

## **Bilješke za izlaganje na konferenciji Zagrebačke burze, Rovinj, 16.10.2014.**

### **1) BDP**

Temeljem novih ostvarenja i informacija, očekivana stopa promjene realnog BDP-a za 2014. iznosi -0,6%, odnosno korigirana je na niže. Navedeno je rezultat dodatnog smanjenja godišnje stope promjene BDP-a u prvom tromjesečju zbog prelaska na ESA 2010 metodologiju (-0,6 u odnosu na prethodnih -0,4%) te nepovoljnijih kretanja gospodarske aktivnosti u drugom tromjesečju. Pritom i sezonski prilagođeni podaci ukazuju na smanjenje gospodarske aktivnosti u drugom tromjesečju -0,3%), koje je prvenstveno rezultat smanjenja domaće potražnje te, u manjoj mjeri, izvoza roba i usluga.

Realni izvoz robe i usluga mogao bi se u 2014. povećati za 6,4%, što je više od ranijih očekivanja. Izmjene u očekivanoj stopi rasta su odraz dobrih ostvarenja izvoza robe u drugom tromjesečju (rast 7,9% na godišnjoj razini) kao i zamjetnog povećanja očekivanog rasta realnog uvoza vanjskotrgovinskih partnera. S druge strane, ocjena godišnjeg rasta izvoza usluga (turizam) smanjena je zbog nepovoljnijih ostvarenja od očekivanih, na što su velikim dijelom utjecale nepovoljne vremenske prilike. Uvoz roba i usluga mogao bi se u 2014. povećati za 4,2%, a povećanje kretanja ukupnog uvoza odnosi se uglavnom na uvoznu komponentu izvoza s obzirom na povećanje očekivane stope rasta izvoza.

Osobna potrošnja mogla bi se tijekom 2014. realno smanjiti za 0,6%. Sezonski prilagođena osobna potrošnja smanjila se za 0,2% tijekom drugog tromjesečja, u uvjetima daljnjeg pada kupovne moći kućanstava s obzirom na blago smanjenje zaposlenosti (0,2%) i nešto snažniji pad realnih neto plaća (0,6%). U ostatku godine ne očekuje se znatniji oporavak osobne potrošnje s obzirom na nastavak razduživanja stanovništva te projicirano daljnje smanjenje realnih neto plaća i zaposlenosti. Raspoloživi dohodak stanovništva realno bi mogao pasti za 0,8 posto u uvjetima blagog realnog rasta realnih prosječnih plaća i nastavka trenda smanjenja zaposlenosti za otprilike 1,5 posto godišnje.

Državna potrošnja mogla bi se smanjiti za 1,3% što je izraženiji pad u odnosu na prethodna očekivanja (-0,6%). Navedena izmjena rezultat je zamjetnog smanjenja državne potrošnje u drugom tromjesečju, što je povezano sa smanjenjem broja zaposlenih u javnim i državnim službama u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (-4,6%). U drugoj polovini 2014. očekuje se nastavak pada državne potrošnje, uslijed daljnjeg smanjenja broja zaposlenih osoba u državnim i javnim službama kao i zbog daljnjeg pada korištenja dobara i usluga.

Bruto investicije u fiksni kapital mogle bi se u 2014. smanjiti za 3,6% , što je također snažnije smanjenje u odnosu na prethodna očekivanja (2,7%). Ostvarenja u drugom tromjesečju su zamjetno nepovoljnija od očekivanih (godišnja stopa promjene -5,2% u odnosu na -3,1%). Na nastavak smanjenja investicija u fiksni kapital u drugoj polovini godine upućuju i prvi dostupni mjesečni pokazatelji za srpanj i kolovoz.

Na perspektivu rasta u ovoj i idućoj godini povoljno ne utječe niti smanjivanje prognoze rasta za zemlje EU kao glavnog vanjskotrgovinskog partnera, o čemu je dosta govora bilo ovog vikenda na godišnjoj skupštini MMF-a i Svjetske banke.

