navode pristup financiranju. Samo trećina anketiranih poduzeća koristi se bankovnim kreditom, a ostali kao glavni razlog za nekorisćenje kredita navode dovoljno vlastitih sredstava ili raspoloživost ostalih vanjskih izvora financiranja. Istodobno se zamjetno smanjio udio poduzeća koja ističu troškove financiranja, poput kamata i naknada, kao prepreku pri dobivanju bankovnog kredita. Rezultati Ankete također upućuju kako su mala poduzeća izložena izazovnijem poslovnom i financijskom okruženju u odnosu na srednja.

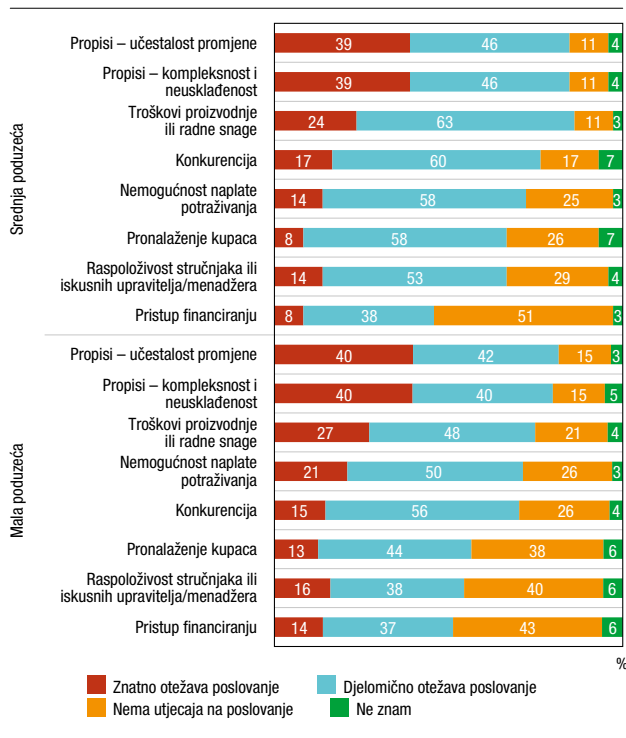
Rast dijela malih i srednjih poduzeća ključan je pokretač zaposlenosti, inovacija i investicija. Stoga je uvid u njihovu financijsku situaciju i planove izrazito važan za nositelje ekonomske politike. Nakon anketnih ispitivanja u 2015. i 2017. HNB je tijekom druge polovine 2021. proveo treći krug²² Ankete o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća (MSP) u kojemu je sudjelovalo oko 1.200 malih i srednjih gospodarskih subjekata. Poduzeća su

odgovarala na pitanja o poslovnom okruženju, pokazateljima poslovanja, načinima i uvjetima financiranja te projekcijama rasta.

Kao i u prethodnim krugovima provođenja ankete, nepovoljno institucionalno i poslovno okruženje, koje se očituje u kompleksnom te često mijenjanom regulatornom okviru, ponovno je istaknuto kao činitelj koji najizraženije otežava poslovanje, iako u manjoj mjeri nego 2017. godine. Približno dvije petine poduzeća ističu da im učestalost promjene propisa te njihova kompleksnost i neusklađenost znatno otežavaju poslovanje (Slika 1.), a u prethodnom krugu ankete to je navelo više od polovine poduzeća. Troškovi proizvodnje ili radne snage treće su najizraženije ograničenje poslovanja, dok se kao četvrto kod malih poduzeća ističe nemogućnost naplate potraživanja, a kod srednjih konkurencija. S druge strane, pristup financiranju najrijeđe se navodi kao prepreka poslovanju, što potvrđuje više od polovine srednjih i dvije petine malih poduzeća koja ističu kako taj činitelj nema utjecaja na njihovo poslovanje.

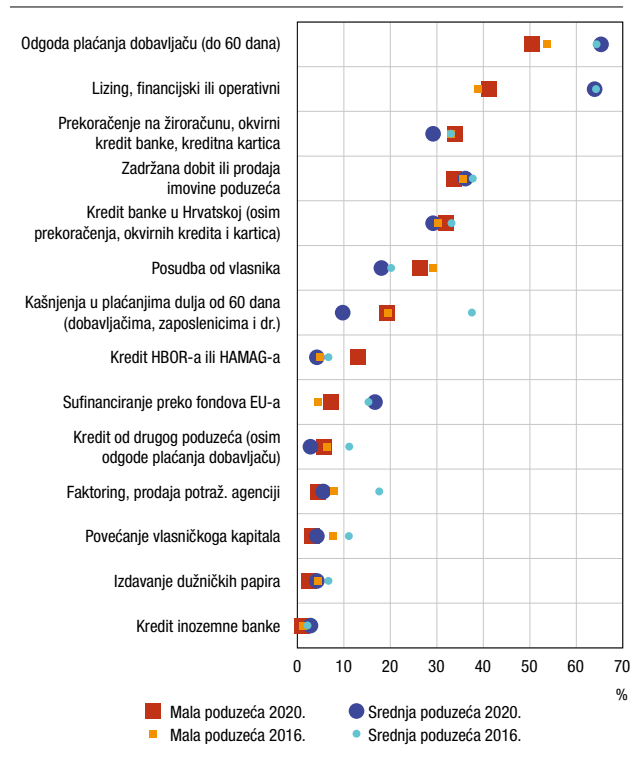
22 Pitanja o prošlim kretanjima odnose se na godinu koja prethodi anketnom ispitivanju (2016. za drugi krug i 2020. za treći krug), a pitanja o očekivanjima odnose se na aktualnu godinu i iduće razdoblje.

Slika 1. Kako navedeni problemi utječu na vaše poslovanje?



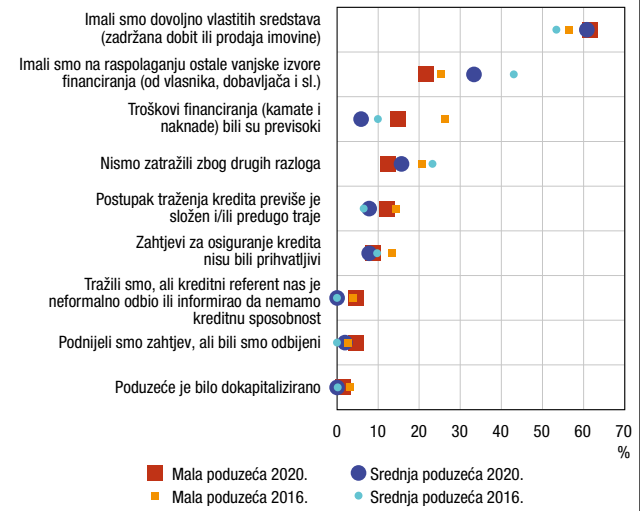
Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Slika 2. Kojim ste se od navedenih izvora koristili za financiranje svojeg poslovanja?



Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

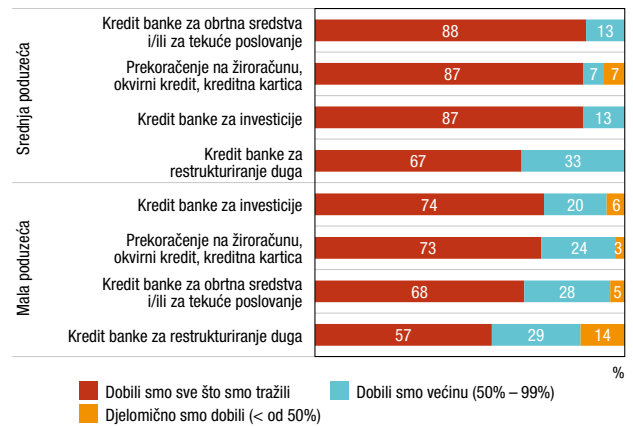
Slika 3. Razlozi za nekorisćenje kredita domaće banke



Napomena: Moguće je najviše pet odgovora.

Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Slika 4. Možete li procijeniti koliko ste od traženih sredstava uistinu dobili?



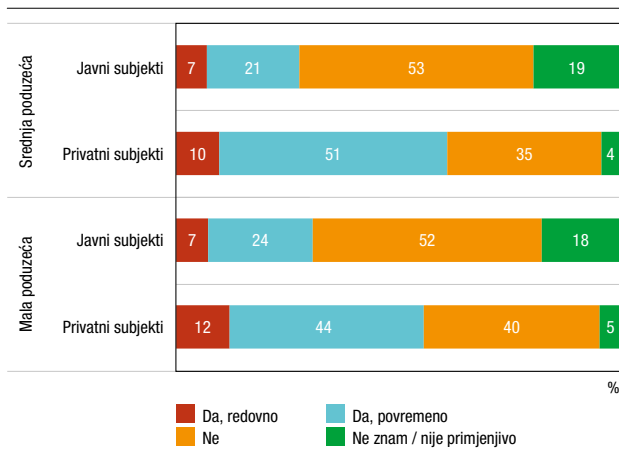
Napomena: Slika prikazuje poduzeća koja su izjavila da su se u 2020. koristila kreditom poslovne banke.

Izvor: Anketa o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Što se tiče financiranja, odgoda plaćanja dobavljaču do 60 dana i leasing²³ i nadalje su najčešće korišteni izvori financiranja (Slika 2.), pri čemu se na te izvore sredstava više oslanjaju srednja poduzeća nego mala. Trećina malih poduzeća koristi se domaćim bankovnim financiranjem, dok je taj udio tek malo manji kod srednjih poduzeća. Učestalošću korištenja još se ističu zadržana dobit ili prodaja imovine poduzeća, kao i posudba od vlasnika, posebno kod malih poduzeća. Zamjetno se smanjilo kašnjenja u plaćanjima dulje od 60 dana kao izvor financiranja srednjih poduzeća u odnosu na prethodni krug i sada se njime koristi oko 10% srednjih poduzeća, dok je kod malih poduzeća ostalo gotovo nepromijenjeno na razini od 20%. Udio malih poduzeća koja se zadužuju kod HBOR-a ili HAMAG BICRO-a

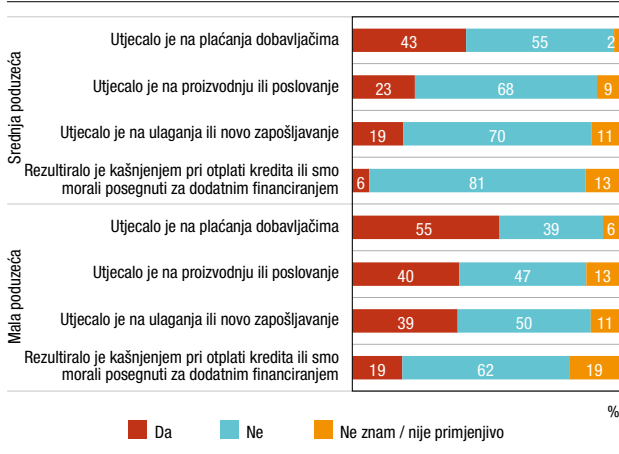
23 Iako se veći udio poduzeća koristi leasingom u odnosu na financiranje kreditom, ukupni iznos bankovnog financiranja znatno je veći. Krajem rujna 2021. ukupni iznos finansijskog i operativnog leasinga nefinancijskih poduzeća kod društava za leasing iznosio je 12,5 mlrd. kuna, a plasmani banaka 86,8 mlrd. kuna, od čega se na mikro, mala i srednja poduzeća odnosilo 56,8 mlrd. kuna.

Slika 5. Je li vaše poduzeće doživjelo probleme zbog kašnjenja s plaćanjem privatnih ili javnih subjekata u 2020. godini?



Izvor: Anкета o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

Slika 6. Što su bile posljedice tih kašnjenja s plaćanjem?



