



HRVATSKA NARODNA BANKA

Pregledi P-44

Povrat na inozemna ulaganja u Hrvatskoj i usporedivim zemljama

Andrijana Ćudina

Zagreb, kolovoz 2019.



HNB

PREGLEDI P-44

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO

Vedran Šošić
Gordi Sušić
Davor Kunovac
Tomislav Ridzak
Evan Kraft
Maroje Lang
Ante Žigman

UREDNICA

Romana Sinković

LEKTORICA

Antonija Vidović

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

GRAFIČKI UREDNIK

Slavko Križnjak

Za stajališta iznesena u ovom radu odgovorni su autori i ta stajališta nisu nužno istovjetna službenim stajalištima Hrvatske narodne banke.

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

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 1334-0085 (online)



HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

PREGLEDI P-44

Povrat na inozemna ulaganja u Hrvatskoj i usporedivim zemljama

Andrijana Ćudina

Zagreb, kolovoz 2019.

Sažetak

U radu se analiziraju dohoci povezani s inozemnim ulaganjima kao i njihov utjecaj na tekući račun platne bilance i inozemnu investicijsku poziciju. Saldo dohodaka od inozemnih ulaganja primarno ovisi o visini akumulirane inozemne financijske imovine u posjedu rezidenata te visini njihovih obveza prema inozemstvu. Međutim, važnu ulogu imaju i relativni prinosi koji se ostvaruju od pojedinih vrsta ulaganja, a koji ovise o prilikama na domaćim i inozemnim financijskim tržištima. Važnost relativnih prinosa za ukupne dohotke od ulaganja posebno je postala naglašena nakon globalne financijske krize koja je dovela do strukturnih promjena u međunarodnim tokovima kapitala. Iako je nakon krize zamjetno smanjen obujam tokova kapitala, kao i relativni prinosi, istodobno je porasla relativna važnost vlasničkih ulaganja koja u pravilu nose više prinose nego dužnička ulaganja. Jačanje gospodarskog rasta u zemlji i okružju vjerojatno će rezultirati rastom prinosa na vlasnička ulaganja, ali i kamatnih stopa, zbog čega bi dohoci povezani s inozemnim ulaganjima mogli imati sve veći utjecaj na saldo tekućeg računa platne bilance. Takva kretanja dodatno bi mogla biti naglašena kod zemalja koje imaju izrazito negativnu (neto dužničku) poziciju prema inozemstvu, kao što je to slučaj kod većine zemalja Srednje i Istočne Europe, a posebice kod Hrvatske.

Ključne riječi:

inozemni dohoci, povrat na inozemna ulaganja

JEL klasifikacija:

F21, F3

Sadržaj

Sažetak	v
1. Uvod	1
2. Pregled literature	2
3. Inozemna investicijska pozicija i dohoci od inozemnih ulaganja	2
4. Povrat na inozemna ulaganja	4
4.1. Metodologija i podaci	4
4.2. Relativni dohodovni prinos od vlasničkih ulaganja	5
4.3. Relativni dohodovni prinos od dužničkih ulaganja	6
4.4. Strukturna dekompozicija promjene dohodaka od inozemnih ulaganja	7
4.5. Vrijednosna usklađenja	8
5. Zaključak	9
Dodatak 1. Odabrane determinante relativnih prinosa na inozemna ulaganja	10
Dodatak 2. Prinosi na inozemna ulaganja u Hrvatsku	10
Dodatak 3. Prinosi na inozemna ulaganja u odabranim zemljama	11
Dodatak 4. Strukturna dekompozicija promjene dohodaka od inozemnih ulaganja	12
Popis literature	13

1. Uvod

Rastući trend financijske globalizacije i integracije koji je trajao gotovo dva desetljeća naglo je narušen krajem 2008. kada je svijet pogodila financijska kriza. Nakon toga su se međunarodni tokovi kapitala značajno smanjili, posebno u segmentu bankovnog dužničkog financiranja, dok su vlasnička ulaganja ostala nešto stabilnija (Lane i Milesi-Ferreti, 2017.). Takvim su promjenama bile zahvaćene i nove zemlje članice Europske unije koje su u razdoblju prije krize svoj snažan gospodarski rast uvelike financirale inozemnim kapitalom, posljedično akumulirajući vanjske neravnoteže. Priljevi kapitala posebno su bili snažni uoči prvog vala proširenja EU-a 2004. godine, koji je dodatno potaknuo ekonomsku i financijsku integraciju među europskim zemljama. Hrvatska je, pak, bez obzira na odgođeno pristupanje EU-u i unatoč ograničavajućim mjerama središnje banke, u godinama prije krize iskusila čak i snažnije priljeve kapitala od većine tadašnjih novih članica. U međuvremenu su srednjoeuropske zemlje uglavnom uravnotežile svoje tekuće račune ili čak počele ostvarivati platnobilančne viškove, pa su tako već 2012. postale neto izvoznice kapitala. Međutim, unatoč tome još uvijek nije uslijedilo značajnije poboljšanje njihove neto inozemne investicijske pozicije (engl. *International Investment Position*, IIP)¹.

S povećanjem neto obveza novih članica EU-a prema inozemstvu tijekom pretkriznog razdoblja, pogoršavala se i njihova bilanca dohodaka povezanih s inozemnim ulaganjima. Bilanca dohodaka od inozemnih ulaganja podrazumijeva razliku između prihoda koje ostvaruju rezidenti od inozemne imovine i rashoda koje plaćaju na svoje inozemne obveze. Statistički, dohoci od inozemnih ulaganja knjiže se na računu primarnih dohodaka platne bilance, a uključuju dobit iz tekućeg poslovanja koja pripada inozemnim vlasnicima udjela u poslovnim subjektima, zatim prinose na dužničke vrijednosne papire te kamatne dohotke iz kreditnih odnosa između rezidenata i nerezidenata. Kada je riječ o inozemnim ulaganjima, važno je spomenuti da osim spomenutih primarnih dohodaka (engl. *income stream*) inozemni ulagači ostvaruju i kapitalnu dobit (engl. *capital gain*), što zajedno čini njihov ukupni povrat na ulaganja (engl. *total return*). Kapitalna dobit ne bilježi se na tekućem računu platne bilance, već se statistički knjiži kao dio neto inozemne investicijske pozicije jer se realizira kroz promjenu tržišne vrijednosti financijske inozemne imovine i obveza.

Kada se analizira bilanca inozemnih investicijskih dohodaka, obično se najviše pozornosti pridaje analizi agregatnih stanja inozemne imovine i obveza te njihovoj sektorskoj i portfeljnoj strukturi. No obujam ukupnih prihoda i rashoda od inozemnih ulaganja određen je ne samo razinom akumulirane imovine, odnosno obveza prema inozemstvu, već i relativnim dohodovnim prinosom (engl. *income yield*) od pojedinih oblika kapitala kojima se financira tekući račun platne bilance.

Relativne cijene različitih oblika inozemnog financiranja postale su još važnije nakon globalne krize. Naime, s dosegnutim vrlo visokim stupnjem financijske integracije zemlje su postale izloženije i osjetljivije na promjene cijena financijske imovine (globalnih prinosa ili kamatnih stopa) u drugim zemljama, i to ovisno o veličini i strukturi svojih bruto financijskih tokova s inozemstvom. Struktura inozemne imovine i obveza značajno se može razlikovati među zemljama po omjeru dužničkog i vlasničkog financiranja, valutnoj strukturi, ročnosti i sl., što će odrediti kako će promjena relativnih cijena različitih oblika financiranja utjecati na dinamiku bilance inozemnih dohodaka pojedinih zemalja. Primjerice, rastuća važnost vlasničkih ulaganja, koja u pravilu ostvaruju više prinose, na strani imovine u odnosu na obveze može stvoriti pozitivne učinke na bilancu inozemnih dohodaka, dok će suprotan učinak imati rast važnosti vlasničkih ulaganja na strani obveza.

Iako je pitanje relativnih prinosa jako važno za zemlje s izraženim makroekonomskim neravnotežama, ono je samo djelomično istraženo kada je riječ o skupini zemalja Srednje i Istočne Europe. S ciljem detaljnijeg ispitivanja utjecaja strukture inozemne bilance i relativnih prinosa, u radu se dekomponiraju njihovi doprinosi dinamici bilance dohodaka od ulaganja na primjeru Hrvatske i odabranih drugih novih članica EU-a. Time se barem djelomično pokušava odgovoriti na pitanje ostvaruje li štednja uložena u inozemstvo zadovoljavajuće prinose i koliki je relativni trošak financiranja obveza te kako bi očekivane promjene uvjeta financiranja i tokova kapitala u budućnosti mogle utjecati na vanjske neravnoteže. Razmatraju se i učinci promjene tržišne vrijednosti inozemne imovine i obveza. Naime, velika stanja imovine i obveza podložna su vrijednosnim usklađenjima, koja mogu uvelike utjecati na promjenu stanja čak i kada su tokovi kapitala mali, pa ih kao takve vrijedi podrobnije analizirati.

Rad je organiziran na sljedeći način. Nakon uvoda slijedi pregled empirijske literature s osnovnim zaključcima. Potom se u Poglavlju 3. analizira inozemna investicijska pozicija Hrvatske i pet usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe kao i dohoci povezani s inozemnim ulaganjima. U Poglavlju 4., nakon metodoloških objašnjenja i opisa podataka, računaju se relativni prinosi po pojedinim vrstama ulaganja te njihov utjecaj na dinamiku bilance dohodaka od ulaganja, a ispituje se i utjecaj vrijednosnih usklađenja na inozemnu investicijsku poziciju. Na kraju, u Poglavlju 5. sažimaju se ključni nalazi. Prilog 1. donosi prikaz relativnih prinosa po različitim vrstama ulaganja za pojedine zemlje, pri čemu izračunati pokazatelji za europodručje mogu poslužiti kao svojevrсни referentni pokazatelj uvjeta na inozemnim tržištima. Prilog 2. daje detaljan prikaz strukturne dekompozicije promjene dohodaka od ulaganja.

¹ Inozemna investicijska pozicija (engl. *International Investment Position*, IIP) u statističkom smislu jest stanje akumulirane inozemne imovine umanjeno za stanje akumuliranih inozemnih obveza. Pritom zbroj platnobilančnih transakcija na osnovi izravnih, portfeljnih i ostalih ulaganja te međunarodnih pričuva, korigiranih za promjene cijena, tečaja i drugih utjecaja, čini inozemnu investicijsku poziciju (MMF, 2014.).