## 2) Monetarna kretanja

**Višak likvidnosti na tržištu i dalje je vrlo visok i kreće se na razini od oko 6 milijardi kuna, a kamatne stope na novčanom tržištu od oko 0,5%, kao i kamatne stope na blagajničke zapise Ministarstva financija i dalje su na, ili oko, povijesnih minimuma. Do kraja godine očekujemo rast ponude novca za oko 6,5 postotnih poena.**

**U trenutnim uvjetima HNB namjerava i dalje održavati vrlo ekspanzivnu monetarnu politiku, održavajući visok višak likvidnosti i održavajući kamatne stope na tržištu niskima, te će otkupljivati obvezne blagajničke zapise od banaka koje ostvare prirast kreditiranja poduzeća.** Na taj način monetarna politika utječe na smanjenje troška financiranja na domaćem tržištu za sve sektore, a osobito za proračun koji otprilike 40% potreba financiranja godišnje ostvaruje na tržištu blagajničkih zapisa, te još oko 25% na domaćem tržištu obveznica i kredita.

**HNB će takvu politiku i dalje voditi u mjeri u kojoj to ne ugrožava stabilnost tečaja,** koji, zbog vrlo visokog stupnja euroizacije i dalje ostaje, zajedno s kapitalnom adekvatnošću i odgovarajućom rezerviranošću loših plasmana, temelj financijske stabilnosti u zemlji.

Uz stabilnost bankovnog sustava, takvu politiku omogućava i vrlo visoka pokrivenost monetarnih agregata međunarodnim pričuvama. Ta pokrivenost iznosi 156% rezervnog novca i 171% ponude novca, uz 8,5 mjeseci pokrića uvoza.

Takva politika omogućila je da se, unatoč šest godina recesije i posljedično velikog porasta loših plasmana, koji su dosegli 16%, uz porast loših plasmana sektoru poduzeća na čak 30%, održi stabilnost i izbjegne kriza financijskog sustava kakvu su zabilježile mnoge zemlje EU (i SAD).

**Međutim, valja istaknuti da nepovoljni izgledi za snažniji gospodarski oporavak uvelike ograničavaju doseg ekspanzivnog djelovanja monetarne politike.**

Krediti poduzećima su u Hrvatskoj tijekom krize kumulativno porasli više nego u ijednoj drugoj zemlji EU. BDP je, međutim, pao više nego u bilo kojoj zemlji EU, osim Grčke. Ta negativna veza između rasta kredita i rasta BDP-a u Hrvatskoj još je jedan dokaz da rast kredita nije dovoljan uvjet rasta BDP-a. S druge strane, mnoge zemlje s kumulativnim padom kredita zabilježile su pozitivne stope rasta BDP-a, što pokazuje da rast kredita nije uvjet za rast BDP-a. Istraživanja pokazuju da nakon krize rast kredita slijedi rast BDP-a, a ne obratno. Drugim riječima, u razdoblju oporavka krediti su slijedeća varijabla, a u razdobljima ekspanzije vodeća varijabla.

Tablica 1. Stope rasta plasmana i inozemnog duga<sup>1</sup>

Vrsta potraživanja	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I.-VIII. 2014.	2009.-VIII.2014.
Plasmani kreditnih institucija	0,2	3,6	3,1	0,4	0,1	-2,0	5,5
Plasmani stanovništvu	-2,6	-1,4	-1,0	-1,2	-1,6	-0,6	-8,5
Plasmani poduzećima	4,2	7,0	7,1	-0,7	2,0	-2,0	18,3
državnim poduzećima	-	-	8,9	8,5	7,4	-11,7	-
privatnim poduzećima	-	-	6,6	-2,7	0,7	0,6	-
						I.-VI. 2014.	2009.-VI. 2014.
Inozemni dug poduzeća	13,6	7,1	-2,6	1,5	-0,9	1,3	20,8
Inozemni dug državnih poduzeća	10,7	14,8	-9,3	-10,0	-11,5	-5,7	-13,3
Inozemni dug privatnih poduzeća	14,6	4,5	-0,2	5,2	1,9	3,0	32,0
Ukupno financiranje poduzeća*	6,2	6,0	2,1	-0,2	-1,8	0,8	13,6

\*Obuhvaća ukupno domaće (kod kreditnih institucija, leasinga i HBOR-a) i inozemno financiranje poduzeća.