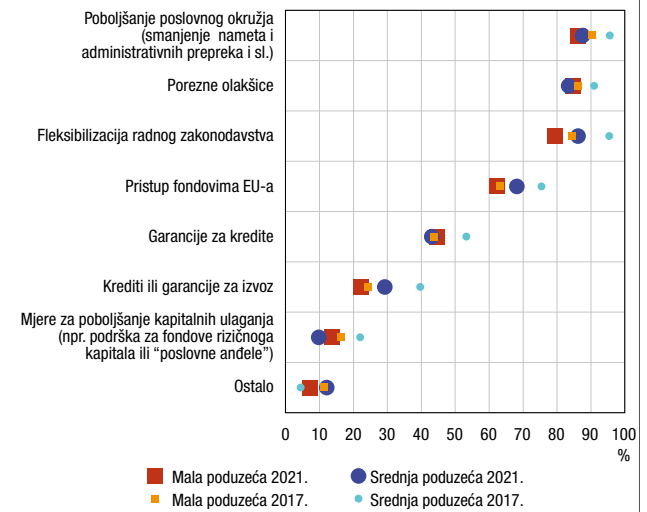
Izvor: Anкета o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

povećao se nekoliko puta u odnosu na prethodni krug ankete, a poraslo je i sufinanciranje preko fondova EU-a. Udjeli korištenja ostalih oblika financiranja uglavnom su manji od 5%.

Poduzeća koja se nisu koristila kreditom domaće banke u prethodnoj godini najčešće su navodila da im nije bio potreban, bilo da su imala dovoljno vlastitih sredstava, bilo da su im na raspolaganju bili ostali vanjski izvori financiranja (Slika 3.). Višegodišnji trend smanjivanja kamatnih stopa olakšao je zaduživanje kod banaka pa se udio poduzeća koja su navela visoke troškove financiranja, poput kamata i naknada, kao razlog nekorištenja kredita smanjio za više od 40% u odnosu na prethodni krug ankete. Pritom je udio malih poduzeća koja navode visoke troškove kao razlog nekorištenja kredita i dalje dva i pol puta veći nego srednjih, što upućuje na to da su mala poduzeća suočena s izazovnijim financijskim okruženjem. Preostali razlozi za nekorištenje kredita uglavnom upućuju na skromno ublažavanje uvjeta financiranja.

Poduzeća koja su se koristila kreditom tijekom 2020. godine uglavnom su dobila cijeli iznos ili većinu traženog iznosa (Slika 4.), pri čemu su srednja poduzeća u prosjeku imala malo bolju realizaciju zahtjeva u odnosu na mala. Najveća odstupanja

Slika 7. Činitelji koji su važni za buduće poslovanje poduzeća



Izvor: Anкета o uvjetima financiranja MSP-a, HNB i Ipsos

u odnosu na tražene iznose financiranja zabilježena su kod kredita za restrukturiranje duga, vjerojatno jer su takvi plasmani rizičniji, što je posebno bilo izraženo prethodne godine kada je pad gospodarske aktivnosti zbog pandemije bio na vrhuncu. U odnosu na prethodni krug ankete, banke su spremnije odobravati kredite jer je uglavnom ostvareno blago povećanje dostupnosti traženih iznosa kredita.

Što se tiče kašnjenja u plaćanjima, oko 30% poduzeća navelo je kako im je nepravovremeno plaćanje od javnih subjekata redovno ili povremeno uzrokovalo probleme u poslovanju, dok je taj postotak otprilike dvostruko veći kada su za kašnjenja u plaćanjima odgovorni privatni subjekti (Slika 5.). Najčešća posljedica nepravovremene naplate prodanih dobara i usluga jest kašnjenje u plaćanjima dobavljačima (Slika 6.). Usto, mala se poduzeća teže nose s problemima naplate nego srednja budući da je dvostruko veći udio takvih subjekata zabilježio probleme s ulaganjima ili novim zapošljavanjem kao posljedicom zakašnjelih plaćanja, dok su kašnjenja u otplati kredita ili potreba za dodatnim financiranjem trostruko češći.

Poduzeća uglavnom nisu promijenila rangiranje prioriteta koje smatraju važnima za buduće poslovanje u odnosu na prethodni krug (Slika 7.). Više od četiri petine poduzeća i dalje smatra kako su poboljšanje poslovnog okruženja, porezne olakšice i fleksibilnije radno zakonodavstvo bitni za buduće poslovanje. Važnost pristupa fondovima EU-a te garancija za kredite i financiranje izvoza uglavnom se blago smanjila kod malih poduzeća uz izraženiji pad kod srednjih. Udio srednjih poduzeća koja su važnom ocijenila mjeru za poboljšanje kapitalnih ulaganja više se nego prepolovio u odnosu na prethodni krug. Za većinu činitelja zabilježen je pad udjela, koji je bio izraženiji kod srednjih nego kod malih poduzeća, što upućuje na blago poboljšanje uvjeta poslovanja.

Ako se uspoređuju rezultati HNB-ove ankete s onima iz ankete Europske središnje banke i Europske komisije za 27 zemalja EU-a u cjelini²⁴, može se kazati da europska poduzeća imaju druge glavne probleme u poslovanju. Prema posljednjoj anketi provedenoj u rujnu i listopadu 2021. samo 11% europskih malih i srednjih poduzeća navelo je propise kao glavni problem koji utječe na njihovo poslovanje, a najčešće je izdvojilo raspoloživost

24 HNB-ova anketa o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća skraćena je inačica ankete Europske središnje banke i Europske komisije koja se

stručnjaka ili iskusnih upravitelja (27%), nakon čega slijedi proналаženje kupaca (18%).

Što se tiče izvora financiranja europskih poduzeća, učestalošću korištenja ističu se prekoračenje na žiroračunu, okvirni kredit banke ili kreditna kartica (29%), leasing ili kupnja na otplatu (22%) i potpore ili subvencionirani bankovni kredit (16%). Glede stupnja realizacije zahtjeva za kreditom, kretanja su slična hrvatskima budući da je potpuni iznos bankovnoga kredita dobio 71% poduzeća odnosno 73% kada govorimo o prekoračenju

na žiroračunu, okvirnom kreditu ili kreditnoj kartici. Pritom 76% europskih poduzeća koja se nisu koristila bankovnim kreditom navodi da im takvo financiranje nije bilo potrebno.

U EU-u kašnjenja u plaćanjima manje su izražena nego u Hrvatskoj budući da 42% poduzeća navodi da su redovno ili povremeno imala takva iskustva. Pritom su i posljedice bile rjeđe pa 32% poduzeća koja su se susrela s kašnjenjima u plaćanjima navodi da su utjecala na plaćanje dobavljačima, a po 22% na ulaganja ili nova zapošljavanja odnosno proizvodnju ili poslovanje.

8. Tokovi kapitala s inozemstvom

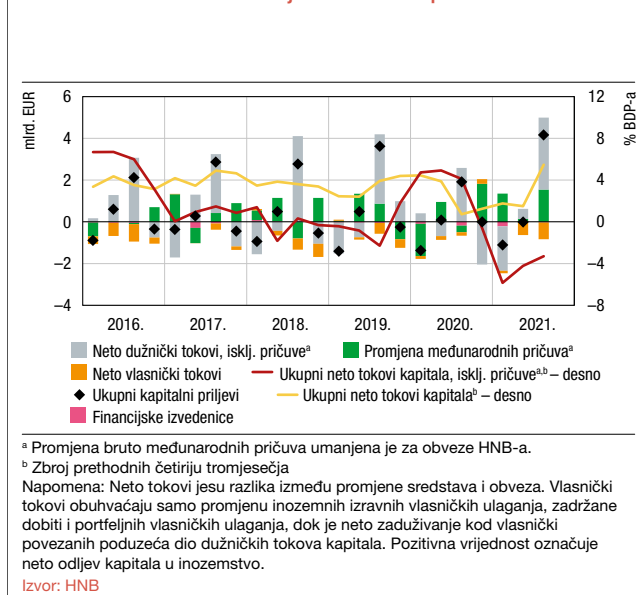
Na financijskom računu platne bilance u trećem je tromjesečju 2021. zabilježen snažan neto odljev kapitala od 2,6 mlrd. EUR, isključujući li se promjena bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a, kao rezultat primjetnog smanjenja neto dužničkih obveza domaćih sektora (Slika 8.1.). To se prije svega odnosi na poboljšanje neto inozemne pozicije kreditnih institucija, dok su u znatno manjoj mjeri svoje neto dužničke obveze smanjila i nefinancijska poduzeća. Istodobno je rast neto vlasničkih obveza ostvaren kao posljedica zadržane dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu, a u primjetno manjoj mjeri i rasta izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku. Kako su u istom razdoblju međunarodne pričuve središnje banke snažno povećane, ukupan je neto odljev kapitala bio još izraženiji i iznosio je 4,2 mlrd. EUR.

Neto priljev vlasničkih ulaganja od 0,8 mlrd. EUR ostvaren u trećem tromjesečju 2021. najvećim se dijelom odnosi na zadržanu dobit banaka i poduzeća u stranom vlasništvu, koja je u uvjetima gospodarskog oporavka snažno porasla u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Istodobno su se nova izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku, isključujući transakcije pretvaranja

duga u ulog, zadržala otprilike na razini iz istog razdoblja prethodne godine, a uglavnom su ostvarena na osnovi ulaganja u nekretnine (Slika 8.2.). S druge strane, zbog rasta zadržane dobiti inozemnih poduzeća u vlasništvu rezidenata porasla je inozemna imovina.

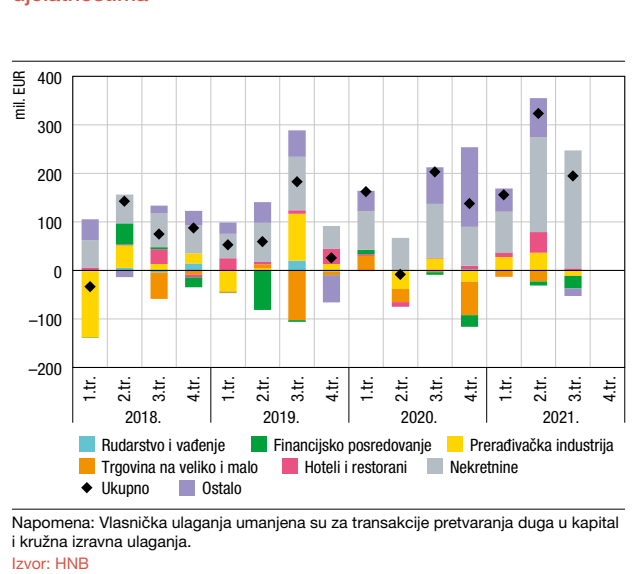
Izrazito snažno smanjenje neto inozemnih dužničkih obveza (za 3,4 mlrd. EUR, isključujući promjenu bruto međunarodnih pričuva i obveza HNB-a) u trećem je tromjesečju 2021. rezultat zamjetnog rasta imovine, što je u manjoj mjeri bilo praćeno i smanjenjem obveza. Svoju su neto dužničku poziciju poboljšali svi domaći sektori osim države, a posebno se ističu kreditne institucije (Slika 8.3.) zahvaljujući snažnom rastu inozemne imovine zbog priljeva deviza tijekom glavne turističke sezone. Nadalje, svoje su neto dužničke obveze smanjili ostali domaći sektori, uključujući i obveze na osnovi izravnih ulaganja. To se poglavito odnosi na privatna nefinancijska poduzeća koja su znatno smanjila svoje, uglavnom kratkoročne, obveze, što je bilo praćeno istodobnim rastom potraživanja na osnovi kredita odobrenih vlasnički povezanim dužnicima u inozemstvu. Za razliku od toga, neto dužnička pozicija države pogoršala se s obzirom na to da je smanjenje potraživanja premašilo smanjenje obveza. Inozemna dužnička potraživanja države primjetno su smanjena jer je iznos sredstava primljenih iz proračuna EU-a premašio iznos sredstava raspoređenih krajnjim korisnicima. Smanjenju obveza države najviše je pridonijela srpanjska otplata obveznice izdane na domaćem tržištu, a koja je djelomično bila u vlasništvu nerezidenata.