2. Pregled literature

Većina dostupne empirijske literature koja se bavi pitanjem relativnih prinosa motivirana je slučajem Sjedinjenih Američkih Država koje, unatoč akumuliranoj negativnoj neto investicijskoj poziciji (neto dužničkoj poziciji) prema ostatku svijeta, ostvaruju pozitivne neto dohotke od inozemnih ulaganja, što ima važnu ulogu u održivosti njihove inozemne pozicije. Pozitivna razlika (diferencijal) između relativnih prinosa na inozemnu imovinu i obveze SAD-a u literaturi se često povezuje sa statusom dolara kao jedine svjetske rezervne valute koji američkom gospodarstvu osigurava određene privilegije (*privilege exorbitant*²). U empirijskim radovima ta se razlika kreće u dosta širokom rasponu zbog različitog obuhvata podataka, metodoloških razlika i tretmana vrijednosnih usklađenja, ali uvijek je pozitivna i značajna, posebno kod vlasničkih ulaganja (Forbes, 2010.; Habib, 2010.; Gourinchas i sur. 2010.; Curcuro i sur., 2012., 2013.). Pozitivni nalazi pripisuju se dobroj investicijskoj politici američkih ulagača, odnosno povoljnoj sektorskoj i geografskoj distribuciji njihovih ulaganja diljem svijeta, ali i ulozi američkog dolara kao rezervne svjetske valute. Kod dužničkih ulaganja uglavnom se ne ostvaruju pozitivne razlike u prinosima.

Slične pojave bilježe se i na primjeru nekih drugih razvijenih zemalja, primjerice Japana i Švicarske, dok u slučaju europa područja te pozitivne razlike nema, unatoč tome što je euro nakon svog stvaranja 1999. postao druga razmjerno važna svjetska rezervna valuta (Lane i Milesi-Ferretti, 2005.; Meissner i Taylor, 2006.; Habib, 2010.; Rogoff i Tashiro, 2015.; Darvas i Hüttl, 2017.). Iznimno, među članicama europa područja tek Francuska, Španjolska i Njemačka ostvaruju pozitivnu razliku u prinosima, i to od vlasničkih ulaganja, ali i dalje znatno manju nego SAD, čemu je razlog djelomice i veliki udio ulaganja u međusobna tržišta na kojima se ostvaruju razmjerno niski prinosi. Primjer Njemačke detaljno su istražili Knetsch i sur. (2016.), također zaključujući kako je trend pada kamatnih stopa nakon globalne krize negativno djelovao na Njemačku kao neto kreditora na međunarodnom tržištu, dok je s druge strane

Njemačka profitirala od promjena u strukturi inozemnih tokova kapitala. Naime, dok se nakon krize njemački ulagači počinju okretati sve rizičnijim i unosnijim ulaganjima, istodobno njemački dužnici plaćaju vrlo niske prinose.

Kod zemalja s tržištima u nastajanju, uključujući europske posttranzicijske zemlje, uglavnom se pronalaze negativne razlike u prinosima na inozemnu imovinu i obveze. Primjerice, Darvas i Hüttl (2017.) analiziranjem 56 zemalja ističu upravo europske posttranzicijske zemlje kao primjer vrlo visokih negativnih diferencijala jer inozemni investitori ostvaruju iznadprosječno visoke prinose u vlasničkim ulaganjima, što pripisuju bržem rastu produktivnosti u tim zemljama u odnosu na razvijenije zemlje. Nakon krize prinosi na vlasnička ulaganja smanjuju se, a regija postaje manje atraktivna za vlasnička ulaganja na globalnom planu. Što se tiče dužničkih ulaganja, za razliku od razvijenih zemalja europa područja ili pak SAD-a, većina srednjoeuropskih zemalja značajno je profitirala od pozitivnih razlika u prinosima, odnosno pada kamatnih stopa.

Metodološki gledano, izračun relativnih prinosa u spomenutim radovima uglavnom se temelji na poznatim platnobilančnim identitetima, na osnovi kojih je moguće razlučiti utjecaj tokova kapitala i promjene uvjeta financiranja (relativnih prinosa) na dinamiku bilance dohodaka od ulaganja i neto inozemne investicijske pozicije. Pritom se većina autora suočava s problemima kvalitete i dostupnosti podataka, čemu onda pristupa na različite načine. Određeni autori ispituju i determinante relativnih prinosa, kao što su razina zaduženosti ili investicijski rizik zemlje. Tako, primjerice, Habib (2010.) ekonometrijskom panel-analizom na uzorku od 49 zemalja u razdoblju od 1981. do 2007. ne uspijeva pronaći signifikantnu pozitivnu vezu između financijske poluge (omjera dužničkog i vlasničkog ulaganja) i pozitivnih diferencijala u prinosima. Umjesto toga, zaključuje da realna deprecijacija tečaja povećava povrat na ulaganja kroz kapitalni dobitak, proporcionalno izloženosti u stranoj valuti, kao i da su viši prinosi na ulaganja pozitivno povezani s investicijskim rizikom zemlje.

3. Inozemna investicijska pozicija i dohoci od inozemnih ulaganja

Tijekom procesa realne konvergencije, koji je pratio snažan priljev kapitala, nove su članice EU-a akumulirale naglašene vanjske neravnoteže, a neke zemlje i prekomjerne neravnoteže. S globalnom financijskom krizom uslijedila je vrlo snažna korekcija tih neravnoteža, što je kao posljedicu imalo odljeve kapitala. No, sada je već izvjesno da se taj trend stabilizirao, a u nekim se slučajevima naziru ponovne promjene trenda u

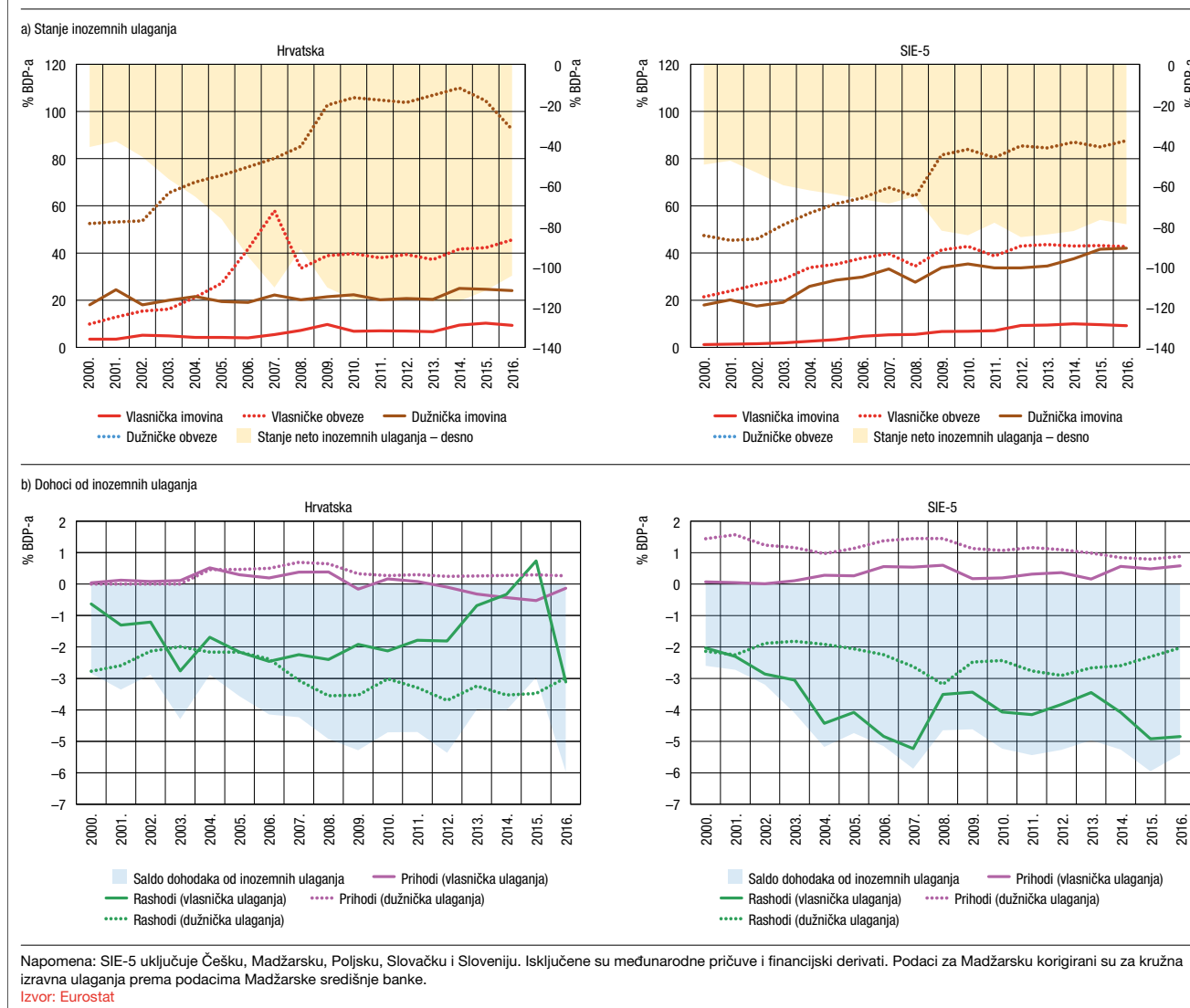
priljevima kapitala (primjerice Češka).

Hrvatska je gotovo dva desetljeća, sve do 2013., kontinuirano ostvarivala manjak na tekućem računu platne bilance koji se financirao inozemnom štednjom. U razdoblju od 2000. do 2016. svoje neto obveze prema inozemstvu Hrvatska je povećala čak dva i pol puta (s -40% BDP-a na -105% BDP-a³), pri čemu se blago poboljšanje bilježi tek u posljednje dvije godine (Slika 1.a). Pogoršanje relativnih pokazatelja koje je obilježilo razdoblje do 2014. zrcali rast obveza prema inozemstvu koje su se u tom razdoblju više nego udvostručile (sa 62% BDP-a na 138% BDP-a), pri čemu su sve do izbijanja krize

2 Pojam *privilege exorbitant du dolar* ili u prijevodu "pretjerana privilegija" prvi je upotrijebio francuski ministar financija Valéry Giscard d'Estaing 1965. referirajući se na privilegiju koju SAD ostvaruje zbog činjenice da je njihova vlastita valuta ujedno i globalna rezervna valuta (i dominantna valuta u međunarodnoj trgovini i na međunarodnim financijskim tržištima). Taj status osigurava im nešto veću fleksibilnost u provođenju domaće ekonomske politike i povoljnije financiranje platnobilančnih manjaka.

3 Isključujući međunarodne pričuve i financijske derivate

Slika 1. Inozemna investicijska pozicija i primarni dohoci od inozemnih ulaganja



kraju 2008. izrazito snažno rastle i vlasničke i dužničke obveze. Poslije krize rast vlasničkih obveza stabilizirao se, dok su se dužničke obveze čak počele smanjivati nakon 2014. Do kraja 2016. udio vlasničkih obveza u ukupnim obvezama povećao se na trećinu (dvostruko više nego u 2000. godini). S druge strane, rast inozemne imovine tijekom cijeloga promatranog razdoblja bio je razmjerno skroman (s 21% BDP-a na 33% BDP-a), a nešto izraženije rasla su vlasnička ulaganja, posebno u pretkriznom razdoblju, dok je dužnička inozemna imovina rezidenata, koju uglavnom čini inozemna imovina domaćih banaka, većinu razdoblja bila stabilna.