U 2014. godini zamjetan je značajan pad kredita javnim poduzećima, uslijed razduživanja tri velika javna poduzeća, i lagani rast kredita privatnim poduzećima, dok se sektor kućanstava nastavlja razduživati, odnosno kontinuirano bilježi negativnu stopu rasta kredita. Ukupno financiranje poduzeća - koje obuhvaća ukupno domaće (kod kreditnih institucija, leasinga i HBOR-a) i inozemno financiranje poduzeća - u prvih osam mjeseci ove godine ponovo bilježi rast, nakon pada prošle godine od 1,8 posto (opet u potpunosti uzrokovanog razduživanjem nekoliko velikih javnih poduzeća). Zanimljivo je primijetiti da se privatna poduzeća niti u jednoj godini nisu razduživala, odnosno kontinuirano imaju pozitivnu stopu prirasta kredita.

Kreditna aktivnost je niža nego bi to bio slučaj u situaciji oporavka, odnosno pozitivnog rasta BDP-a. Temeljni razlog niske kreditne aktivnosti je nedostatak potražnje, drugi razlog je zaoštavanje kreditnih uvjeta banaka uslijed porasta loših plasmana, oboje povezano sa slabim općim ekonomskim izgledima u zemlji, treći je nedostatak vlasničkog financiranja (equity financing). Poduzeća se pojednostavljeno mogu dijeliti:

<sup>1</sup> Sve prikazane godišnje stope promjena korigirane su za kretanje tečaja, preuzimanje duga brodogradilišta, pretvaranje duga u kapital, prijenos neprihodonosnih potraživanja, stečaj Centar banke d.d. te metodološku promjenu knjiženja naknada.

- na ona kojima bi svi dali kredit, ali ona ne žele kredite, jer imaju dovoljno vlastitog novca
- na ona koja izlaze iz predstečajnih nagodbi - ta trebaju prvo vlasnička ulaganja, a tek onda kredite. Aktivnog vlasničkog kapitala u Hrvatskoj, međutim, ima relativno malo, potencijalni je djelomično obeshrabren negativnim iskustvima iz predstečajnih nagodbi, a inozemni tek treba privući. U tome značajnu ulogu mogu odigrati i međunarodne financijske institucije koje bi se hrabrije trebale pomaknuti od klasičnog kreditnog financiranja prema vlasničkim ulaganjima i na taj način služiti kao katalizator privatnog vlasničkog kapitala, osobito na manjim tržištima.
- na mala i srednja poduzeća koja imaju problem nedostatka opet vlasničkog kapitala i kolaterala, a banke, s druge strane, rijetko financiraju projekte samo na temelju projiciranog tijeka novca
- i na takozvane *start-up-ove*, odnosno nova poduzeća koja traže osnivački kapital, odnosno nekoga voljnog podijeliti rizik od početka, takozvani *venture* kapital, čega u Hrvatskoj također ima vrlo malo i gdje opet međunarodne financijske institucije mogu odigrati važnu ulogu katalizatora uz angažman relativno malih iznosa novca.

Oslanjanje samo na bankarsko kreditiranje i post-krizna averzija banaka prema riziku, čine tako obzor financiranja relativno uskim, osobito za one aktivnosti koje bi najviše trebalo poticati, a to su inovacije i tehnološke investicije.

Osim spomenute uloge međunarodnih financijskih institucija, tu postoji i prostor za intervenciju države. Sredstva EU fondova mogu se koristiti za financijsku polugu za međunarodne financijske institucije i onda privatni kapital, s višestruko pozitivnim učincima na dostupnost financiranja ondje gdje je ono trenutno najpotrebnije.