Slika 8.1. Tokovi na financijskom računu platne bilance

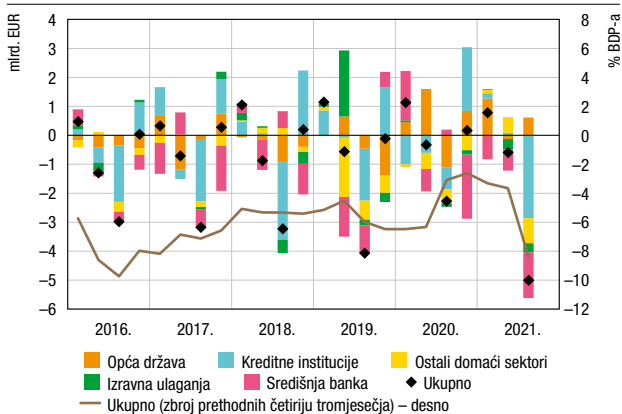


provodi dva puta godišnje. Točnije, ESB jednom godišnje provodi anketu za zemlje europodručja, a drugu anketu provode ESB i EK za zemlje EU-a i pojedine susjedne zemlje. Rezultati ankete HNB-a pouzdaniji su budući da je broj anketiranih hrvatskih malih i srednjih poduzeća u 2021. bio 4,5 puta veći u odnosu na anketu ESB-a i EK-a koja se provodila tijekom rujna i listopada 2021. godine i čiji se glavni rezultati ovdje iznose. Dodatno, uzorci se razlikuju prema distribuciji poduzeća po veličini, pri čemu je udio poduzeća koja imaju manje od 50 zaposlenih u anketi HNB-a veći u odnosu na anketu ESB-a i EK-a (91% u odnosu na 73%).

Slika 8.2. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku po djelatnostima



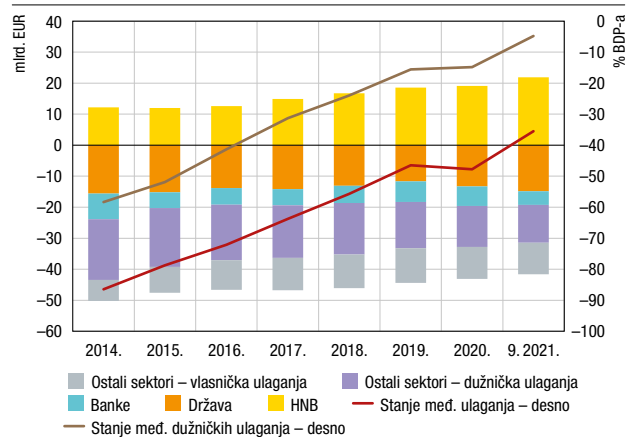
Slika 8.3. Transakcije neto inozemnog duga po sektorima



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

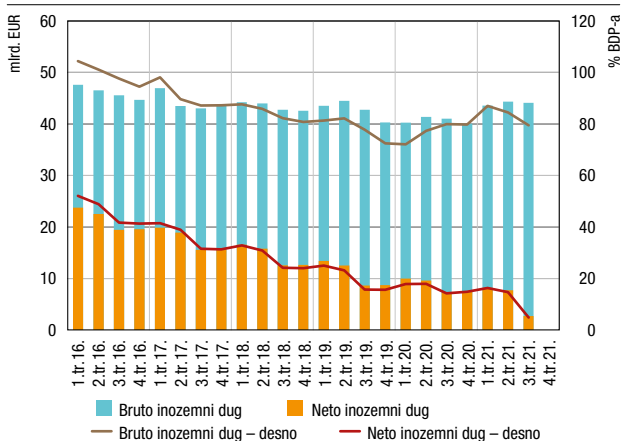
Slika 8.5. Stanje međunarodnih ulaganja po sektorima, neto



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

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

Primjetno poboljšanje neto inozemne pozicije središnje banke u trećem tromjesečju 2021. posljedica je rasta deviznog depozita države na računu kod HNB-a, a zbog povećanog priljeva sredstava iz fondova EU-a te sredstava iz predujma Europske komisije na temelju Nacionalnog plana oporavka i otpornosti (NPOO). Sredstva dodijeljena na osnovi posebnih prava vučenja Međunarodnoga monetarnog fonda (MMF-a) te povećan obujam repo poslova dodatno su pridonijeli rastu bruto međunarodnih pričuva, iako u znatno manjoj mjeri, no s obzirom na to da su za isti iznos istodobno povećali i inozemne obveze središnje banke, nisu utjecali na njezinu neto inozemnu poziciju.

Bruto međunarodne pričuve tako su na kraju rujna 2021. iznosile 24,4 mlrd. EUR, što je za 28,6% više negoli na kraju prethodne godine. Budući da se dio tog rasta odnosio na činitele koji istodobno povećavaju obveze HNB-a, rast neto raspoloživih pričuva bio je slabiji (10,3%), pri čemu su one dosegnule 19,5 mlrd. EUR.

Relativni pokazatelji inozemne zaduženosti u prvih su se devet mjeseci 2021. poboljšali (Slika 8.4.). Na kraju rujna 2021. stanje bruto inozemnog duga iznosilo je 44,1 mlrd. EUR, odnosno 79,4% BDP-a, što je za 0,3 postotna boda manje nego

na kraju 2020. godine. Poboljšanje relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti isključivo je rezultat rasta nominalnog BDP-a, dok se u apsolutnim iznosima bruto dug povećao (najviše središnje banke i države). U istom se razdoblju još više povećala inozemna imovina domaćih sektora, poglavito središnje banke i kreditnih institucija. U skladu s tim, neto inozemni dug snažno se smanjio te je na kraju rujna 2021. iznosio samo 2,7 mlrd. EUR ili 4,8% BDP-a, što je za 10,0 postotnih bodova manje nego na kraju 2020. godine.

Zamjetno smanjenje neto inozemne zaduženosti odrazilo se i na snažno poboljšanje stanja međunarodnih ulaganja (Slika 8.5.), koje je na kraju rujna 2021. iznosilo -35,5% BDP-a, u usporedbi s -47,7% BDP-a na kraju 2020. godine. Osim nastavka smanjivanja neto dužničkih obveza domaćih sektora, poboljšanje relativnog pokazatelja stanja međunarodnih ulaganja pridonio je i povoljan učinak cjenovnih, tečajnih i drugih prilagodbi te rast nominalnog BDP-a.

Projicirana kretanja

Neto odljev kapitala u cijeloj 2021. mogao bi biti primjetno veći od prošlogodišnjeg ostvarenja, što je na tragu znatno veće ocjene viška na tekućem i kapitalnom računu. Ocijenjeni neto odljev kapitala pritom odražava snažno smanjenje neto dužničkih obveza domaćih sektora, koje bi moglo biti izrazitije nego prethodne godine. Pritom bi se najviše mogla poboljšati neto inozemna pozicija središnje banke, uz primjetno poboljšavanje pokazatelja adekvatnosti pričuva. Iako u znatno manjoj mjeri, na razini cijele godine očekuje se i poboljšanje neto inozemne pozicije kreditnih institucija, unatoč sezonski uobičajenom pogoršanju krajem godine. Za razliku od toga, drugu godinu zaredom očekuje se rast inozemnih obveza sektora države.

Istodobno bi se u 2021. mogao zabilježiti i veći neto priljev vlasničkih ulaganja u usporedbi s prethodnom godinom, no to je poglavito posljedica veće zadržane dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Snažan rast profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu, u uvjetima ograničenja provođenja raspodjela kreditnih institucija do 1. listopada 2021., odražava se na rast zadržane dobiti koja je sastavni dio inozemnih izravnih ulaganja. Osim toga, iako u puno manjoj mjeri, izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku na razini cijele godine mogla bi biti primjetno veća nego prethodne godine, uglavnom zahvaljujući relativno povoljnim ostvarenjima u prvih devet mjeseci.

Nakon što se višegodišnji trend poboljšavanja relativnog

pokazatelja bruto inozemne zaduženosti prethodne godine privremeno prekinuo pod utjecajem pada nominalnog BDP-a, u 2021. očekuje se ponovno smanjenje omjera bruto inozemnog duga i BDP-a. Ovo je poboljšanje posljedica gospodarskog oporavka, odnosno rasta nominalnog BDP-a, dok bi se u apsolutnom iznosu stanje ukupnog bruto inozemnog duga moglo povećati zbog rasta obveza središnje banke i države. Tako bi na kraju 2021. relativni pokazatelj bruto inozemne zaduženosti mogao iznositi oko 75% BDP-a, u usporedbi s 80% BDP-a na kraju 2020. i 72% BDP-a na kraju 2019. godine. Istodobno bi zbog spomenutog rasta inozemnih dužničkih potraživanja, poglavito središnje banke i kreditnih institucija, poboljšanje relativnog pokazatelja neto inozemne zaduženosti moglo biti još izraženije.

Tokove kapitala u 2022. moglo bi obilježiti daljnje smanjivanje neto dužničkih obveza domaćih sektora prema inozemstvu, pri čemu se ponovo ističe snažan rast međunarodnih pričuva središnje banke. Iako slabijim intenzitetom nego prethodne godine, međunarodne bi se pričuve i u 2022. mogle primjetno povećati, uz daljnje poboljšavanje pokazatelja adekvatnosti pričuva. Očekuje se i nastavak rasta neto inozemne imovine kreditnih institucija, kao i poboljšavanje neto inozemne pozicije ostalih domaćih sektora. Nasuprot tome, država bi se mogla dodatno

zadužiti na inozemnim tržištima, ali uz primjetno slabiji rast obveza u odnosu na prethodne dvije godine.

U skladu s prognoziranim smanjenjem ukupnog bruto inozemnog duga, praćenim rastom inozemne dužničke imovine, kao i daljnjim rastom nominalnog BDP-a, relativni pokazatelji bruto i neto inozemne zaduženosti mogli bi se dodatno poboljšati. Pritom bi krajem godine omjer bruto duga i BDP-a mogao biti otprilike na razini koja je posljednji put zabilježena krajem 2003. godine. Na jačinu smanjenja vanjskih neravnoteža još više upućuje kretanje neto inozemne zaduženosti, s obzirom na to da bi krajem projekcijskog razdoblja vrijednost inozemnih dužničkih potraživanja mogla premašiti vrijednost inozemnih dužničkih obveza.

Projekcija tokova kapitala, a time i smanjenje neto inozemnih dužničkih obveza, vezani su uz projekciju viška na tekućem i kapitalnom računu, koja je izložena znatnim rizicima. Osim toga, ne treba zanemariti ni to da prethodno akumulirane inozemne obveze Hrvatsku i nadalje čine osjetljivom na rizike pogoršanja uvjeta financiranja i pogoršanja globalne investicijske klime. Međutim, ti su rizici primjetno smanjeni jačanjem vanjske pozicije Hrvatske, što ujedno pridonosi rastu otpornosti domaćeg gospodarstva.

9. Monetarna politika

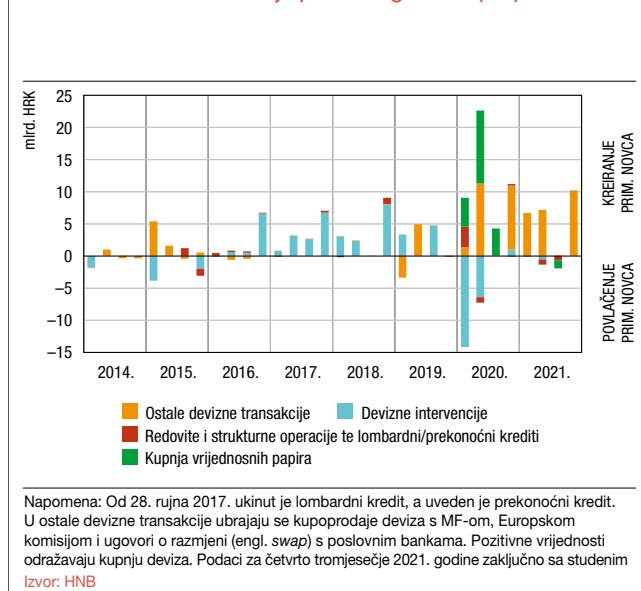
HNB je tijekom druge polovine 2021. godine nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku, uglavnom otkupljujući devizne priljeve od Ministarstva financija (MF). Kao i tijekom prve polovine godine, zbog stabilnih financijskih uvjeta na domaćim financijskim tržištima, središnja banka nije posezala za dodatnim mjerama monetarne politike.