Neto inozemna investicijska pozicija srednjoeuropskih zemalja u prosjeku je danas manje negativna nego što je to slučaj kod Hrvatske. Iako su 2000. imale čak nešto više neto obveza (60% BDP-a, isključujući međunarodne pričuve i financijske derivate), nakon toga su akumulirale samo 10% BDP-a novih neto obveza prema inozemstvu jer su snažan rast obveza u međuvremenu poništile rastom inozemne imovine. Iako su inozemne obveze zemalja SIE-a danas podjednake onima za Hrvatsku, struktura obveza im je povoljnija (u njoj dominiraju vlasnička ulaganja). Što se tiče inozemne imovine zemalja

SIE-a, osim što je ona u prosjeku dvostruko veća od one kojom raspolaže Hrvatska, pri čemu se posebno ističe Slovenija u segmentu dužničkih instrumenata i Mađarska u dijelu vlasničkih instrumenata (čak i kada se isključe kružna ulaganja koja su u toj zemlji značajna⁴), struktura im je također povoljnija. Na kraju 2016. najpovoljniju investicijsku poziciju imale su Slovenija, Češka i Slovačka, a najnepovoljniju Mađarska, koja je nakon krize zabilježila i najizraženije razduživanje te posljedično poboljšanje inozemne investicijske pozicije.

Inozemna investicijska pozicija utječe na tekući račun platne bilance kroz primarne dohotke od ulaganja. Iako postoje iznimke poput SAD-a, neto dužničke (neto kreditorske) pozicije, u pravilu, imaju dugotrajan negativan (pozitivan) utjecaj na tekući račun. Vidi se to i na primjeru srednjoeuropskih zemalja. Tako je Hrvatska, zbog neto dužničke pozicije prema inozemstvu, u razdoblju od 2000. do 2016. ostvarivala negativan saldo dohodaka od inozemnih ulaganja koji je u pojedinim godinama dosežao gotovo 2 mlrd. EUR ili 5% BDP-a (Slika 1.b).

4 Kružna izravna ulaganja uvećavaju bruto tokove kapitala, ali nemaju stvarnih učinaka na bilancu dohodaka.

Jedino se tijekom dugotrajne recesije u Hrvatskoj koja se negativno odrazila na poslovne rezultate subjekata u vlasništvu nezidenata iznos neto rashoda od vlasničkih ulaganja privremeno smanjio. Privremenom smanjenju pridonijela je i konverzija kredita u švicarskim francima koja se negativno odrazila na dobit banaka pa je u 2015. zabilježena najniža razina neto rashoda od inozemnih ulaganja u proteklom desetljeću. Takvu dinamiku bilance dohodaka od inozemnih ulaganja ponajprije određuju rashodi koji su se nakon kratkotrajnog pada u razdoblju od 2012. do 2015. oporavili i u 2016. ponovno premašili pretkrižnu razinu. Osim toga, prihodi hrvatskih rezidenata od financijske imovine uložene u inozemstvu izrazito su skromni i od eskalacije krize su u snažnom padu, pri čemu su se u segmentu

vlasničkih ulaganja nekoliko godina bilježili gubici. U 2016. donekle su se oporavili, ali i dalje su tek blago pozitivni.

Unatoč nižoj razini akumuliranih neto obveza prema inozemstvu, usporedive nove članice EU-a u prosjeku bilježe podjednake godišnje neto rashode na osnovi inozemnih ulaganja kao i Hrvatska (oko 5% BDP-a). Međutim, za razliku od Hrvatske, tek manji dio njihove negativne bilance odnosi se na neto rashode za dužnička ulaganja, dok se veći dio odnosi na neto rashode za vlasnička ulaganja. Osim toga, kod većeg broja zemalja, posebice u Sloveniji i Mađarskoj, ukupni troškovi financiranja neto inozemnog duga posljednjih se nekoliko godina smanjuju, dok rashodi za vlasnička ulaganja uz manje oscilacije uglavnom kontinuirano rastu.

4. Povrat na inozemna ulaganja

Nakon opisane strukture inozemne investicijske pozicije odabranih novih članica EU-a, kao i ostvarenih dohodaka od ulaganja, nameće se pitanje kolika je relativna cijena, odnosno trošak pojedinih oblika inozemnog financiranja te kako ona utječe na bilancu dohodaka. Stoga se u nastavku rada najprije računaju relativni prinosi po pojedinim vrstama ulaganja koji će poslužiti za dekompoziciju bilance dohodaka. Zatim se ispituje kako kapitalna dobit, koju strani ulagači ostvaruju kroz promjenu tržišne vrijednosti svoje imovine, utječe na neto inozemnu poziciju zemlje u koju ulažu.

4.1. Metodologija i podaci

Na osnovi poznatih platnobilančnih identiteta ukupna stopa povrata na inozemna ulaganja (engl. *total rate of return*) može se prikazati na sljedeći način:

$$R_t = i_t + CAP_t = \frac{INC_t}{A_{t-1}^*} + \frac{A_t - A_{t-1} - FLOW_t}{A_{t-1}}, \quad (1)$$

pri čemu je R_t ukupna stopa povrata na ulaganja, a računa se kao zbroj dohodovnog prinosa od ulaganja i_t i kapitalnog dobitka CAP_t u razdoblju t .

Dohodovni prinos od ulaganja i_t (engl. *income yield*) računa se kao omjer prihoda/rashoda od inozemnih ulaganja u razdoblju t (INC_t) i stanja odgovarajuće inozemne imovine /obveza s kraja prethodnog razdoblja korigiranog za vrijednosna usklađenja⁵ (A_{t-1}^*). Ponderirani prosjek prinosa od pojedinačnih kategorija ulaganja odredit će relativnu profitabilnost ukupne inozemne imovine, odnosno relativni trošak obveza prema

inozemstvu. Razlika između relativnog prinosa na ulaganja rezidenata u inozemstvu i prinosa koje ostvaruju inozemni ulagači ulaganjem na domaćem tržištu daje neto povrat od ulaganja (engl. *yield differential*).

Kapitalni dobitak CAP_t (engl. *capital gain*) može se prikazati kao razlika između promjene stanja inozemne imovine /obveza (A_t) između dva razdoblja i tokova kapitala $FLOW_t$ između ista dva razdoblja. On uglavnom proizlazi iz promjene vrijednosti vlasničkih udjela, odnosno njihove tržišne cijene, no stanja imovine (obveza) pod utjecajem su i niza drugih vrijednosnih usklađenja⁶ koje nije moguće razdvojiti od cjenovnih usklađenja, pa će se zato ovaj pokazatelj tumačiti kao ukupno vrijednosno usklađenje (engl. *revaluation gain*) i promatrati u kontekstu njegova utjecaja na ukupnu neto inozemnu poziciju zemalja koje su predmet analize.

S obzirom na to da se prihodi i rashodi od inozemnih ulaganja mogu promatrati kao umnožak stanja inozemne imovine i obveza s njihovim odgovarajućim prinosima, promjena bilance dohodaka može nastati kao rezultat promjene stanja inozemne imovine i obveza (učinak tokova kapitala) i/ili kao posljedica promjene stope relativnih prinosa na inozemnu imovinu /obveze (učinak promjene prinosa).

Dekompozicija promjene bilance dohodaka može se prikazati sljedećim identitetom:

$$d(INCnet_t) = (i_t^A dA_{t-1}^* - i_t^L dL_{t-1}^*) + (di_t^A A_t^* - di_t^L L_t^*), \quad (2)$$

pri čemu su: $INCnet_t$ bilanca dohodaka od ulaganja u razdoblju t (u postotku BDP-a), i_t^A i i_t^L relativni dohodovni prinosi na imovinu i obveze, a A_t^* i L_t^* stanja imovine i obveza korigirana za vrijednosna usklađenja (u postotku BDP-a).

Što se tiče podataka, za izračun pokazatelja povrata na inozemna ulaganja i dekompoziciju bilance dohodaka korišteni su Eurostatovi godišnji podaci platne bilance i inozemne investicijske pozicije (prema metodologiji BPM6) za razdoblje od 2000. do 2016. godine. Konkretno, za izračun relativnih prinosa na ulaganja korišteni su platnobilančni podaci o primarnim dohocima od ulaganja, kao i o financijskim tokovima, dok

5 Jednadžba je djelomično preuzeta iz Curcuru i sur. (2013.), no ovdje se kod izračuna relativnih prinosa isključuje utjecaj vrijednosnih usklađenja, i to na način da su stanja inozemne imovine i obveza na kraju razdoblja konstruirana kao kumulativ godišnjih tokova kapitala s financijskog računa platne bilance, pri čemu je početno stanje (2000.) preuzeto iz statistike IIP-a. Prednost korištenja ovako konstruirane serije jest u tome što ona omogućuje izračun relativnog povrata u odnosu na originalni iznos ulaganja, a ne kasniju tržišnu vrijednost tog ulaganja. Isto tako, relativni prinosi izračunati iz ovako konstruirane vremenske serije stabilniji su, premda mogu biti podcijenjeni u razdobljima pozitivnih vrijednosnih usklađenja (gospodarske ekspanzije), odnosno precijenjeni u razdobljima negativnih vrijednosnih usklađenja (recesije).

6 Druge prilagodbe uključuju: tečajne promjene, ispravke vrijednosti, otpis dugova, reklasifikaciju instrumenata i sl.

se iz statistike inozemne investicijske pozicije preuzimaju odgovarajući podaci o stanju inozemnih ulaganja. Obuhvaćena su izravna, portfeljna i ostala ulaganja te su grupirana u vlasnička i dužnička ulaganja⁷. Međunarodne pričuve i financijske izvedenice (derivati)⁸ nisu predmet analize.

Dostupnost podataka za neke zemlje i ranija razdoblja dosta je ograničena, a razdioba po sektorima nije dostupna. Postoje i određene metodološke neujednačenosti. Primjerice, u Hrvatskoj se do 2009. godine zadržana dobit evidentirala u razdoblju u kojem se donosila odluka o raspodjeli dobiti, pa se tako temeljila na dobiti ostvarenoj prethodne godine, dok se nakon toga evidentira u razdoblju u kojem je ostvarena, u skladu s međunarodnim standardima (HNB, 2017.). Također, korištenje godišnjih podataka može povećati međugodišnje oscilacije izračunatih pokazatelja jer ulaganja u određenoj godini mogu stvoriti dohotke već u istoj godini⁹. Činjenica da financijski derivati nisu uključeni u analizu do određene mjere dovodi do pristranosti izračunatih prinosa, i to više za one zemlje koje imaju više imovine i obveza povezanih s financijskim derivatima¹⁰. Nadalje, stanja i struktura inozemne imovine i obveza neke zemlje, odnosno njezina bilanca dohodaka od ulaganja, mogu biti pod velikim utjecajem prisutnosti multinacionalnih tvrtki i banaka koje djeluju globalno, što rezultira velikim neto prihodima od ulaganja, kao što je to slučaj primjerice u Irskoj ili Luksemburgu.