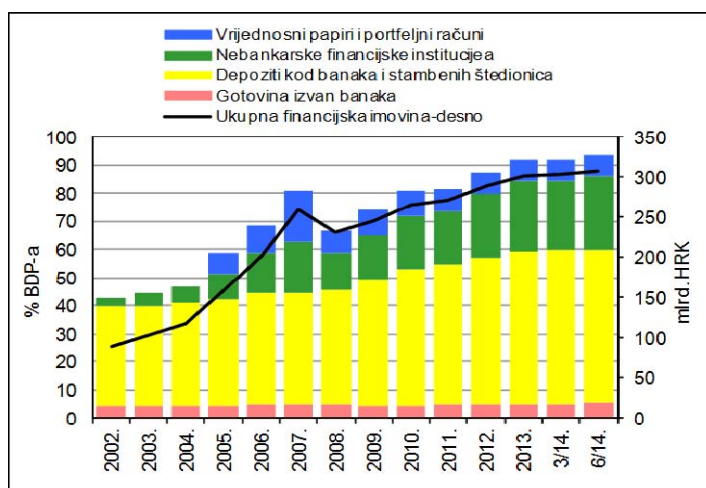
Subvencije u Hrvatskoj su visoke u odnosu na BDP i na ostale zemlje EU, no ne postoji nikakva ocjena efikasnosti tih subvencija. U visokom stupnju arbitrarnosti odluka o subvencijama, koji traje desetljećima, bez ozbiljnih analiza, propušta li država subvencijama potaknuti potencijalno propulzivne sektore više dodane vrijednosti? Gubi li time rast BDP-a?

S druge strane, banke žive ponajprije od davanja kredita. Ukoliko im kamatni prihodi padaju, to je posljedica ne samo kvarenja portfelja kredita, već i njegovog smanjenja. U interesu banaka je da povećavaju plasmane, osobito zato jer su noviji krediti bolje kvalitete od starijih godišta. Najveći broj loših kredita banaka datira iz godišta prije početka krize, kad su se krediti dijelili šakom i kapom. Fokus na upravljanje tim dijelom portfelja - na prošlost - obično uzrokuje nedovoljan fokus na buduće prihode.

Ključna je, naravno, alokacija kredita, ali ne samo kredita nego kapitala općenito, uključujući vlasnički kapital. Velik broj domaćih poduzetnika propustio je 'zlatno' vrijeme tržišta kapitala sredinom 2000-tih za povećanje kapitala, odnosno za financiranje putem vlasničkog kapitala, umjesto putem duga. Mnogima se to kasnije osvetilo. Dug je ispio loš drug, lošiji od onih koje su htjeli izbjeći, odbijajući mogućnost dokapitalizacije kroz izdavanje dioničkog kapitala.

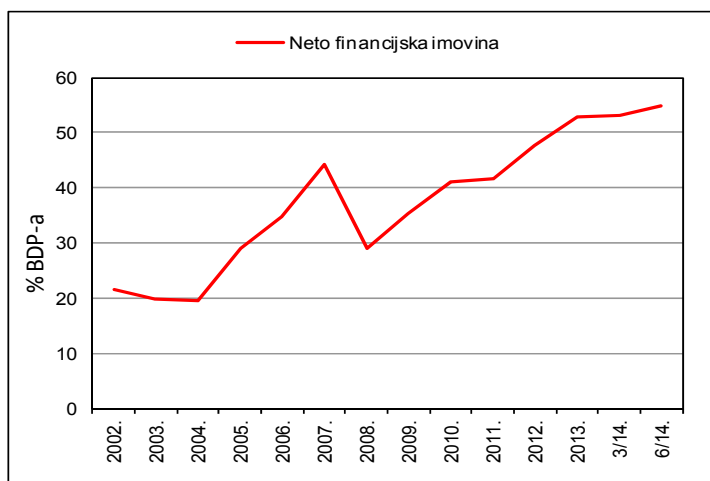
Uslijed kontinuiranog razduživanja, odnosno smanjenja duga prema bankama i rasta imovine u bankama i nebankarskim financijskim institucijama, neto financijsko bogatstvo sektora kućanstva se povećalo za preko 75% u odnosu na 2009. godinu.

Slike 1. i 2. Financijske imovine kućanstava



Potraživanja kućanstava od društava za osiguranje procijenjena su

Izvor: Hanfa, SKDD, HNB



Izvor: HNB

Usprkos tome, ona još uvijek značajnije ne troše. Osobna potrošnja, uz pad investicija predstavlja najznačajniji negativan doprinos domaćoj potražnji, a time i kretanju BDP-a. Često se krivo tumači, da je politika fiskalne konsolidacije pridonijela padu BDP-a, no kumulativno, u zadnjih pet godina, ona nije imala negativan utjecaj na pad BDP-a. Nju, međutim, zahtijeva proces EDP-a (procedure prekomjernog deficita) u koji je RH ušla prošle godine.