Tečaj kune prema euru bio je tijekom druge polovine godine relativno stabilan te su izostali znatniji pritisci na deviznom tržištu. Stoga HNB, nakon što je bankama putem deviznih intervencija u travnju i lipnju ukupno neto prodao 70 mil. EUR, tijekom druge polovine godine nije dodatno intervenirao. S druge strane, u više je navrata nastavio otkupljivati devizne priljeve od MF-a, koji su uglavnom vezani uz sredstva iz fondova EU-a. Tako je, osim 1,8 mlrd. EUR u prvoj polovini godine, HNB tijekom

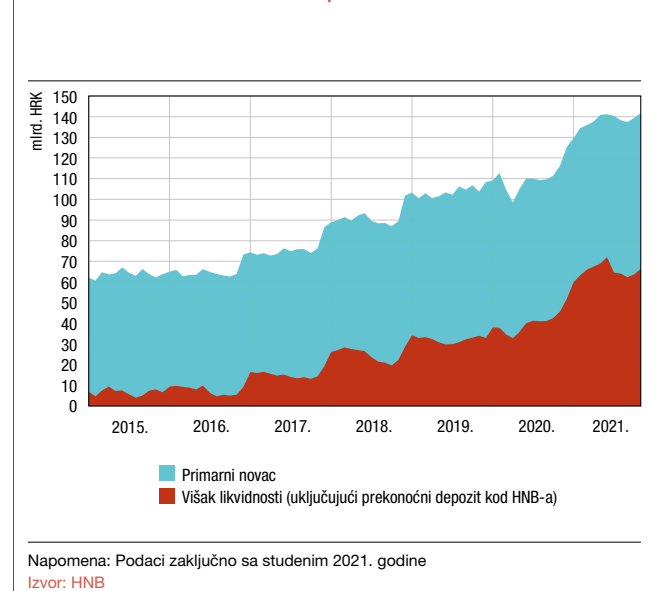
razdoblja od srpnja do kraja studenoga neto otkupio 1,4 mlrd. EUR. Promatraju li se ukupne devizne transakcije, u razdoblju od početka godine do studenoga 2021., HNB je neto otkupio 3,1 mlrd. EUR, čime je ukupno kreirao 23,5 mlrd. kuna primarnog novca (Slika 9.1.).

Za razliku od prve polovine 2020., kada je HNB u cilju očuvanja stabilnosti tržišta državnih vrijednosnih papira kupovao državne obveznice, tijekom prvih jedanaest mjeseci 2021. nije bilo potrebe za provedbom ove mjere monetarne politike. Dospjeća pojedinih obveznica smanjila su stanje ukupno upisanih obveznica RH za 1,4 mlrd. kuna u odnosu na kraj prošle godine. Kada je riječ o ostalim kuskim operacijama, HNB je nastavio održavati redovite tjedne operacije uz fiksnu stopu od 0,05%. Međutim, zbog slabog interesa banaka u uvjetima izrazito

Slika 9.1. Tokovi formiranja primarnog novca (M0)



Slika 9.2. Likvidnost banaka i primarni novac



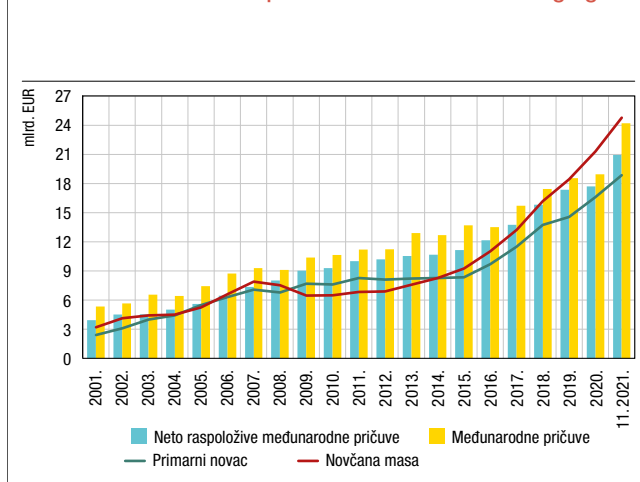
velikog viška kunske likvidnosti u monetarnom sustavu, HNB u prvih jedanaest mjeseci 2021. nije plasirao sredstva putem ovog instrumenta monetarne politike. Strukturnim operacijama također nije kreirana dodatna kunska likvidnost te je njihovo stanje na kraju studenoga iznosilo 3,1 mlrd. kuna, što je smanjenje od 1,5 mlrd. kuna u odnosu na kraj 2020. zbog prijevremenih otpmeta.

Nakon dosezanja povijesnog maksimuma prosječnoga dnevnog viška likvidnosti domaćega bankovnog sustava od 72,0 mlrd. kuna u lipnju, slobodna novčana sredstva banaka tijekom druge su se polovine godine smanjila uglavnom zbog snažnog povećanja kunskih depozita države kod HNB-a te su u studenome iznosila 66,4 mlrd. kuna. Ipak, višak likvidnosti povećao se u odnosu na kraj 2020. godine, kada je iznosio 54,7 mlrd. kuna (Slika 9.2.), što je ponajprije rezultat otkupa deviza od države.

Bruto međunarodne pričuve RH na kraju studenoga 2021. iznosile su 24,2 mlrd. EUR (Slika 9.3.), što je porast od 5,3 mlrd. EUR (27,8%) u usporedbi s krajem 2020. godine. Neto raspoložive pričuve u istom su razdoblju porasle za 3,3 mlrd. EUR (18,4%) te su na kraju studenoga dosegnule 20,9 mlrd. EUR. Na povećanje bruto pričuva najviše su djelovali otkup deviza od države, viša razina ugovorenih repo poslova te nova alokacija posebnih prava vučenja Hrvatske u Međunarodnome monetarnom fondu. Bruto i neto pričuve i nadalje premašuju primarni novac (M0). Valja naglasiti da bi eventualnu potrebu za dodatnom deviznom likvidnošću HNB još uvijek mogao pokriti sredstvima dostupnima na temelju valutnog ugovora o razmjeni (engl. *swap line*) kuna za eure u iznosu do 2 mlrd. EUR, prvi put dogovorenog u travnju 2020. s Europskom središnjom bankom.

Tečaj kune prema euru bio je tijekom 2021. godine stabilan. Nakon blage deprecijacije u prvom tromjesečju, aprecijacija nominalnog tečaja kune prema euru započeta tijekom svibnja i lipnja nastavila se sve do polovine srpnja, kada je tečaj počeo slabjeti zbog porasta epidemiološke neizvjesnosti te izražene potražnje financijskoga i korporativnog sektora za devizama. U kolovozu je tečaj blago aprecirao pod utjecajem pojačanog priljeva deviza tijekom vrhunca turističke sezone. Tijekom rujna tečaj je počeo blago deprecirati i taj je trend nastavljen tijekom sljedeća dva mjeseca. Na kraju studenoga 2021., tečaj kune prema euru iznosio je 7,52 EUR/HRK, što je za 0,4% niže nego na kraju istog mjeseca 2020., dok je prosječni tečaj u prvih jedanaest mjeseci 2021. također iznosio 7,52 EUR/HRK ili 0,1% niže od prosječnog tečaja ostvarenog u istom razdoblju prethodne

Slika 9.3. Međunarodne pričuve HNB-a i monetarni agregati



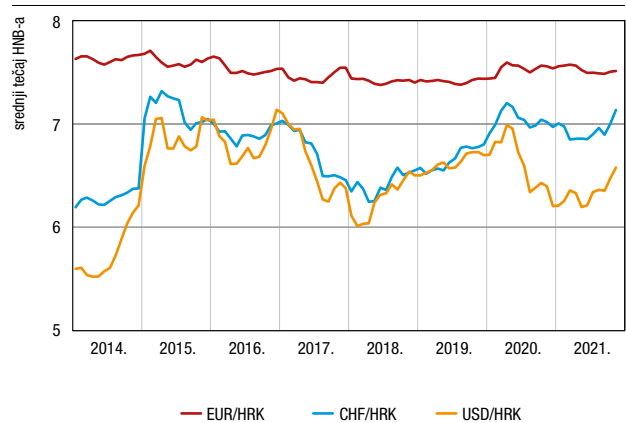
Napomena: Neto raspoložive pričuve definirane su kao međunarodne pričuve umanjene za deviznu inozemnu pasivu HNB-a, obveznu pričuvu u devizama, devizne depozite države i izvanbilančne obveze (ugovori o razmjeni). Podatak za novčanu masu u 2021. odnosi se na listopad.

Izvor: HNB

godine (Slika 9.3.). U odnosu na središnji paritet²⁵ prosječni se tečaj u razdoblju od ulaska Hrvatske u europski tečajni mehanizam do kraja studenoga 2021. kretao u vrlo uskom rasponu od -1,0% do +0,8%. Tečaj kune prema američkom dolaru i švicarskom franku na kraju studenoga 2021. bio je viši nego na kraju istog mjeseca 2020., što odražava slabljenje eura prema tim valutama na svjetskim financijskim tržištima.

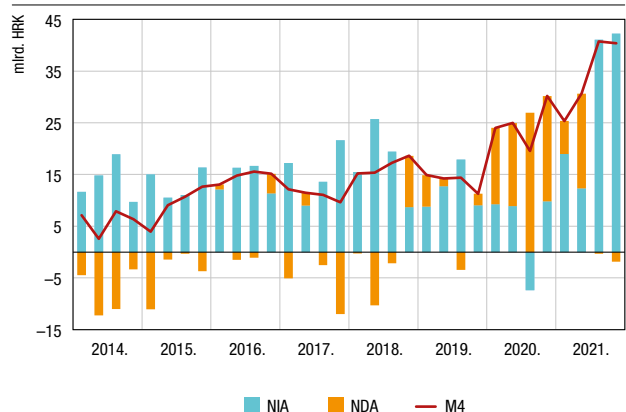
Tijekom druge polovine 2021. nastavljen je snažan rast monetarnih agregata, i to jačim intenzitetom nego u prvih šest mjeseci. Godišnja stopa rasta ukupnih likvidnih sredstava (M4) iznosila je 11,2% na kraju listopada 2021. (na osnovi transakcija), što je ubrzanje u odnosu na rast od 8,7% u lipnju te 9,1% na kraju prošle godine (Slika 9.5.). Rastu M4 pridonio je snažan rast neto inozemne aktive (NIA) potaknut ponajprije sezonskim priljevima deviza od turizma, ali i otkupom deviznih priljeva od MF-a, koji su uglavnom vezani uz sredstva iz fondova EU-a.

Slika 9.4. Nominalni tečajevi kune prema odabranim valutama



Izvor: HNB

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



Napomena: Apsolutne promjene isključuju utjecaj tečaja. Podaci za četvrto tromjesečje 2021. odnose se na kraj listopada.

Izvor: HNB

25 Hrvatska je u srpnju 2020. pristupila europskom tečajnom mehanizmu. Pritom je kao središnji nominalni paritet određena razina od 7,5345 kuna za jedan euro te standardan raspon fluktuacija od $\pm 15\%$ oko spomenutog pariteta.

Istodobno je neto domaća aktiva (NDA) zabilježila smanjenje kao odraz smanjenja neto potraživanja od središnje države, pri čemu su porasli depoziti države kod HNB-a, dok su potraživanja samo neznatno porasla.

S obzirom na očekivani porast viška na tekućem i kapitalnom

računu platne bilance, može se očekivati da će HNB i u sljedećoj godini povećavati međunarodne pričuve i kreirati primarni novac putem deviznih transakcija, održavajući pritom stabilnost tečaja kune prema euru. Monetarna će politika zbog toga nadalje biti ekspanzivno orijentirana.

10. Javne financije

Prema tromjesečnim podacima o izvršenju proračuna konsolidirane opće države (metodologija ESA 2010), u prvoj polovini 2021. godine ostvaren je proračunski manjak od 9,3 mlrd. kuna. Navedeno ostvarenje jest poboljšanje u odnosu na manjak od 15,2 mlrd. kuna ostvaren u istom razdoblju lani, što odražava blaže protupandemijske mjere, gospodarski oporavak te smanjenu potrebu za fiskalnim potporama. Promatrano po tromjesečjima, u prvom je tromjesečju ostvaren manjak od 4,6 mlrd. kuna, usporediv s istim razdobljem lani, a u drugom tromjesečju manjak je iznosio 4,7 mlrd. kuna, što je zamjetno poboljšanje u odnosu na manjak od 10,8 mlrd. kuna ostvaren u istom razdoblju 2020.