Članstvo u monetarnoj uniji također može biti vrlo relevantno za izračun relativnih prinosa. Naime, u slučaju Slovenije i Slovačke, koje su članice europodručja, međunarodne su pričuve dio računa portfeljnih i ostalih ulaganja¹¹ i stoga ulaze u izračun relativnih prinosa na inozemnu imovinu te ih moguće podcjenjuju, znamo li da pričuve nose niže prinose od druge imovine. Slično tome, zbog porezne i regulatorne arbitraže, sve je veći obujam i tzv. kružnih izravnih ulaganja koja uvećavaju bruto tokove kapitala, ali nemaju stvarnih učinaka na bilancu dohodaka. Osim toga, ne treba zanemariti ni neto pogreške i propuste (engl. *net errors and omissions*) u platnoj bilanci koje mogu, između ostaloga, predstavljati i neslužbene/neregistrirane financijske tokove¹².

Navedena ograničenja nameću oprez kod interpretacije

7 Vlasničku inozemnu imovinu i obveze čine izravni i portfeljni vlasnički udjeli (ne)rezidenata te zadržana dobit (engl. *reinvested earnings*) ostvarena od inozemnih ulaganja, dok dužničku imovinu i obveze čine dužnički financijski instrumenti (dužnički vrijednosni papiri, krediti, trgovinski krediti, gotovina i depoziti), iz dužničkih odnosa između rezidenata i nerezidenata, uključujući i vlasnički povezane rezidente i nerezidente.

8 Međunarodne pričuve nisu obuhvaćane analizom zbog primjene drugačijih načela u politici upravljanja ovim portfeljem u odnosu na druge financijske instrumente. Financijski derivati isključeni su zato što se transakcije povezane s njima u platnoj bilanci knjiže na neto osnovi, a ne razdvojeno na osnovi imovine i obveza.

9 Isplate dobiti iz prethodnih razdoblja nemaju utjecaj na izračun jer se prema BPM6 ne knjiže na računu primarnih dohodaka već kao smanjenje vlasničkih ulaganja.

10 Dobici/gubici koji su nastali kao posljedica promjene tržišnih uvjeta kod imovine/obveza povezanih s financijskim derivatima knjiže se odvojeno od originalnog instrumenta, na računu financijskih derivata, pa neće biti obuhvaćeni izračunatim pokazateljima.

11 Nakon ulaska Slovenije i Slovačke u EMU 2007., odnosno 2009. godine, potraživanja središnje banke od rezidenata europodručja (nominirana u eurima i ostalim valutama) i eurska potraživanja od nerezidenata nisu više uključena u međunarodne pričuve, već se ove transakcije i pozicije prikazuju u odgovarajućim kategorijama financijskog računa (portfeljna i ostala ulaganja) platne bilance odnosno odgovarajućeg instrumenta unutar statistike inozemne investicijske pozicije.

izračunatih relativnih pokazatelja povrata na ulaganja koji su opisani u poglavljima 4.2. – 4.4. i koji su detaljno prikazani za svaku zemlju u Dodatku 3. Isto tako, izravna usporedba među zemljama otežana je činjenicom da se struktura ulaganja u smislu odredišnih zemalja i sektora, a time i rizika, može bitno razlikovati među zemljama. Naime, vlasnička ulaganja u dvije zemlje mogu biti manje ili više rizična ovisno o tome u koje se sektore gospodarstva ulaže, kao što ulaganja u isti sektor mogu biti različitog rizika ovisno o tome u koju se zemlju ulaže. Iako bi prinosi prilagođeni riziku bili prikladniji za usporedbu, dostupni podaci nažalost ne omogućavaju izračunavanje prinosa prilagođenih za sve aspekte rizika ulaganja.

4.2. Relativni dohodovni prinos od vlasničkih ulaganja

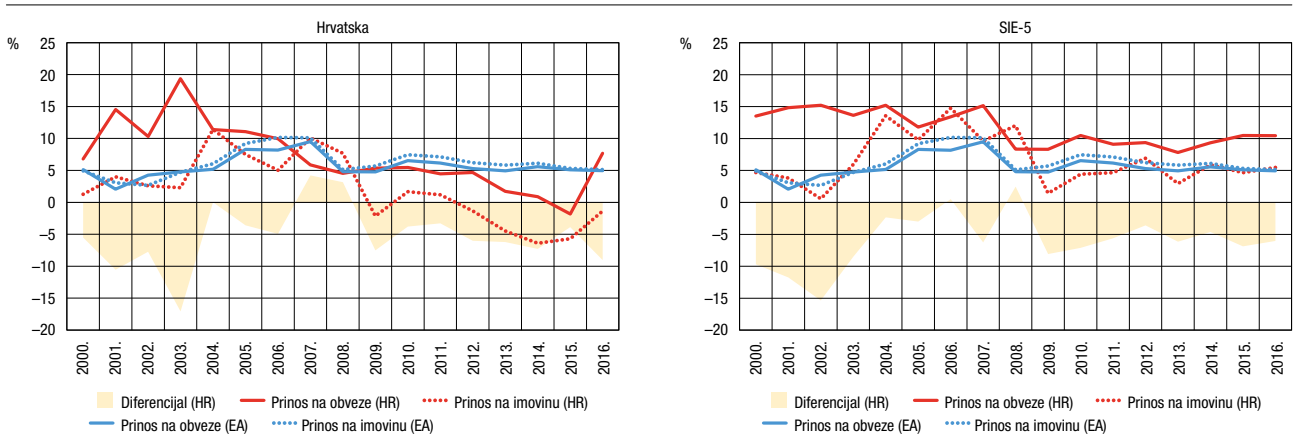
U dijelu koji slijedi analiziraju se relativni prinosi od vlasničkih ulaganja. Oni bi trebali odražavati gospodarske trendove u zemlji ulaganja, no ovise i o sektorskoj alokaciji kapitala te relativnoj profitabilnosti poduzeća u vlasništvu nerezidenata u odnosu na poduzeća u pretežito domaćem vlasništvu. Izračun na Slici 2. pokazuje da su relativni prinosi na vlasničke obveze zemalja Srednje i Istočne Europe znatno viši nego u europodručju, što ne iznenađuje s obzirom na to da se radi o tranzicijskim tržištima. Prinosi su najviši upravo u onim zemljama koje su tijekom tranzicijskog razdoblja ostvarivale više stope gospodarskog rasta (vidi Sliku 1. u Dodatku 1.), primjerice u Češkoj i Poljskoj. Slične zaključke donose Darvas i Hüttl (2017.) prema kojima su inozemna vlasnička ulaganja u Češku i Poljsku u razdoblju od 2000. do 2016. ostvarivala prosječne godišnje prinose više od 10%. Hrvatska je prema nalazima istaknutima u radu, uz Sloveniju, zemlja s najnižom stopom prinosa koju ostvaruju nerezidenti na osnovi svojih vlasničkih ulaganja. Prosječni su prinosi od vlasničkih ulaganja u Hrvatsku tako iznosili 7% godišnje u razdoblju od 2000. do 2016. ili za 4 postotna boda niže u usporedbi s ostvarenjima u drugim zemljama Srednje i Istočne Europe.

Usporedimo li dva razdoblja, vidljivo je da su relativni prinosi koje ostvaruju strani ulagači na tržištima Srednje i Istočne Europe nakon krize na znatno nižoj razini nego prije krize, što je i očekivano s obzirom na usporavanje procesa realne konvergencije i općenito slabiji rast produktivnosti u postkriznim godinama. U Hrvatskoj je trend smanjivanja prinosa još izraženiji, djelomice i zbog specifičnih kretanja u određenim sektorima, poglavito u bankarstvu. Naime, u Hrvatskoj su 2015. prinosi bili negativni zbog već spomenutog učinka konverzije kredita u švicarskim francima na dobit banaka. Vrlo slab prinos stranih ulagača bilježi se i u naftnoj industriji, posebno nakon krize, ali i u građevinskom sektoru te turizmu i uslužnim djelatnostima (prinosi po djelatnostima prikazani su u Dodatku 2.). Među usporedivim zemljama, još su jedino u Sloveniji zabilježeni negativni prinosi, i to zbog bankarske krize koja je tu zemlju pogodila 2012. godine.

Promatrano iz perspektive zemalja Srednje i Istočne Europe

12 Negativan iznos neto pogrešaka i propusta, koji je prisutan kod većine zemalja koje se analiziraju u ovom radu, a najviše je izražen kod Hrvatske i Slovačke, može biti indikator da je registrirana vrijednost prihoda (rashoda) na tekućem i kapitalnom računu platne bilance potencijalno prevelika (premala) i/ili da je neto porast inozemne imovine (obveza) na financijskom računu platne bilance potencijalno premalen (prevelik).

Slika 2. Relativne stope prinosa na vlasničku inozemnu imovinu i obveze



Napomena: SIE-5 uključuje Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju. Diferencijal predstavlja razliku između relativnih stopa prinosa na inozemnu imovinu i obveze. EA je kratica za europodručje.

Izvor: Eurostat, izračun autora

kao ulagača na inozemnim tržištima, vidljivo je da su njihova ulaganja nešto manje profitabilna nego ulaganja nerezidenata u njihovim zemljama. Ipak, relativni prinos na vlasničku imovinu u pretkriznom razdoblju dosežao je dvoznamenkaste razine, a najveći je bio kod Češke i Slovačke, no nakon toga je kod svih zemalja uslijedio značajan pad prinosa. Hrvatski ulagači ostvaruju u prosjeku znatno manje prinose nego usporedive zemlje, a nakon financijske krize oni poprimaju negativne vrijednosti. Tome je najviše pridonijela naftna industrija zbog značajnih gubitaka povezanih s vrijednosnim usklađivanjima imovine u ratom zahvaćenim ili politički nestabilnim zemljama na Bliskom istoku. Iako podaci ne omogućavaju izravnu sektorsku usporedbu, očite razlike u prinosima upućuju na zaključak da je sektorska i geografska alokacija kapitala hrvatskih ulagača na stranim tržištima slabija nego kod ulagača iz drugih zemalja Srednje i Istočne Europe. U tome određenu ulogu sigurno ima i činjenica da su zemlje Srednje i Istočne Europe međusobno više financijski (i trgovinski) integrirane pa uz podjelu rizika ostvaruju i relativno više prinose od ulaganja na međusobnim tržištima.

Posljedično je razlika u prinosima na inozemnu vlasničku imovinu i obveze kod promatranih zemalja uglavnom negativna i kreće se u prosjeku oko 5 postotnih bodova. Jedino se na početku izbijanja globalne financijske krize, kada se naglo smanjio prinos na inozemne obveze, kratkotrajno zabilježio pozitivan diferencijal u prinosima. No, nakon krize diferencijal je ponovno negativan, a iako su u Hrvatskoj prinosi nerezidenata na osnovi vlasničkih ulaganja znatno smanjeni, taj je diferencijal i dalje viši nego u usporedivim zemljama, i to zbog vrlo slabih prinosa na inozemnu vlasničku imovinu.