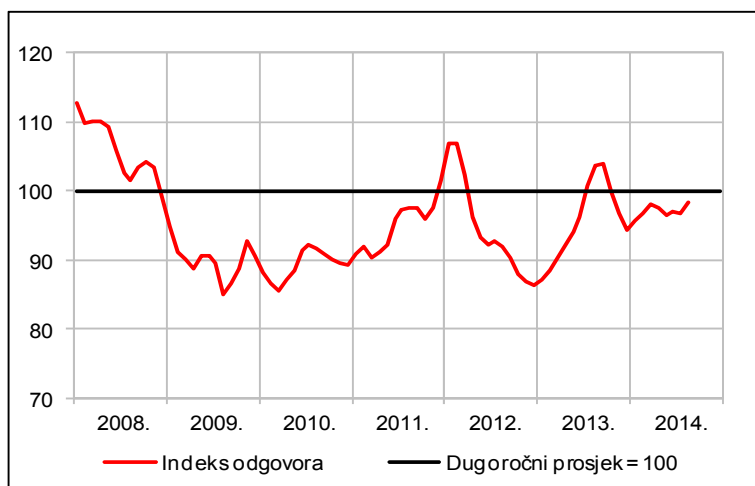
Tablica 2.

Doprinosi stopi promjene BDP-a između 2013. i 2008. godine	2013./2008.
<b>BDP</b>	<b>-12,0</b>
<b>OSOBNJA POTROŠNJA</b>	<b>-7,2</b>
<b>DRŽAVNA POTROŠNJA</b>	<b>-0,1</b>
<b>BRUTO INVESTICIJE U FIKSNI KAPITAL</b>	<b>-9,1</b>
<b>PROMJENE ZALIHA</b>	<b>-3,7</b>
<b>IZVOZ ROBA I USLUGA</b>	<b>-1,6</b>
IZVOZ ROBA	1,3
IZVOZ USLUGA	-2,8
<b>UVOZ ROBA I USLUGA</b>	<b>9,5</b>
UVOZ ROBA	7,8
UVOZ USLUGA	1,7
Od toga:	
Domaća potražnja	-20,1
Izvoz robe i usluga	-1,6
Uvoz robe i usluga	9,5

Temeljni razlog izostanka rasta osobne potrošnje je još uvijek niski indeks povjerenja potrošača. On je nizak prvenstveno zbog stanja na tržištu rada, odnosno kontinuiranog

smanjenja broja radnih mjesta zbog izostanka investicija. Dok god su perspektive gubljenja zaposlenja veće od perspektive dobivanja zaposlenja, teško je očekivati značajniji oporavak osobne potrošnje.

Slika 3. Indeks pouzdanja potrošača



Standardizirane vrijednosti, tročlani pomični prosjeci, Izvori: Ipsos Puls, HNB

To nas dovodi do zaključka da je temeljni preduvjet gospodarskog oporavka u Hrvatskoj porast investicija. Ukoliko do njega dođe, brzo će ga slijediti i oporavak osobne potrošnje, budući da je neto financijsko bogatstvo sektora stanovništva značajno bolje nego prije pet godina. Porast investicijske i osobne potrošnje će više nego kompenzirati negativni doprinos javne potrošnje gospodarskom rastu, koji će biti prisutan u idućih nekoliko godina uslijed fiskalne konsolidacije unutar procedure EDP-a. Međutim, postupni rast BDP-a omogućit će i manje društvene boli uslijed fiskalne konsolidacije. Drugim riječima, iz negativne spirale ekonomija može, relativno brzo, preći u pozitivnu. No, investicije moraju prethoditi svemu drugom. Investicije su imale najveći utjecaj na pad BDP-a u zadnjih 5 godina – kumulativno 9,1 posto.

Temeljno je pitanje oporavka gospodarskog rasta u Hrvatskoj dakle: što je potrebno kako bi se konačno pokrenule investicije?