Krajem listopada Vlada RH je donijela, a sredinom studenoga Hrvatski sabor izglasao prijedlog izmjena i dopuna Državnog proračuna i Financijskih planova izvanproračunskih korisnika za 2021., pri čemu je planirana razina manjka konsolidirane opće države povećana za 3,6 mlrd. kuna u odnosu na doneseni rebalans proračuna iz lipnja. Tako se sada planira manjak proračuna od 18,9 mlrd. kuna (4,5% BDP-a), u odnosu na prethodnih 15,3 mlrd. kuna (3,6% BDP-a). Povećanje manjka proizlazi poglavito iz većih rashoda na razini državnog proračuna, dok se očekivani saldo izvanproračunskih fondova i lokalne države nije znatnije mijenjao.

Kada je riječ o kretanju ukupnih prihoda prema metodologiji ESA, u prvom je polugodištu 2021. bio zabilježen znatan rast ukupnih prihoda u odnosu na usporedivo razdoblje prethodne godine (13,7%). Porastu ukupnih prihoda najviše je pridonio snažan rast prihoda od neizravnih poreza, uzrokovan ponajprije oporavkom osobne potrošnje i turističke aktivnosti, ali i izmjenom propisa u trošarinskom sustavu vezano uz povećanje trošarina na duhan i duhanske proizvode. U istom su smjeru djelovali

i ostali prihodi, čiji je rast u velikoj mjeri posljedica porasta korištenja sredstava iz fondova EU-a. Također, prihodi od socijalnih doprinosa pozitivno su pridonijeli kretanju ukupnih prihoda, odražavajući povoljna kretanja na tržištu rada, odnosno porast plaća i zaposlenosti.

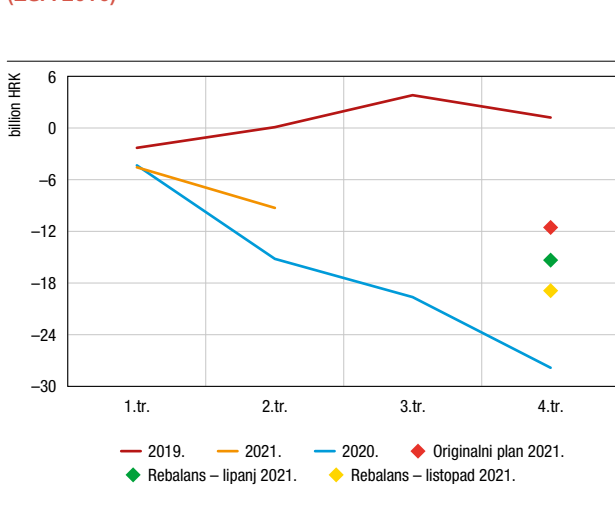
Suprotno navedenome, prihodi od izravnih poreza negativno su pridonijeli kretanju ukupnih prihoda, odražavajući ponajviše utjecaj petoga kruga porezne reforme, odnosno izmjena (smanjenja stopa oporezivanja) u sustavu poreza na dobit i dohodak, koje su u primjeni od 1. siječnja 2021.

Na rashodnoj je strani proračuna prema metodologiji ESA u prvom polugodištu 2021. zabilježen umjeren rast ukupnih rashoda u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, (5,5%). Smanjenje isplaćenih potpora gospodarstvu vezanih uz pandemiju u velikoj je mjeri ublažilo rast rashodne strane proračuna. Rast ukupnih rashoda bio je ublažen i daljnjim smanjivanjem rashoda za kamate, odražavajući i nadalje vrlo povoljne uvjete financiranja na tržištu kapitala.

S druge strane, u prvom je polugodištu zabilježen rast socijalnih naknada, koji uz novčane naknade uključuju i dobra i usluge koje građanima pruža država, što je rezultat porasta rashoda za zdravstvo i većih socijalnih potpora, uključujući i COVID-19 dodatak za umirovljenike. Rashodi za zaposlene rasli su sličnom dinamikom kao i prošle godine, na što je u 2021. ponajviše utjecao rast osnovice za obračun plaća u državnim i javnim službama od 4%, koji je stupio na snagu na početku godine. Zamjetan rast primjetan je i kod investicija opće države, zbog znatnijega korištenja fondova EU-a, i rashoda za intermedijarnu potrošnju, odražavajući vjerojatno djelomice i porast materijalnih rashoda vezanih uz pandemiju.

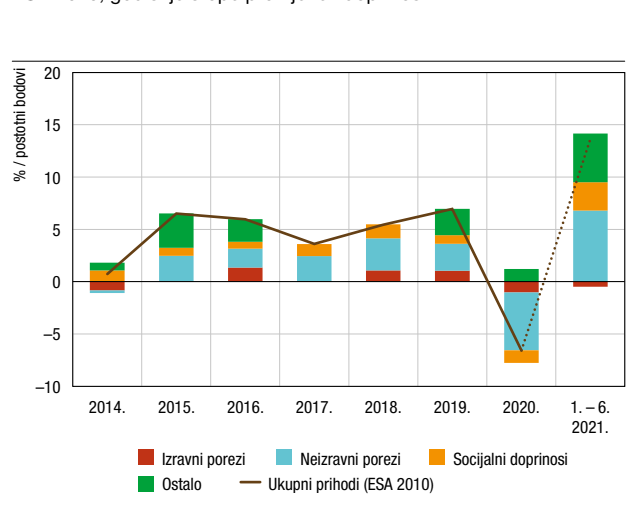
Povoljna kretanja u javnim financijama nastavila su se i

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



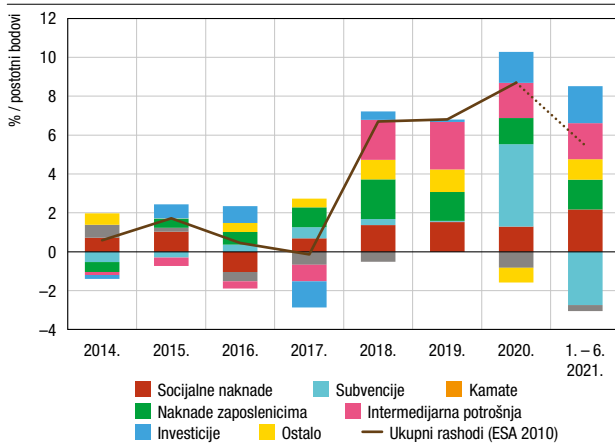
Izvori: Eurostat; MF (izračun HNB-a)

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



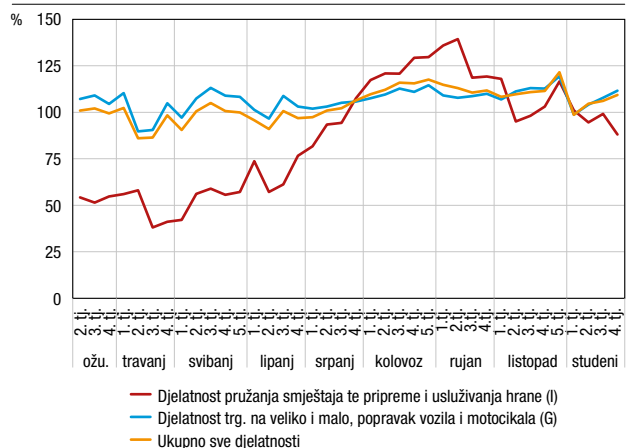
Izvor: Eurostat (izračun HNB-a)

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 2019. godine



Izvor: MF, Porezna uprava (izračun HNB-a)

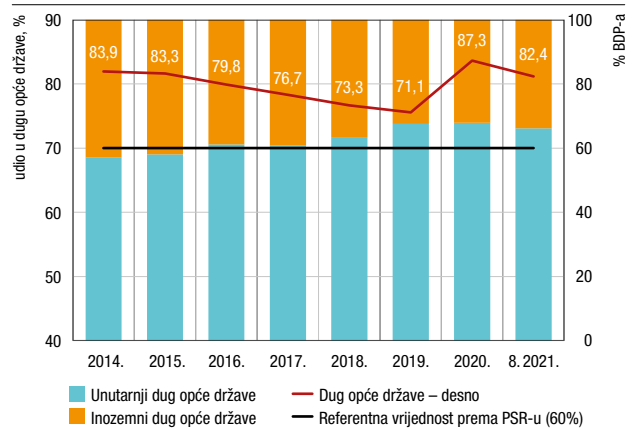
tijekom trećega te početkom četvrtog tromjesečja. Prema preliminarnim podacima MF-a za središnju državu prema Direktivi 2011/85/EU, u trećem tromjesečju 2021. zabilježen je višak proračuna središnje države u iznosu od 3,8 mlrd. kuna, što je poboljšanje od 2,4 mlrd. kuna u odnosu na višak od 1,4 mlrd. kuna ostvaren u istom razdoblju prethodne godine. Promatrajući podatke MF-a prema računskom planu za državni proračun, u trećem tromjesečju 2021. na prihodnoj strani primjetna su povoljnija kretanja indirektnih poreza (PDV-a i trošarina) i socijalnih doprinosa u odnosu na isto razdoblje lani. S druge strane, prihodi od izravnih poreza bilježe zamjetan pad u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Na rashodnoj strani proračuna u trećem je tromjesečju 2021. primjetan godišnji rast rashoda za korištenje dobara i usluga, pomoći, naknada zaposlenima te subvencija, koje su ipak rasle sporijom dinamikom, odražavajući manje iznose isplaćenih potpora za očuvanje radnih mjesta. Osim toga porasli su i rashodi za nabavu nefinancijske imovine, dok su u suprotnom smjeru djelovali jedino rashodi za kamate.

Kada je riječ o kretanju prihoda i rashoda u listopadu 2021. godine, prema podacima Ministarstva financija²⁶, ostvaren je negativan saldo proračuna središnje države od 1,8 mlrd. HRK, što je poboljšanje od 0,7 mlrd. HRK u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kao rezultat stagnacije prihoda i smanjenja rashoda. Istodobno, dostupni recentni podaci iz sustava fiskalizacije u studenome upućuju na malo povoljnija ostvarenja određenih djelatnosti u odnosu na listopad.

Dug konsolidirane opće države na kraju kolovoza 2021. iznosio je 344,7 mlrd. kuna, što je povećanje od 14,5 mlrd. kuna u odnosu na stanje na kraju 2020. godine. Kada je riječ o relativnom pokazatelju javnoga duga, on se smanjio na 82,4% BDP-a u kolovozu 2021. s 87,3% BDP-a na kraju 2020. godine, odražavajući u velikoj mjeri povoljan utjecaj rasta gospodarske aktivnosti.

Kada je riječ o ostvarenim izdanjima na financijskim tržištima, Vlada RH na međunarodnom je tržištu krajem veljače izdala obveznice u iznosu od 2 mlrd. EUR (dva eurska izdanja u iznosu od 1 mlrd. EUR), a početkom srpnja izdala je obveznicu

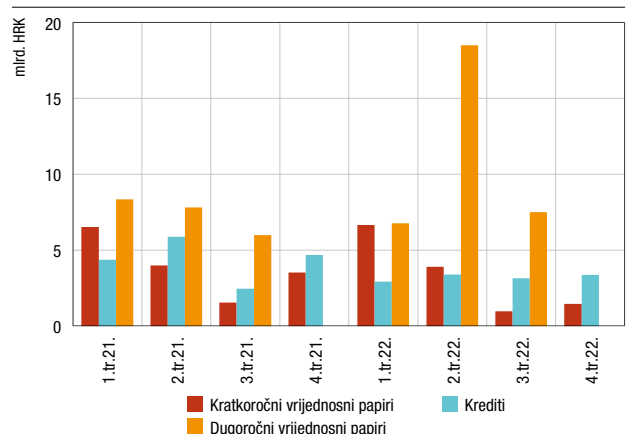
Slika 10.5. Dug opće države
stanje na kraju razdoblja



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja na kraju kolovoza 2021. korišten je nominalni BDP u posljednja četiri dostupna tromjesečja.