4.3. Relativni dohodovni prinos od dužničkih ulaganja

Kada se promatraju relativni prinosi od dužničkih ulaganja (cijena zaduživanja odnosno kreditiranja), njihova je dinamika zamjetno drugačija od vlasničkih ulaganja. Osim što cijena dužničkog financiranja odražava karakter monetarne politike u nekoj zemlji, odnosno u njezinu okružju, istodobno odražava i

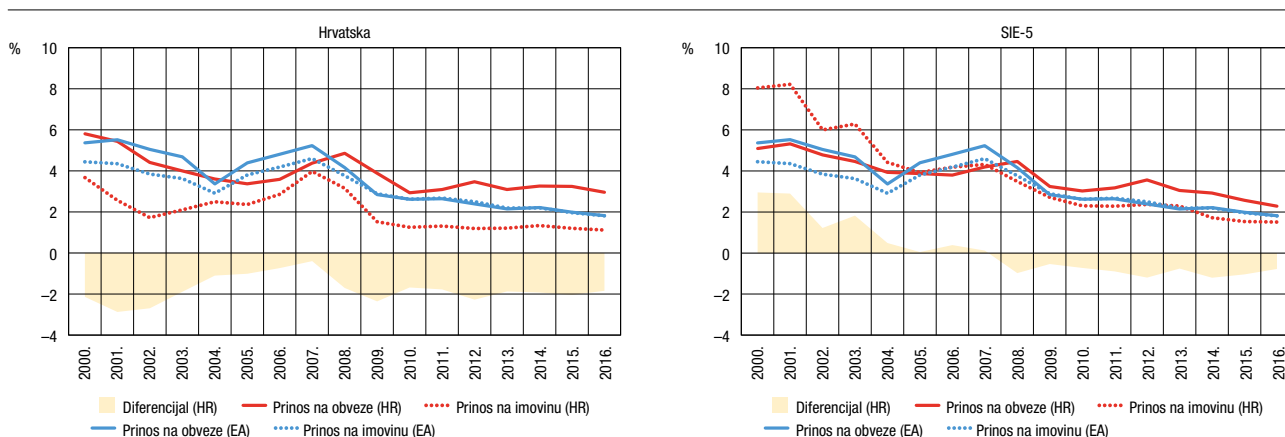
specifične rizike svake zemlje (vidi Sliku 2. u Dodatku 1.). Zahvaljujući izrazito akomodativnoj monetarnoj politici, a unatoč povećanoj nesklonosti riziku kod ulagača, u zemljama Srednje i Istočne Europe već gotovo cijelo desetljeće na financijskim tržištima traje razdoblje relativno niskih kamatnih stopa, što se vidi u niskim troškovima zaduživanja, ali i u prinosima koje te zemlje ostvaruju od svoje dužničke imovine.

Relativni trošak zaduživanja novih članica EU-a u pretkriznom razdoblju bio je tek neznatno veći od prosjeka europodručja (Slika 3.), a u nekim slučajevima čak i manji (primjerice u Poljskoj i Sloveniji). No, nakon krize uslijedila je snažna korekcija kamatnih stopa u međunarodnom okružju, što se odrazilo i na pad implicitnih prinosa na inozemne dužničke obveze. Međutim, taj je pad znatno manje izražen nego primjerice kod zemalja europodručja, pa su tako u postkriznom razdoblju zemlje Srednje i Istočne Europe u prosjeku plaćale dužničke obveze po stopi većoj za oko 1 postotni bod nego zemlje europodručja. Iznimka su jedino dvije članice monetarne unije, Slovenija i Slovačka, kod kojih je trend pada troškova financiranja pratio trendove u europodručju.

Što se tiče Hrvatske, trend pada relativnih troškova zaduživanja znatno je slabije izražen nego u usporedivim zemljama te u manjoj mjeri prati trendove u europodručju. Razlika je posebno izražena kod portfeljnih ulaganja. Naime, dok se relativni prinosi nerezidenata na obveznice većine zemalja nakon krize smanjuju, prinosi na obveznice hrvatskih dužnika povećavaju se. Dio tog porasta odnosi se na sektor države, no još je izraženiji rast prinosa na obveznice domaćega korporativnog sektora koji su nakon 2008. premašivali 8% godišnje. Hrvatska ostvaruje i niže relativne prinose od dužničke imovine u odnosu na usporedive zemlje, ali i u odnosu na prosjek europodručja. Za razliku od toga, srednjoeuropske tranzicijske zemlje u pretkriznom su razdoblju čak značajno nadmašivale ulagače iz europodručja, u čemu se posebno ističu ulagači iz Češke i Mađarske.

Kada se u konačnici promatraju diferencijali u prinosima na dužnička ulaganja, vidljivo je da je Hrvatska čak i u razdoblju prije krize bila među rijetkim zemljama koje su ostvarivale negativnu razliku u prinosima. Ta je razlika u pojedinim godinama premašivala 2 postotna boda, najviše zbog ispodprosječnog

Slika 3. Relativne stope prinosa na dužničku inozemnu imovinu i obveze



Napomena: SIE-5 uključuje Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju. Diferencijal predstavlja razliku između relativnih stopa prinosa na inozemnu imovinu i obveze.
Izvor: Eurostat, izračun HNB-a

povrata na dužničku imovinu. Za razliku od toga, usporedive su nove članice EU-a u tom razdoblju imale značajne koristi od tadašnjih uvjeta financiranja na inozemnom tržištu. Pozitivan diferencijal kod dužničkog financiranja u prosjeku je iznosio oko 1 postotni bod, a najviši je bio kod Mađarske (3 p. b.) i Češke (1 p. b.), dok je jedino kod Poljske bio blago negativan. Nakon krize se, međutim, ta pozitivna razlika potpuno istopila i ostala je negativna sve do danas kod svih zemalja. U 2016. prosječno je iznosila oko 1 postotni bod, a najviša je kod Mađarske gdje je korekcija prinosa nakon krize bila znatno veća na strani imovine nego obveza. Međutim, u posljednje dvije godine ipak je primjetno smanjenje negativnog diferencijala, a razlog tome jest činjenica da su se zbog produljenog trajanja izrazito akomodativnih uvjeta na financijskim tržištima i niskih kamatnih stopa relativni troškovi financiranja obveza zemalja Srednje i Istočne Europe, a koje se uglavnom odnose na one prema kreditorima u europodručju, nastavili smanjivati. S druge se pak strane pad prinosa na dužničku imovinu, koji je trajao još od krize, stabilizirao, a negdje se čak počeo bilježiti i njihov ponovni rast (primjerice u Slovačkoj i Mađarskoj).

4.4. Strukturna dekompozicija promjene dohodka od inozemnih ulaganja

Na temelju jednadžbe (2) izračunati su doprinosi promjeni bilance dohodka od inozemnih ulaganja za Hrvatsku i zemlje Srednje i Istočne Europe (pojedinačni izračuni prikazani su u Dodatku 4.). Sažet prikaz tih izračuna za cijelu grupaciju zemalja, podijeljen na dva razdoblja, prije i poslije krize, dan je u Tablici 1. Vidi se da je prije globalne financijske krize učinak tokova kapitala bio dominantan činitelj rasta neto rashoda od inozemnih ulaganja u Hrvatsku (priljev kapitala u pretkriznom razdoblju povećao je rashode za ulaganja za 5,1% BDP-a, od čega se 2,7% BDP-a odnosi na vlasnička ulaganja, a 2,4% BDP-a na dužnička ulaganja). No, dio rasta tih rashoda ublažen je povećanjem prihoda od vlasničke (0,2% BDP-a) odnosno dužničke imovine (0,5% BDP-a). U slučaju zemalja Srednje i Istočne Europe učinak tokova kapitala na inozemne rashode čak je podjednako izražen kao i kod Hrvatske (5%

BDP-a godišnje), no veći se dio odnosi na učinak vlasničkih ulaganja, dok je negativan utjecaj neto priljeva dužničkoga kapitala manji nego u Hrvatskoj. Osim toga, rast prihoda od imovine više je ublažavao pogoršanje bilance dohodka od ulaganja (za 1,1% BDP-a godišnje). Učinak tokova kapitala na bilancu dohodka od ulaganja ostao je negativan i nakon krize, no znatno je smanjen, kako su smanjeni i tokovi kapitala.

Kada je riječ o učinku promjene prinosa na bilancu dohodka od inozemnih ulaganja, on je različit ovisno o tome radi li se o dužničkim ili vlasničkim prinosima. Smanjenje dužničkih prinosa u većini je razdoblja imalo pozitivan učinak za Hrvatsku, dok se kod zemalja Srednje i Istočne Europe taj pozitivan učinak javlja tek nakon krize. Naime, prije krize relativni kamatni troškovi bili su niži, ali i relativno stabilniji nego u Hrvatskoj pa je izostao njihov pozitivan učinak na bilancu dohodka od ulaganja. Poslije krize kod svih se zemalja pad dužničkih prinosa pozitivno odrazio na bilancu dohodka bez obzira na to što je imao izražen negativan utjecaj i na profitabilnost njihove dužničke imovine uložene u inozemstvu.

Iako su prinosi na vlasnička ulaganja u srednjoeuropske zemlje razmjerno visoki, imali su manji učinak na bilancu dohodka od prinosa na dužnička ulaganja jer su se u prosjeku manje mijenjali tijekom razdoblja. Njihov je učinak nešto nepovoljniji u razdoblju nakon krize jer tada nešto izraženije padaju prinosi na inozemnu vlasničku imovinu nego obveze. Kod Hrvatske je učinak promjene prinosa na vlasnička ulaganja također vrlo blag, ali pozitivan jer se pad prinosa više odrazio na rashode nego na prihode, posebno u razdoblju nakon krize. Na kraju, treba istaknuti i to da je razmjerno brz rast nominalnog BDP-a kod novih članica EU-a, posebno prije krize, imao ublažujući učinak na pogoršanje relativnih pokazatelja bilance dohodka od ulaganja, čak i više nego promjena relativnih prinosa. Vrijedilo je to i za Hrvatsku, no nakon krize taj se pozitivan učinak istopio zbog produljene recesije i potom razmjerno slabog oporavka bruto domaćeg proizvoda.