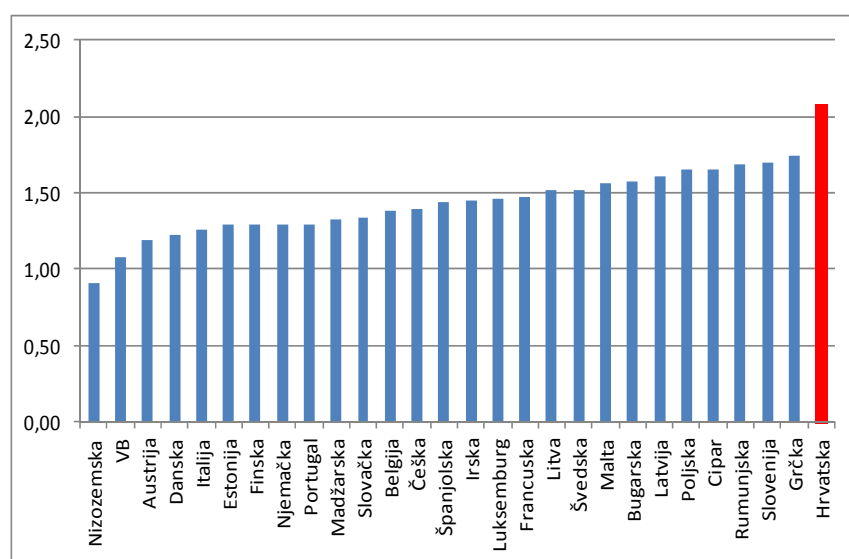
Godinama to tvrdim, a nažalost, niti ovoga puta ne mogu biti inovativan – za to su neophodne strukturne reforme na poboljšanju poslovne i investicijske klime.

Ovaj put, u prilog tom argumentu mogu, uz dosadašnje analize, pridodati i brojke OECD-a, koji je, prvi put, za 2013. uključio i Hrvatsku u svoju komparativnu analizu.

### Strukturne reforme prema OECD-ovu indeksu regulacije tržišta proizvoda u razdoblju od 2008. do 2013.

Hrvatska je po prvi put obuhvaćena u OECD-ovu izvješću za 2013. godinu pri čemu bilježi vrlo lošu vrijednost indeksa regulacije tržišta proizvoda (engl. *product market regulation* ili, skraćeno, PMR) od 2,08 što je iznad (nepovoljnije od) prosjeka zemalja OECD-a (1,47) u promatranoj godini i prosjeka EU27 zemalja obuhvaćenih istraživanjem (1,42). Sve zemlje Srednje i Istočne Europe obuhvaćene istraživanjem bilježe niže vrijednosti PMR pokazatelja u 2013., odnosno u prosjeku imaju niži stupanj regulacije tržišta proizvoda od Hrvatske.