Izvor: HNB

Slika 10.6. Dospijuća duga opće države



Napomena: Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je na osnovi stanja na dan 20. 11. 2021., a kredita na dan 30. 9. 2021.

Izvori: MF; HNB

²⁶ 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.

na domaćem tržištu u iznosu od 9 mlrd. kuna. Prva obveznica u veljači izdana je s dospijanjem u 2033. godini uz godišnju kuponsku kamatnu stopu od 1,125% i prinos od 1,257%, dok je druga obveznica u veljači izdana s dospijanjem u 2041. uz godišnju kuponsku kamatnu stopu od 1,750% i prinos od 1,788%. Sredstva prikupljena izdanim obveznicama iskorištena su za refinanciranje dospjele euroobveznice u iznosu od 1,5 mlrd. USD

s kuponskom kamatnom stopom od 6,375%, kao i za financiranje proračunskog manjka. U srpnju je izdana i domaća obveznica s dospijanjem u 2028., uz godišnju kuponsku kamatnu stopu od 0,500% i prinos od 0,533%, pri čemu su prikupljena sredstva iskorištena za refinanciranje obveznice koja je dospijevala u srpnju 2021. u nominalnom iznosu od 6 mlrd. kuna.

11. Odstupanja od prethodne projekcije

Ocjene globalnoga gospodarskog rasta za 2021. neznatno su nepovoljnije u odnosu na očekivanja ugrađena u projekciju objavljenu u srpnju 2021. Tako bi, prema posljednjoj projekciji MMF-a, rast svjetskoga gospodarstva u 2021. mogao biti samo za 0,1 postotni bod manji negoli u prošlom projekcijskom ciklusu. Ipak, očekivani rast glavnih hrvatskih trgovinskih partnera mogao bi biti malo brži u odnosu na prošlu projekciju, što je ponajprije odraz povoljnijih ostvarenja u posljednja dva tromjesečja. Cijene nafte i drugih sirovina premašile su prethodna očekivanja, kao i ocijenjena inflacija u europodručju. Istodobno je monetarna politika najvažnijih središnjih banaka u 2021. ostala izrazito akomodativna kao potpora nastavku oporavka gospodarstva od krize uzrokovane pandemijom, uz ponešto promijenjena očekivanja glede dinamike normalizacije.

Stopa rasta realnog BDP-a u 2021. godini mogla bi iznositi 10,8%, zamjetno više nego što se očekivalo u srpnju, kada je projicirana godišnja stopa rasta iznosila 6,8%. Revizija očekivane stope rasta dominantno odražava bolja očekivanja glede doprinosa neto inozemne potražnje ukupnom gospodarskom rastu. Ukupan izvoz tako bi se mogao povećati za 31,1% u odnosu na 15,0%, koliko se očekivalo u srpnju. Revizija navise odražava bolja očekivanja i glede izvoza robe i izvoza usluga. Naime, ostvarenja u turističkoj sezoni bila su naglašeno bolja od projekcija, što se pozitivno odrazilo na izvoz usluga. Istodobno su i ostvarenja glede izvoza robe bila bolja od prethodnih očekivanja.

Kada je riječ o domaćoj potražnji, osobna potrošnja u 2021. mogla bi se povećati za 9,4%, što je više nego što je bilo ocijenjeno u srpnju (6,3%). Revizija navise u odnosu na srpanjsku projekciju odražava povoljnija ostvarenja u drugom i trećem tromjesečju u odnosu na prethodna očekivanja, kao i povoljnija kretanja glede rasta zaposlenosti i plaća. S druge strane, investicije u kapital mogle bi rasti malo sporije nego što se prije očekivalo, i povećati se za 7,9% (prethodno 8,4%). Korekcija naniže rezultat je malo lošijih ostvarenja u drugom tromjesečju. Potrošnja države također bi mogla rasti malo sporije nego što se prethodno očekivalo (1,0%, u odnosu na 1,9%), pri čemu korekcija naniže odražava ostvarenja u trećem tromjesečju. Kada je riječ o ukupnom uvozu, on bi se u 2021. mogao povećati za 19,0%, više nego što se projiciralo u srpnju, kada se očekivao rast od 12,8%. Brži rast ukupnog uvoza odražava dosadašnja ostvarenja, kao i snažniji očekivani rast ukupnog izvoza te osobne potrošnje. Pritom je korekcija donekle ublažena malo nepovoljnijim očekivanjima oko rasta investicijske aktivnosti. Revizija rasta uvoza manje je izražena od revizije rasta izvoza, pa bi doprinos neto inozemne potražnje ukupnom rastu realnog BDP-a mogao biti pozitivan (3,8 postotnih bodova, u odnosu na neutralan doprinos očekivan u prethodnoj projekciji).

Projekcija prosječne godišnje stope rasta potrošačkih cijena od 2,4% u 2021. za 0,7 postotnih bodova viša je u odnosu na projekciju iz srpnja. To je rezultat nastavka rasta cijena naftnih

Tablica 11.1. Temeljne pretpostavke, odstupanja od prethodne projekcije

	2021.		
	Prethodna projekcija (7. 2021.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
BDP (realne stope promjene, %)			
Svijet	6,0	5,9	-0,1
Europodručje	4,4	5,0	0,6
SAD	6,4	6,0	-0,4
Zemlje u razvoju i zemlje s tržištima u nastajanju	6,7	6,4	-0,3
Zemlje Srednje i Istočne Europe	4,4	6,0	1,5
Glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri	3,7	4,3	0,6
Cijene			
HICP u europodručju ^a	1,5	2,2	0,7
Cijene nafte (USD/barel) ^b	66,1	70,9	4,8
Ključne kamatne stope			
EURIBOR 3M (na kraju godine) ^c	-0,50	-0,51	0,0
ECB Main Refinancing Rate ^c	0,00	0,00	0,0
U.S. Federal Funds Target Rate ^c	0,30	0,25	-0,1

^a ESB, rujan 2021.; ^b Bloomberg, *Brent crude oil futures*; ^c Bloomberg
Izvor: MMF (WEO), listopad 2021.

derivata, zbog čega je ocijenjeni prosječan godišnji rast cijena energije na razini cijele 2021. povećan s 5,9% u prethodnoj na 7,2% u tekućoj projekciji. Nadalje, povećana je i ocjena prosječne godišnje stope promjene cijena hrane na 1,2%, dok se u prethodnoj projekciji očekivala promjena od -0,2%. U manjoj mjeri, povećanje prognoziranoga godišnjeg rasta IPC-a bez hrane i energije (1,5% u tekućoj projekciji u odnosu na 1,3% u prethodnoj). Povećanje ocijenjenih prosječnih godišnjih stopa promjene svih komponenti u odnosu na prošlu projekciju može se pripisati činiteljima na strani ponude (smanjena proizvodnja, poremećaji u lancima opskrbe te povećanje vozarina) te oporavku potražnje ponovnim otvaranjem hrvatskog, ali i drugih gospodarstava diljem svijeta.

Ocjena viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u 2021. povećana je u odnosu na prošlu projekciju za 1,8 postotnih bodova. Navedena je korekcija ponajprije posljedica znatno povoljnijeg ostvarenja prihoda od turizma tijekom ljetnih mjeseci, koja su premašila pretkriznu razinu. Ostvarenja robnog izvoza i uvoza tijekom prvih devet mjeseci 2021. također su bila znatno veća negoli se očekivalo u prošloj projekciji, pa je u skladu s tim, primjetno revidirana njihova ocjena za cijelu godinu. Pritom je korekcija na strani uvoza malo veća negoli na strani izvoza, pa je ocijenjeni manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom veći nego što se ranije očekivalo. Projekcije salda primarnoga i

sekundarnog dohotka nisu usporedive zbog metodoloških izmjena koje su se u međuvremenu dogodile na spomenutim podračunima²⁷. Isključe li se te izmjene, saldo na računu primarnog dohotka pogoršan je zbog povećane ocjene dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu, što je samo djelomično ublaženo malo povoljnijom ocjenom rasta naknada od privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu. Istodobno je zbroj salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija blago povećan zbog povoljnije ocjene neto priljeva osobnih transfera. Kada je riječ o inozemnoj zaduženosti, do kraja 2021. očekuje se viša razina bruto inozemnog duga nego u srpanjskoj projekciji, poglavito zbog većeg duga središnje banke zbog povećanog iznosa posebnih prava vučenja pri MMF-u te obujma repo poslova. Pritom treba napomenuti kako obje pozicije imaju neutralan učinak na neto inozemnu zaduženost jer za isti iznos povećavaju bruto međunarodne pričuve HNB-a. Unatoč višoj razini bruto duga, relativni bi pokazatelj bruto inozemne zaduženosti mogao biti malo niži nego što se ranije očekivalo zahvaljujući povoljnijoj ocjeni nominalnog BDP-a.

Projekcija rasta plasmana kreditnih institucija (isključujući državu) u 2021. ostala je ista kao u prošloj projekciji (3,4%). Pritom je kreditiranje stanovništva bilo snažnije, dok je kreditiranje nefinancijskih poduzeća u dosadašnjem dijelu godine bilo slabije od prethodno očekivanog. Na usporavanje plasmana poduzećima mogao bi se odraziti i bazni učinak, odnosno snažno

Tablica 11.2. Domaći pokazatelji, odstupanja od prethodne projekcije

	2021.			2022.		
	Prethodna projekcija (7.2021.)	Ostvarenje	Odstupanje	Prethodna projekcija (7.2021.)	Aktualna projekcija	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, %)						
BDP	6,8	10,8	4,0	4,4	4,1	-0,3
Osobna potrošnja	6,3	9,4	3,0	2,9	3,7	0,7
Državna potrošnja	1,9	1,0	-0,9	2,3	2,8	0,5
Investicije u kapital	8,4	7,9	-0,5	6,9	7,8	0,8
Izvoz robe i usluga	15,0	31,1	16,1	11,0	8,1	-2,8
Uvoz robe i usluga	12,8	19,0	6,2	9,5	7,8	-1,8
Tržište rada						
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, %)	1,6	2,2	0,7	1,2	1,5	0,3
Stopa nezaposlenosti (administrativna)	8,2	8,2	0,0	7,5	7,5	0,0
Stopa nezaposlenosti (anketna)	6,9	6,8	-0,1	6,3	6,2	-0,1
Cijene						
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, %)	1,7	2,4	0,7	1,5	2,4	0,9
Vanjski sektor						
Tekući račun platne bilance (% BDP-a)	-0,1	2,0	2,1	-0,9	1,4	2,4
Tekući i kapitalni račun platne bilance (% BDP-a)	2,7	4,6	1,8	2,9	5,0	2,2
Bruto inozemni dug (% BDP-a)	76,0	74,6	-1,4	69,9	68,1	-1,9
Monetarna kretanja (stope promjene, %)						
Ukupna likvidna sredstva – M4	4,9	10,1	5,3	5,4	8,0	2,6
Ukupna likvidna sredstva – M4 ^a	4,9	10,0	5,1	5,4	8,0	2,6
Plasmani (isključujući središnju državu)	2,9	2,8	-0,1	3,4	3,3	-0,2
Plasmani (isključujući središnju državu) ^a	3,4	3,4	0,0	3,5	3,4	-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

povećanje plasmana ovom sektoru u prosincu 2020. godine. Kreditiranje stanovništva bilo je ponajviše pod utjecajem rasta stambenih kredita, čemu je pridonio i nastavak državnog programa za subvencioniranje stambenih kredita, a porasli su i gotovinski nenamjenski krediti.

Projicirani rast ukupnih likvidnih sredstava (M4) u 2021.

iznosi 10,0% te je korigiran znatno naviše u odnosu na prošlu projekciju, kada je iznosio 4,9% (na osnovi transakcija). U strukturi toga najširega monetarnog agregata primjetno je prije svega osjetno veće kumuliranje novčanih sredstava na transakcijskim računima nego što se prethodno očekivalo, a ostvaren je i veći prirast deviznih depozita.