Tablica 1. Strukturna dekompozicija promjene dohoda od inozemnih ulaganja prije i nakon krize

% BDP-a	2000. – 2008.			2009. – 2016.		
	HR	SIE5	EA	HR	SIE-5	EA
A) promjena prihoda od ulaganja	0,5	0,5	2,6	0,0	0,2	-0,8
(1) doprinos tokova kapitala						
vlasnička imovina	0,2	0,5	1,6	-0,2	0,2	1,4
dužnička imovina	0,5	0,6	2,5	0,1	0,3	0,1
2) doprinos promjene prinosa						
vlasnička imovina	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	-0,1
dužnička imovina	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	-1,0	-2,9
3) doprinos promjene BDP-a	-0,4	-0,1	-1,7	1,2	1,1	0,6
B) promjena rashoda od ulaganja	2,5	2,6	2,2	0,6	1,0	-1,1
(1) doprinos tokova kapitala						
vlasničke obveze	2,7	3,7	1,2	0,8	1,8	1,0
dužničke obveze	2,4	1,8	3,0	0,6	1,1	0,1
2) doprinos promjene prinosa						
vlasničke obveze	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,1
dužničke obveze	-0,3	0,6	-0,3	-1,6	-2,3	-3,4
3) doprinos promjene BDP-a	-2,0	-3,5	-1,7	1,3	0,4	1,1
C) promjena bilance dohoda od ulaganja (A – B)	-2,1	-2,0	0,5	-0,7	-0,8	0,3
(1) doprinos tokova kapitala						
vlasnička ulaganja	-2,5	-3,2	0,3	-1,0	-1,6	0,4
dužnička ulaganja	-1,9	-1,2	-0,6	-0,6	-0,9	0,0
2) doprinos promjene prinosa						
vlasnička ulaganja	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2
dužnička ulaganja	0,2	-1,1	0,7	1,0	1,3	0,6
3) doprinos promjene BDP-a	1,6	3,4	0,0	-0,2	0,7	-0,6

Napomena: Pozitivne (negativne) vrijednosti predstavljaju doprinos rastu (smanjenju) prihoda i rashoda povezanih s inozemnim ulaganjima. Doprinosi su normalizirani udjelom u BDP-u radi lakše usporedivosti među zemljama. SIE-5 uključuje Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku i Sloveniju. EA (europodručje) ne uključuje Irsku i Luksemburg.

Izvor: Eurostat, izračun autora

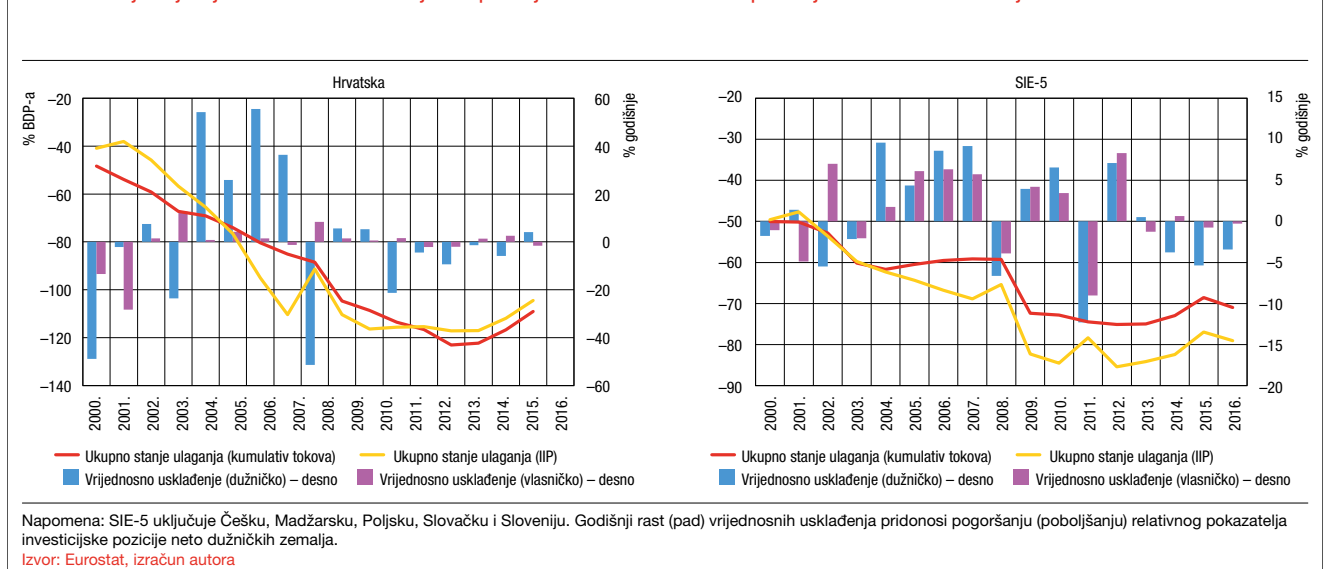
4.5. Vrijednosna usklađenja

Kao što je već spomenuto, ukupni povrat na ulaganja ne odražava samo tekuće primitke (dohotke) koje ostvaruju ulagači, već se on realizira i kroz promjenu tržišne vrijednosti vlasničkih udjela (kapitalni dobitak). Informacije o tim promjenama sadržane su u podacima o stanju inozemnih ulaganja koji se sastavljaju na temelju tržišnih vrijednosti instrumenata

ulaganja¹³. No, osim promjena tržišne vrijednosti vlasničkih udjela, podaci o stanju inozemnih ulaganja sadržavaju i druga vrijednosna usklađenja (primjerice tečajne promjene, metodološke promjene, reklasifikaciju podataka i sl.) koja zbog nedostatka podataka nije moguće razdvojiti.

Stoga se u nastavku prikazuju ukupna vrijednosna usklađenja (engl. *stock-flow adjustment*) kao razlika između stanja inozemne imovine / obveza iz statistike inozemne investicijske

Slika 4. Utjecaj vrijednosnih usklađenja na promjenu neto inozemne pozicije odabranih zemalja



¹³ Kod vlasničkih udjela, ako tržišne cijene nisu raspoložive, primjenjuju se knjigovodstvene vrijednosti poduzeća u vlasništvu nerezidenata (HNB, 2017.).

pozicije i financijskih tokova (pozajmljivanja/zaduživanja) iz statistike platne bilance. Očekivano, izračun na Slici 4. pokazuje da su u razdoblju prije globalne krize vrijednosna usklađenja u pravilu povećavala stanje neto inozemnih obveza. Može se pretpostaviti da to najviše odražava snažni rast tržišne vrijednosti vlasničkih udjela nerezidenata u zemljama Srednje i Istočne Europe u tom razdoblju. Primjerice, u Hrvatskoj su prije krize vrijednosna usklađenja godišnje pogoršavala neto inozemnu poziciju za gotovo 5% BDP-a svake godine. Kod drugih zemalja Srednje i Istočne Europe taj je učinak znatno blaži, i to zbog toga što se sličan rast tržišne vrijednosti bilježio i na strani vlasničke imovine uložene u inozemstvu, što je onda

ublažilo rast stanja neto obveza.

Međutim, nakon krize značajan se dio cjenovnog učinka ispuhao, kako su korigirane tržišne vrijednosti vlasničkih udjela nerezidenata, pa je tako u slučaju Hrvatske poništena većina pogoršanja iz prethodnog razdoblja. Snažna korekcija najprije je zabilježena 2008., a nakon toga, u nešto manjoj mjeri, i tijekom recesije u Hrvatskoj. Za razliku od toga, krizna korekcija tržišnih vrijednosti bila je znatno blaža kod zemalja Srednje i Istočne Europe, a izraženija pozitivna korekcija zabilježena je nešto kasnije, 2011. godine, odnosno u jeku europske dužničke krize.

5. Zaključak

Relativni prinosi na inozemna vlasnička i dužnička ulaganja slabo su istraženi na primjeru zemalja Srednje i Istočne Europe, uključujući Hrvatsku. Međutim, upravo zbog značajnih makroekonomskih neravnoteža ovih zemalja, a s tim i visoke izloženosti učincima prelijevanja financijskih šokova iz inozemstva, njihova analiza zaslužuje više pozornosti i bila je poticaj za ovo istraživanje.

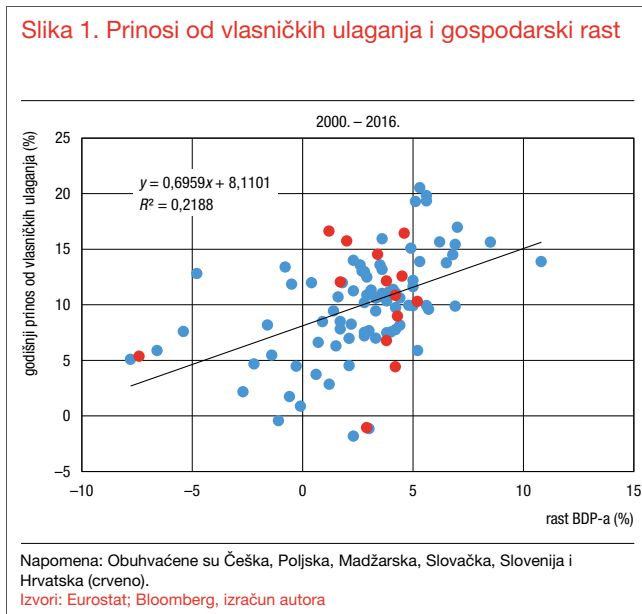
Nalazi provedene analize potvrđuju da su nove članice EU-a posljednjih godina profitirale od izrazito akomodativnih monetarnih uvjeta u okruženju i općenito trenda pada kamatnih stopa na međunarodnom tržištu. Međutim, unatoč toj pozitivnoj ocjeni, puni potencijal koji je omogućen trendom pada kamatnih stopa nije u potpunosti iskorišten, poglavito zbog činjenice da je pad relativnih troškova zaduživanja zemalja Srednje i Istočne Europe bio zamjetno manje izražen nego u zemljama europodručja, što je poglavito posljedica porasta njihove premije za rizik. Nakon krize smanjeni su i relativni prinosi na vlasnička ulaganja, no njihov je učinak na bilancu dohodaka kod većine novih članica EU-a negativan jer se više odrazio na prinose koji se ostvaruju od inozemne vlasničke imovine nego na rashode za inozemna vlasnička ulaganja. Iznimka je Hrvatska, u kojoj je pad rashoda nešto izraženiji zbog duge i duboke

recesije te jednokratnih učinaka konverzije kredita u švicarskim francima na dobit bankarskog sektora u 2015. godini.

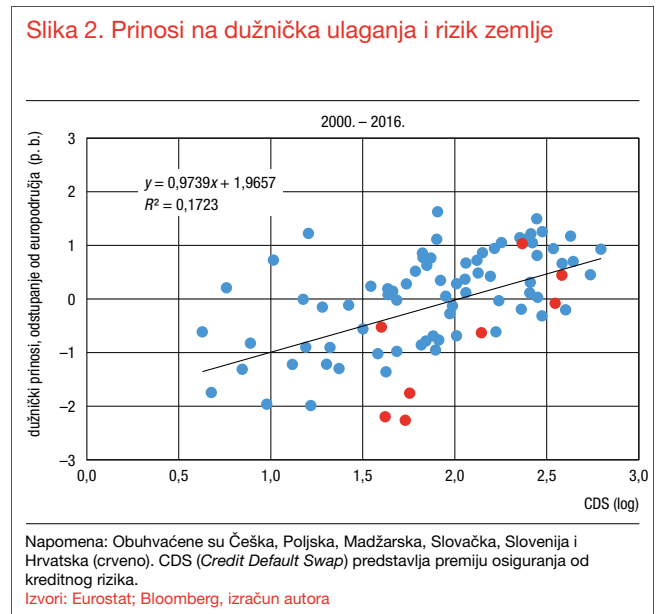
Uvažavajući strukturu akumulirane inozemne imovine i obveza novih članica EU-a, kretanje njihove bilance dohodaka od ulaganja u budućnosti bit će određeno makroekonomskim i monetarnim uvjetima. S jedne strane, postupna normalizacija monetarne politike u zemljama kreditorima (europodručje) pogoršala bi bilancu neto dohodaka od dužničkih ulaganja, pogotovo u zemljama poput Hrvatske zbog visoke razine akumuliranih neto obveza te nešto veće negativne razlike između relativnih prinosa na imovinu i obveze. Kako su relativni prinosi na vlasnička ulaganja pozitivno povezani s gospodarskim rastom, s njegovim bi ubrzanjem uslijedio dodatni pritisak na bilancu dohodaka od ulaganja. Osim toga, ako bi u strukturi budućih priljeva kapitala dominirala vlasnička ulaganja, koja u pravilu imaju višu stopu povrata, tada bi rast ukupnih neto rashoda od inozemnih ulaganja mogao postati sve izraženiji činitelj pogoršanja salda tekućeg računa platne bilance. Potencijalni negativni učinci na bilance zemalja Srednje i Istočne Europe mogli bi se donekle ublažiti jedino poboljšanjem ulagačke politike i boljom strukturom inozemne imovine, što je relevantna poruka nositeljima ekonomskih politika u spomenutim zemljama.

Dodatak 1. Odabrane determinante relativnih prinosa na inozemna ulaganja

Slika 1. Prinosi od vlasničkih ulaganja i gospodarski rast

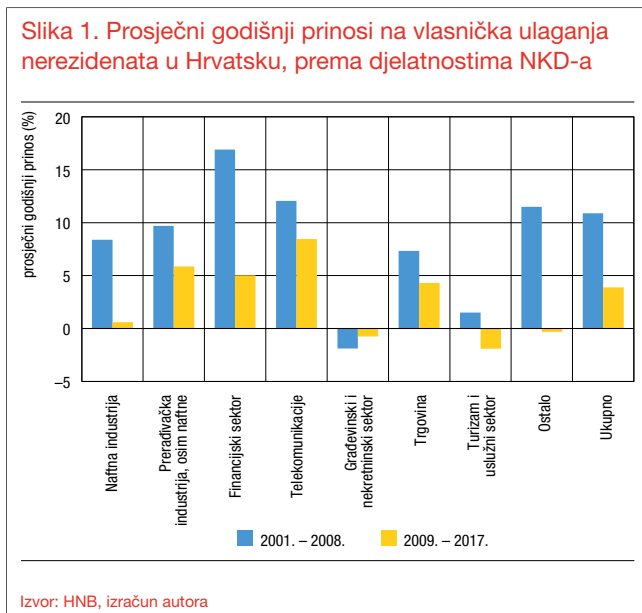


Slika 2. Prinosi na dužnička ulaganja i rizik zemlje

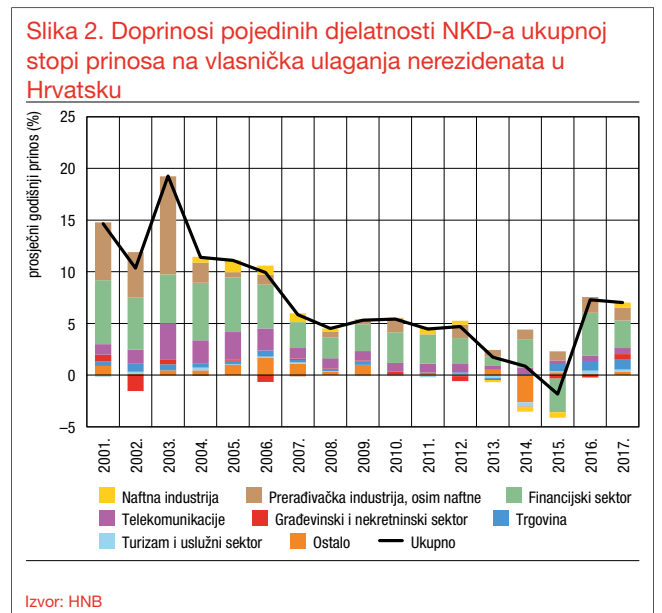


Dodatak 2. Prinosi na inozemna ulaganja u Hrvatsku

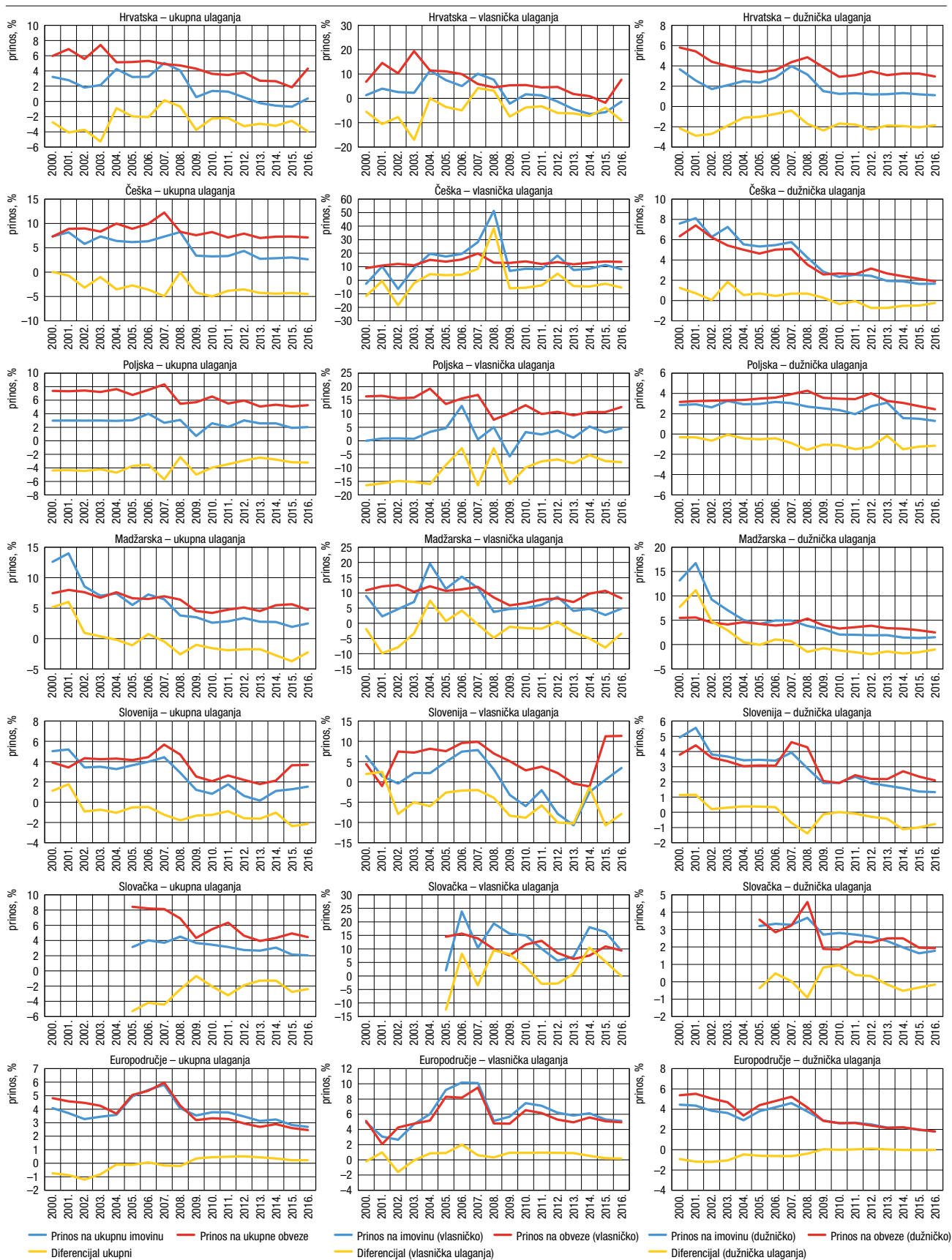
Slika 1. Prosječni godišnji prinosi na vlasnička ulaganja nerezidenata u Hrvatsku, prema djelatnostima NKD-a



Slika 2. Doprinosi pojedinih djelatnosti NKD-a ukupnoj stopi prinosa na vlasnička ulaganja nerezidenata u Hrvatsku