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	
	2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.	2021.	2022.
Hrvatska narodna banka (prosinc 2021.)	10,8	4,1	9,4	3,7	7,9	7,8	31,1	8,1	19,0	7,8	-	-	1,7	1,5
Eastern Europe Consensus Forecasts (studeni 2021.)	7,7	4,5	7,2	3,9	8,3	7,5	-	-	-	-	6,7	3,5	2,3	2,4
Europska banka za obnovu i razvoj (studeni 2021.)	8,4	4,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europska komisija (studeni 2021.)	8,1	5,6	7,8	3,5	2,7	1,1	22,1	15,0	15,1	11,9	-	-	2,2	2,0
Raiffeisen bank* (studeni 2021.)	7,0	4,4	7,5	3,5	8,5	11,0	20,7	14,5	13,3	9,0	6,7	4,2	2,3	2,2
Međunarodni monetarni fond (listopad 2021.)	6,3	5,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0	2,0
Ministarstvo financija (listopad 2021.)	9,0	4,4	8,4	3,2	6,9	12,1	23,9	10,7	15,3	10,7	-	-	2,4	2,6
Svjetska banka (listopad 2021.)	7,6	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

Napomena: Projekcija Ministarstva financija preuzeta je iz Plana konvergencije RH za 2021. i 2022.

Izvor: publikacije navedenih institucija

13. Dodatak B. Usporedba Hrvatske i odabranih zemalja

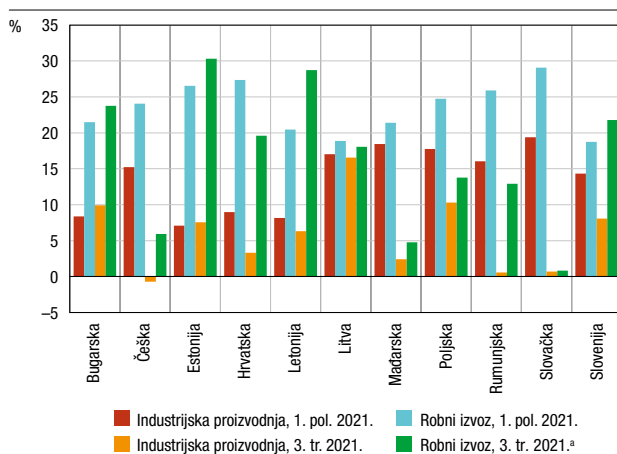
Tablica 13.1. Bruto domaći proizvod

	Godišnje stope promjene, originalni podaci			Tromjesečne stope promjene, sezonski prilagođeni podaci			
	2018.	2019.	2020.	4. tr. 2020.	1. tr. 2021.	2. tr. 2021.	3. tr. 2021.
Bugarska	3,1	3,7	-4,2	-0,2	-0,1	-0,3	-
Češka	3,2	2,3	-5,6	0,7	-0,4	1,0	-0,3
Estonija	4,4	5,0	-2,9	2,6	3,9	4,3	-
Hrvatska	2,9	3,5	-8,1	4,0	7,3	0,8	2,7
Letonija	4,0	2,0	-3,6	1,5	0,5	2,6	-
Litva	3,9	4,3	-0,9	1,8	2,1	2,0	0,0
Mađarska	5,4	4,6	-5,0	1,9	1,6	2,9	-
Poljska	5,4	4,7	-2,7	-0,4	1,4	1,6	-
Rumunjska	4,5	4,1	-3,9	3,8	2,2	1,5	0,3
Slovačka	3,7	2,5	-4,8	0,4	-1,3	1,9	0,4
Slovenija	4,4	3,2	-5,5	-0,2	1,5	1,9	-
Prosjeck^a	4,1	3,6	-4,3	1,4	1,7	1,8	0,6

^a Jednostavni prosjek

Izvori: Eurostat; EK; DZS; HNB

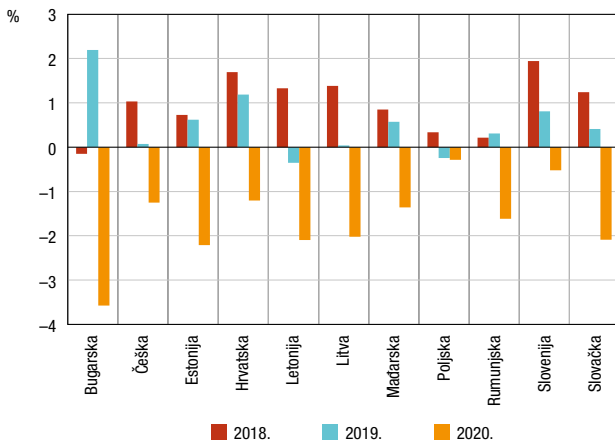
Slika 13.1. Industrijska proizvodnja i robni izvoz godišnje stope promjene



^a Podaci za Estoniju odnose se na srpanj i kolovoz 2021.

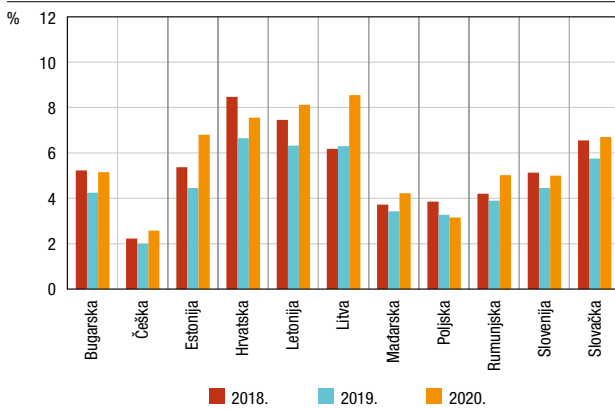
Izvori: Eurostat; DZS

Slika 13.2. Anketna zaposlenost
godišnje stope promjene



Izvor: Eurostat

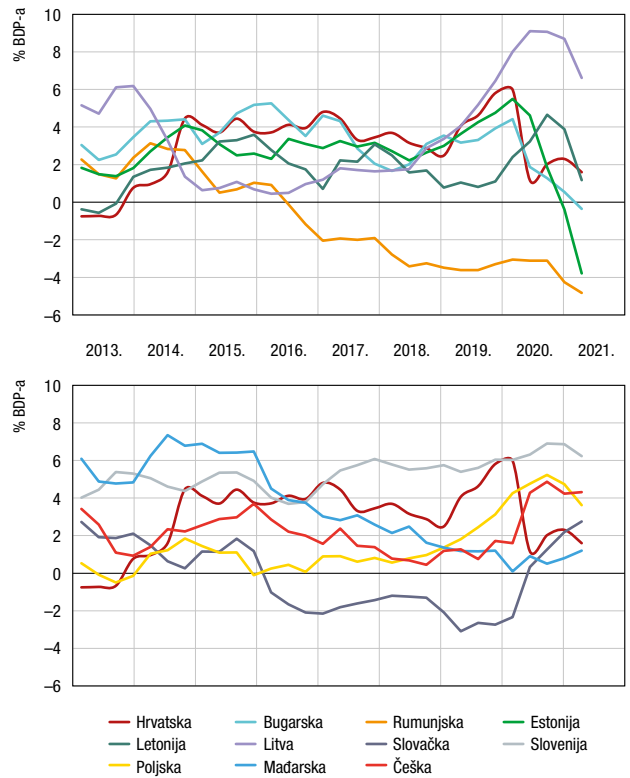
Slika 13.3. Anketna stopa nezaposlenosti



Napomena: Podaci iz Ankete o radnoj snazi prikazani su zaključno s 2020. godinom, s obzirom na to da zbog izmijenjene metodologije podaci od prvog tromjesečja 2021. nisu usporedivi s prethodno objavljenim podacima.

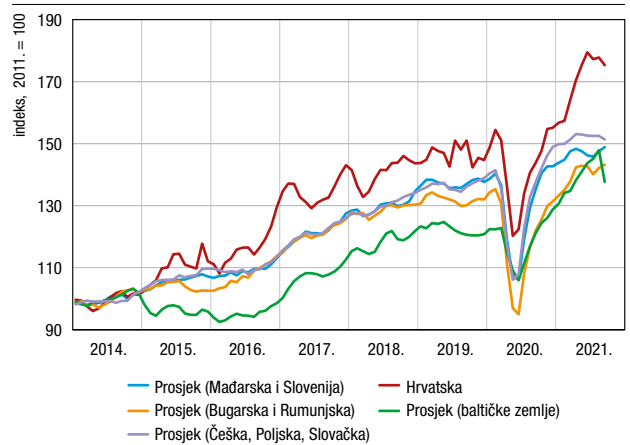
Izvor: Eurostat

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



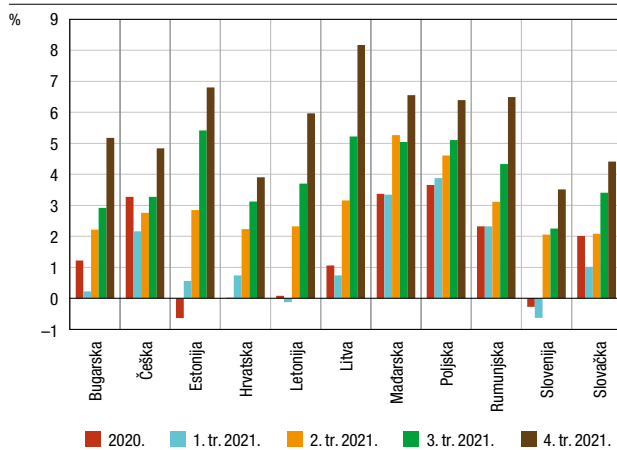
Izvori: Eurostat; HNB

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



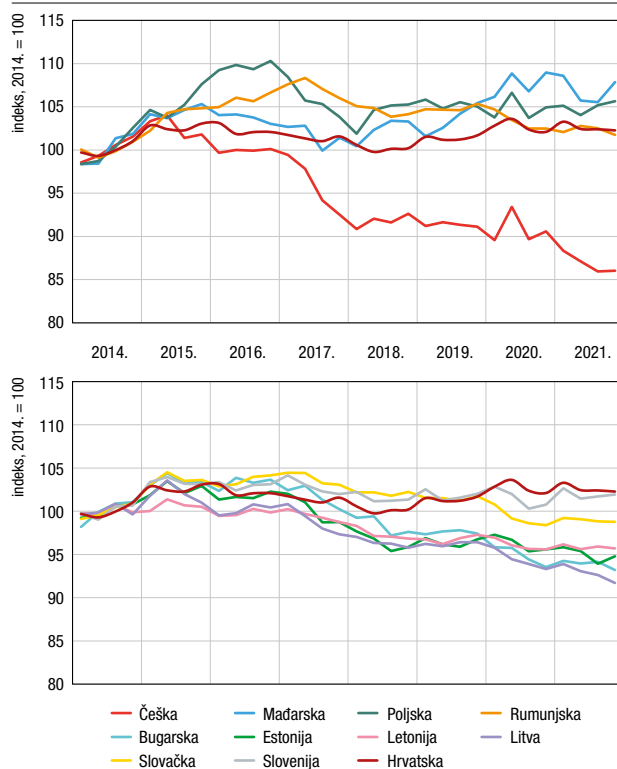
Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.6. Inflacija potrošačkih cijena
prosječne godišnje stope promjene



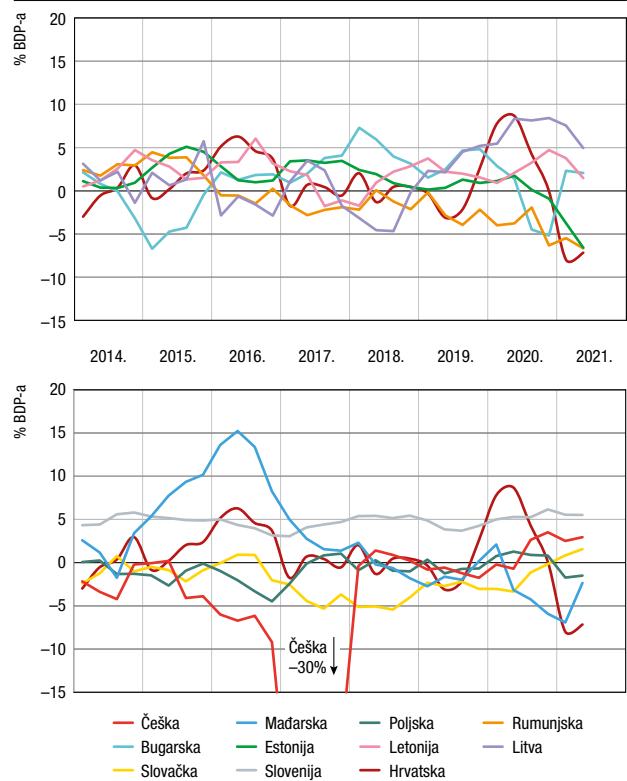
Napomena: Podaci za četvrto tromjesečje 2021. odnose se na listopad.
Izvor: Eurostat