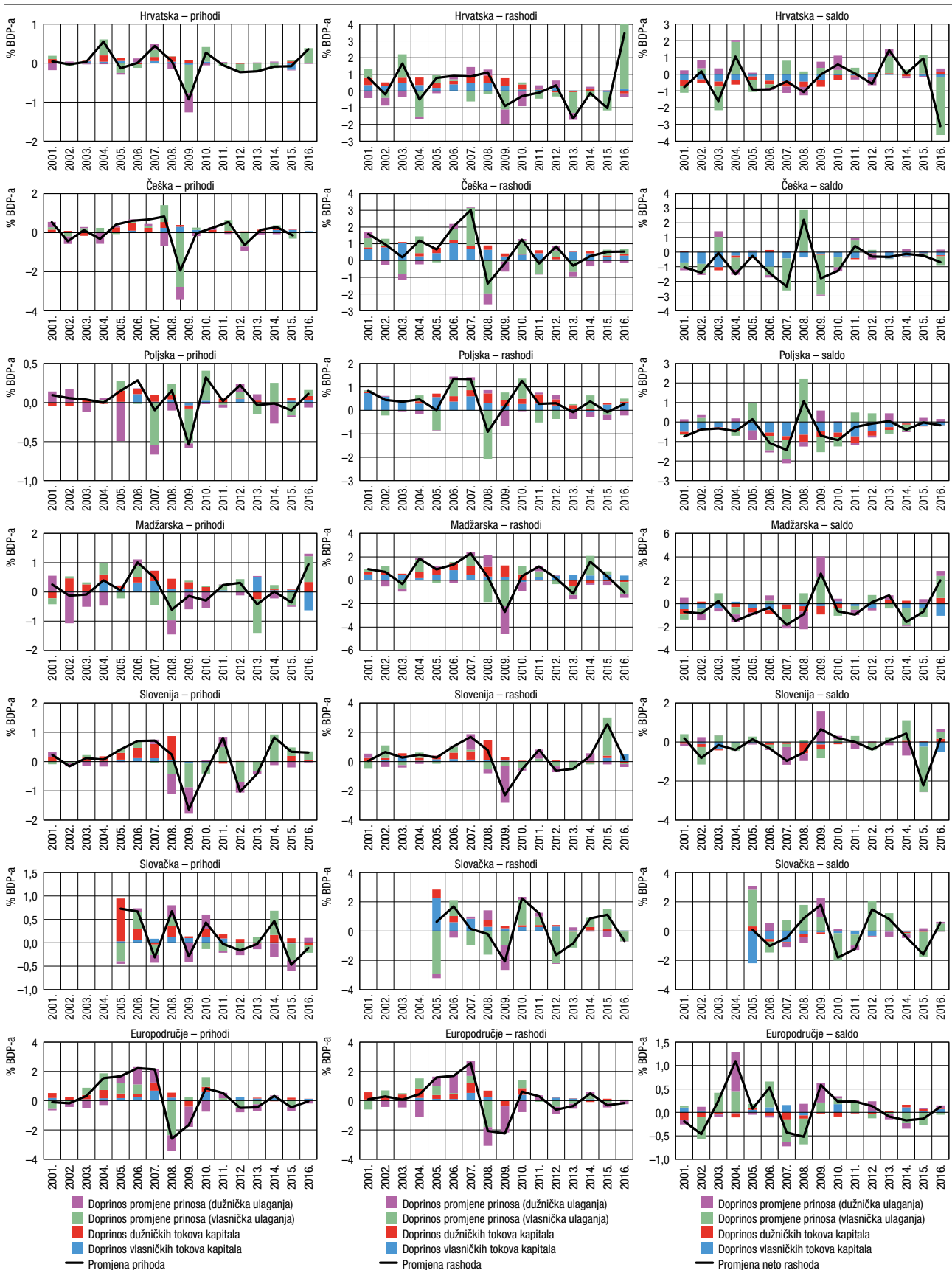


Dodatak 3. Prinosi na inozemna ulaganja u odabranim zemljama



Napomena: Europodručje isključuje Irsku i Luksemburg.
Izvor: Eurostat, izračun autora

Dodatak 4. Strukturna dekompozicija promjene dohoda od inozemnih ulaganja



Napomena: Europodručje isključuje Irsku i Luksemburg.
Izvor: Eurostat, izračun autora

Popis literature

- Claeys, G., Demertzis, M., Efstathiou, K., Gonçalves Raposo, I., Hüttl, P. i Lehmann, A. (2017.): *Analysis of developments in EU capital flows in the global context*, Final Report, Bruegel, No. 032
- Curcuru, S. E., Thomas, C. P. i Warnock, F. E. (2013.): *On Return Differentials*, International Finance Discussion Papers, 1077, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Curcuru, S. i Thomas, C. (2012.): *The return on U.S. direct investment at home and abroad*, FRB International Finance Discussion Paper No. 1057
- Darvas, Z. i Hüttl, P. (2017.): *Returns on foreign assets and liabilities: exorbitant privileges and stabilizing adjustment*, Bruegel Working Paper, Issue 07
- Darvas, Z., Hüttl, P., Merler, S., de Sousa, C. i Walsh, T. (2016.): *Analysis of developments in EU capital flows in the global context*, Final Report, Bruegel, No. 3919
- Devereux, M. i Sutherland, A. (2010.): *Valuation effects and the dynamics of net external assets*, Journal of International Economics, No. 80
- European Commission (2012.): *Current account surpluses in the EU*, European Economy 9/2012
- European Commission (2012.): *Macroeconomic Imbalance Procedure, Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, Occasional paper 92
- Gourinchas, P. i Rey, H. (2014.): *External adjustment, global imbalances, valuation effects*, Helpman, E., Rogoff, K., Gopinath, G. (eds), Handbook of International Economics, vol. 4
- Habib, M. (2010.): *Excess returns on net foreign assets – the exorbitant privilege from a global perspective*, European Central Bank Working Paper Series 1158
- HNB (2017.): *Makroekonomska kretanja i prognoze*, br. 3, prosinac 2017.
- Hunya, G. (2018.): *How much do direct investors earn in EU-CEE countries and where do they put it?*, wiiw Monthly Report No. 3, ožujak 2018.
- IMF (2014.): *Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6)*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
- IMF (2016.): *Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets*, World Economic Outlook, Chapter 2: Too slow for too long, travanj 2016.
- Knetsch, T. i Nagengast, A. (2016.): *On the dynamics of the investment income balance*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 21
- Lane, P. R. (2013.): *Capital Flows in the Euro Area*, European Economy – Economic Papers 497, European Commission
- Lane, P. R. i Milesi-Ferretti, G. M. (2005.): *A Global Perspective on External Positions*, NBER Working Paper No. 11589
- Lane, P. R. i Milesi-Ferretti, G. M. (2014.): *Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis*, IMF Working Paper 14/151
- Lane, P. R. i Milesi-Ferretti, G. M. (2017.): *International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, IMF Working Paper 14/151
- Lane, P. R. i Milesi-Ferretti, G. M. (2008.): *The Drivers of Financial Globalization*, American Economic Review, 98(2), str. 327 – 332
- Lane, P. R. i Milesi-Ferretti, G. M. (2008.): *Where Did All the Borrowing Go? A Forensic Analysis of the U.S. External Position*, IMF Working Paper 08/28
- Rogoff, K. S. i Tashiro, T. (2015.): *Japan's exorbitant privilege*, Journal of the Japanese and International Economies 35, str. 43 – 61
- Schipper, U. (2015.): *Transaction and valuation effects on Germany's international investment position (IIP) – new statistical approaches and IIP trends*, IFC Bulletin No. 42

Do sada objavljeni Pregledi

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-ih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-12	Lipanj 2002.	Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)	Warren Coats i Marko Škreb
P-13	Rujan 2002.	Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIWW-u	Evan Kraft i Tihomir Stučka
P-14	Veljača 2003.	Rezultati trećega HNB-ova anketiranja banaka: Hrvatski bankarski sektor u fazi konsolidacije i tržišnog pozicioniranja od 2000. godine do danas	Tomislav Galac
P-15	Kolovoz 2004.	Kako unaprijediti hrvatski sustav osiguranja štednih uloga?	Michael Faulend i Evan Kraft
P-16	Kolovoz 2004.	Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku	Alan Škudar
P-17	Rujan 2004.	Treba li Hrvatskoj razlikovanje premije osiguranja štednih uloga?	Tomislav Galac
P-18	Studenj 2004.	Analiza modela stambenog financiranja u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-19	Svibanj 2005.	Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije – Gdje je Hrvatska?	Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić i Ana Šabić
P-20	Kolovoz 2005.	Rezultati četvrtoga HNB-ova anketiranja banaka	Tomislav Galac i Lana Dukić
P-21	Listopad 2005.	Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj	Igor Ljubaj
P-22	Siječanj 2006.	Kontrola koncentracija u hrvatskome bankarskom sustavu	Tatjana Ružić
P-23	Ožujak 2006.	Analiza poslovanja stambenih štedionica: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja stambenih štedionica	Mladen Mirko Tepuš
P-24	Kolovoz 2008.	Rezultati petoga HNB-ova anketiranja banaka	Lana Ivičić, Mirna Dumičić, Ante Burić, Ivan Huljak
P-25	Svibanj 2014.	Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku	Mislav Brkić i Ana Šabić
P-26	Kolovoz 2015.	Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike	Mirna Dumičić
P-27	Listopad 2015.	Obilježja tržišta rada i određivanja plaća u Hrvatskoj: rezultati Ankete poduzeća	Andreja Pufnik i Marina Kunovac
P-28	Studenj 2016.	Skrivaju li se banke u sjeni i u Hrvatskoj	Mirna Dumičić i Tomislav Ridzak
P-29	Prosinac 2016.	Bilješka o kunskom kreditiranju	Igor Ljubaj i Suzana Petrović
P-30	Lipanj 2017.	Cjenovna konkurentnost prerađivačkog sektora – sektorski pristup po razinama tehnološke opremljenosti	Enes Đozović
P-31	Lipanj 2017.	Transparentnost i monetarna politika HNB-a	Katja Gattin Turkalj i Igor Ljubaj
P-32	Rujan 2017.	Izloženost privatnoga nefinancijskog sektora kamatnom riziku: analizarezultata Ankete o promjenjivosti kamatnih stopa	Mate Rosan

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-33	Listopad 2017.	Uvođenje eura u Hrvatskoj: mogući učinci na međunarodnu razmjenu i ulaganja	Maja Bukovšak, Andrijana Ćudina, Nina Pavić
P-34	Listopad 2017.	Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj	Andreja Pušnik
P-35	Listopad 2017.	Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?	Davor Kunovac i Nina Pavić
P-36	Listopad 2017.	Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku?	Mislav Brkić i Ana Šabić
P-37	Listopad 2017.	Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj	Mirna Dumičić, Igor Ljubaj i Ana Martinis
P-38	Studeni 2017.	Procjena potencijalnog rasta i jaza BDP-a u Hrvatskoj	Goran Jovičić
P-39	Siječanj 2018.	Mikroekonomski aspekti kretanja produktivnosti tijekom velike recesije u Hrvatskoj: rezultati istraživanja modula za produktivnost Istraživačke mreže za konkurentnost (CompNet)	Miljana Valdec i Jurica Zmc
P-40	Ožujak 2018.	Sezonska prilagodba vremenskih serija i utjecaj kalendara na gospodarsku aktivnost	Ante Čobanov
P-41	Prosinac 2018.	Cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj	Davor Kunovac i Karlo Kotarac
P-42	Siječanj 2019.	Karakteristike hrvatskih izvoznika iz prerađivačkog sektora i oporavak izvoza tijekom velike recesije – rezultati istraživanja modula za trgovinu Istraživačke mreže za konkurentnost (CompNet)	Miljana Valdec i Jurica Zmc
P-43	Kolovoz 2019.	Tromjesečni projekcijski model za Hrvatsku	Nikola Bokan, Rafael Ravnik

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama Istraživanja, Pregledi i Tehničke bilješke znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvatanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni elektroničkom poštom ili optičkim medijima (CD, DVD), a mediju treba priložiti i ispis na papiru. Zapis treba biti u formatu Microsoft Word.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice zahvale i priznanja, poželjno je uključiti u tekst na kraju uvodnog dijela.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati broj, naslov, mjerne jedinice,

legendu, izvor podataka te bilješke. Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a, b, c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz nekih drugih programa, onda je potrebno dostaviti i te datoteke u formatu Excel (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom formatu EPS ili TIFF s opisima u Helvetic (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice treba označiti arapskim brojkama podignutima iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjima od slova kojima je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju stručni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Tehničke bilješke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdaje i druge publikacije: numizmatička izdanja, brošure, publikacije na drugim medijima (CD-ROM, DVD), knjige, monografije i radove od posebnog interesa za Banku, zbornike radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator Banka, edukativne materijale i druga slična izdanja.

ISSN 1334-0085 (online)