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



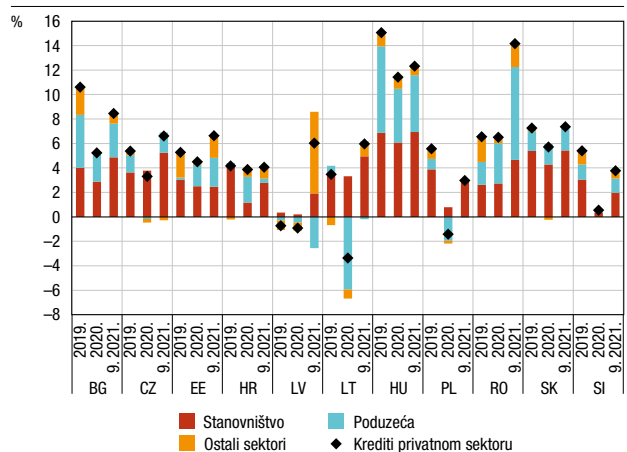
Napomena: Podaci za 2021. odnose se na razdoblje od siječnja do listopada. Pad indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.
Izvor: BIS; HNB

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



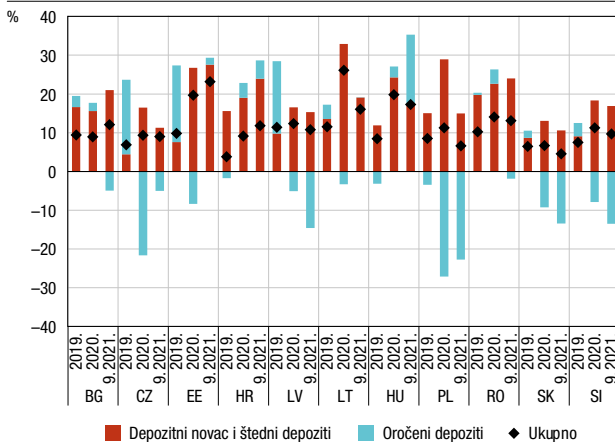
Izvori: Eurostat; HNB

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



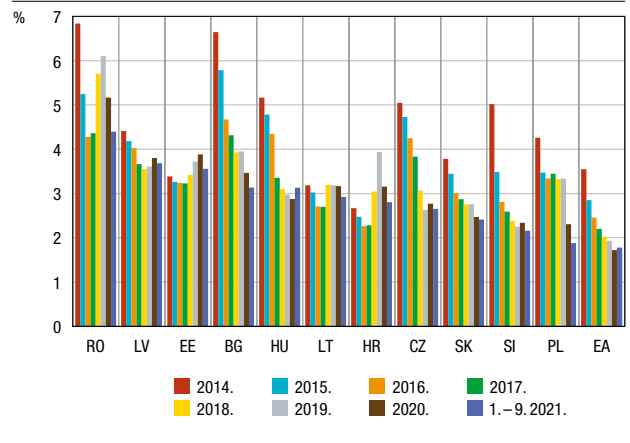
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.10. Depoziti privatnog sektora
godišnje stope promjene, na osnovi transakcija



Izvori: ESB; HNB

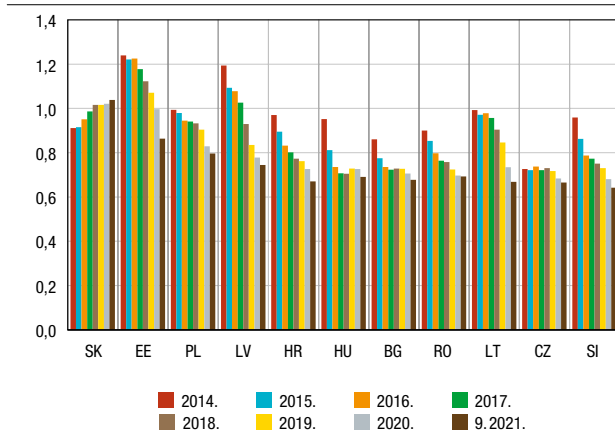
Slika 13.13. Kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima



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

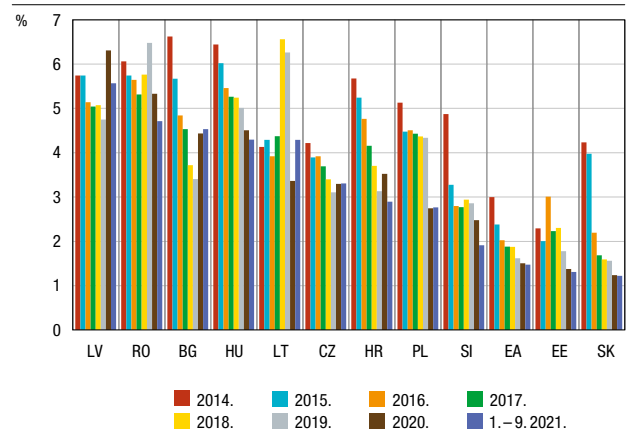
Izvor: ESB

Slika 13.11. Omjer plasmana i depozita privatnog sektora



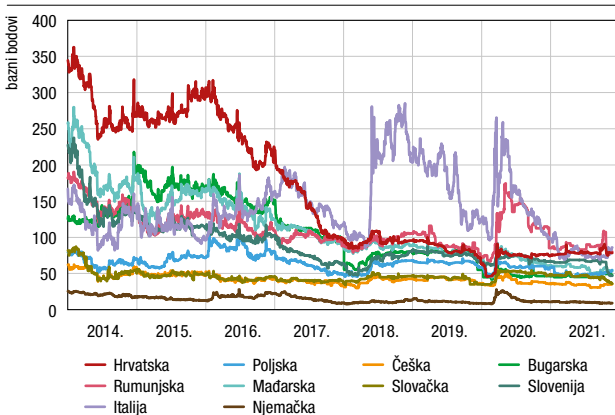
Izvori: ESB; HNB

Slika 13.14. Kamatne stope na stambene kredite



Izvori: ESB; nacionalne središnje banke

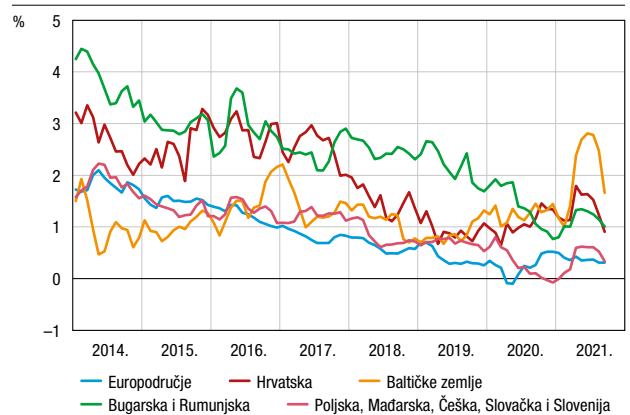
Slika 13.12. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje državne obveznice odabranih zemalja



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

Izvor: S&P Capital IQ

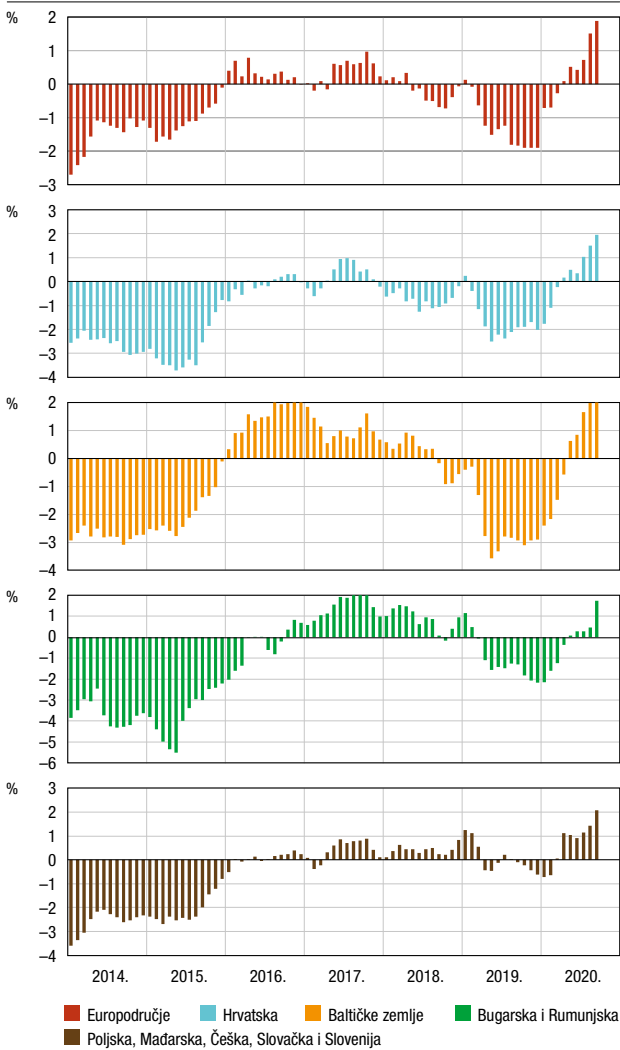
Slika 13.15. Očekivana realna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

Izvori: ESB; Consensus Forecasts

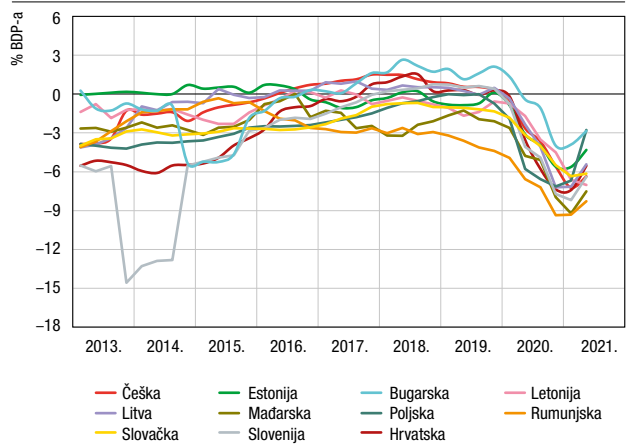
Slika 13.16. Razlika između očekivane i ostvarene realne kamatne stope na kredite poduzećima do 1 god. do 1 mil. EUR



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

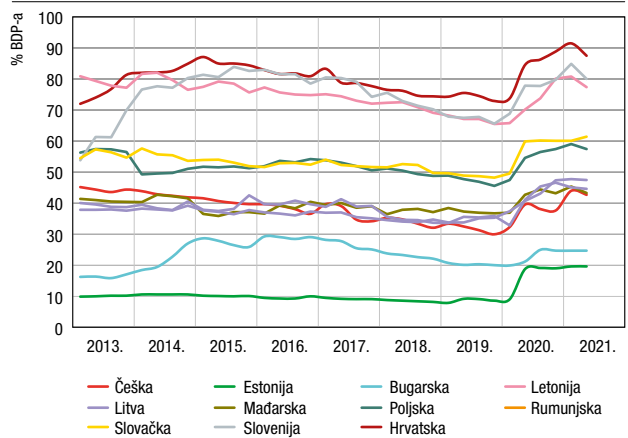
Izvori: ESB; *Consensus Forecasts*

Slika 13.17. Saldo konsolidirane opće države pomični zbrojevi četiriju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Slika 13.18. Dug opće države stanje na kraju tromjesečja



Izvori: Eurostat; HNB

Kratice i znakovi

Kratice

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

Troslovne oznake za valute

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

Dvoslovne oznake za zemlje

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

Znakovi

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