Slika 4. PMR indeks zemalja EU-a

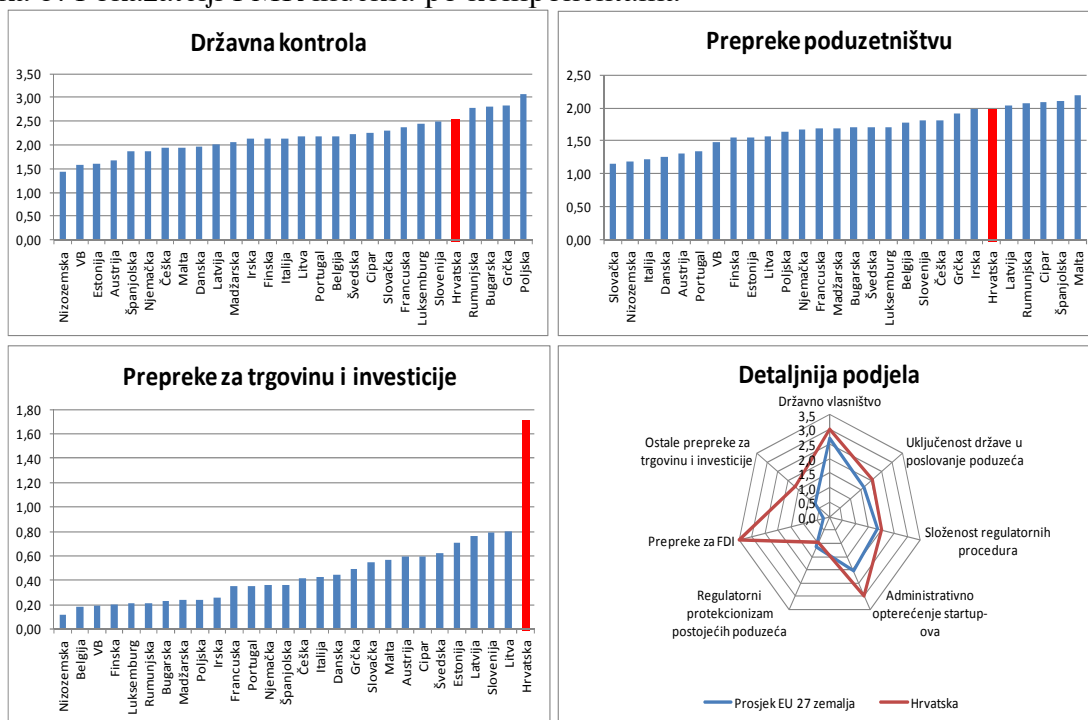


Izvor: OECD

Najpovoljnije vrijednosti PMR pokazatelja u 2013. u usporedbi s prosjekom zemalja EU-a Hrvatska ostvaruje u području uklanjanja prepreka poduzetništvu, dok zamjetno negativno odstupa u području uklanjanja prepreka trgovini i investicijama, a posebno u uklanjanju prepreka inozemnim izravnim ulaganjima, gdje stoji znatno lošije od svih drugih zemalja obuhvaćenih analizom.



Slika 5. Pokazatelji PMR indeksa po komponentama

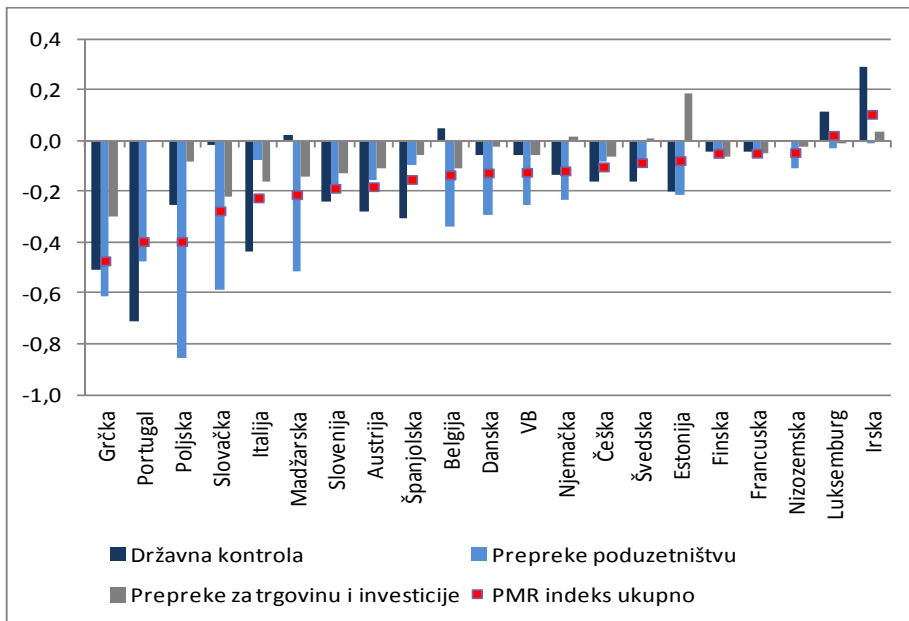


Izvor: OECD

Promatrajući kretanja u ostalim članicama EU-a, najveće poboljšanje u strukturnim reformama na tržištu proizvoda u razdoblju od 2008. do 2013. godine, mjereno promjenom PMR indeksa, ostvareno je u dvije zemlje koje su u tom razdoblju bile u programu *Troike* (EK, MMF, ECB) – Grčkoj i Portugalu, te u Poljskoj koja je zabilježila najviše stope rasta u EU tijekom krize.

Slika 6. Promjena<sup>2</sup> PMR indeksa i njegovih podkategorija u razdoblju 2013. -2008. za EU članice

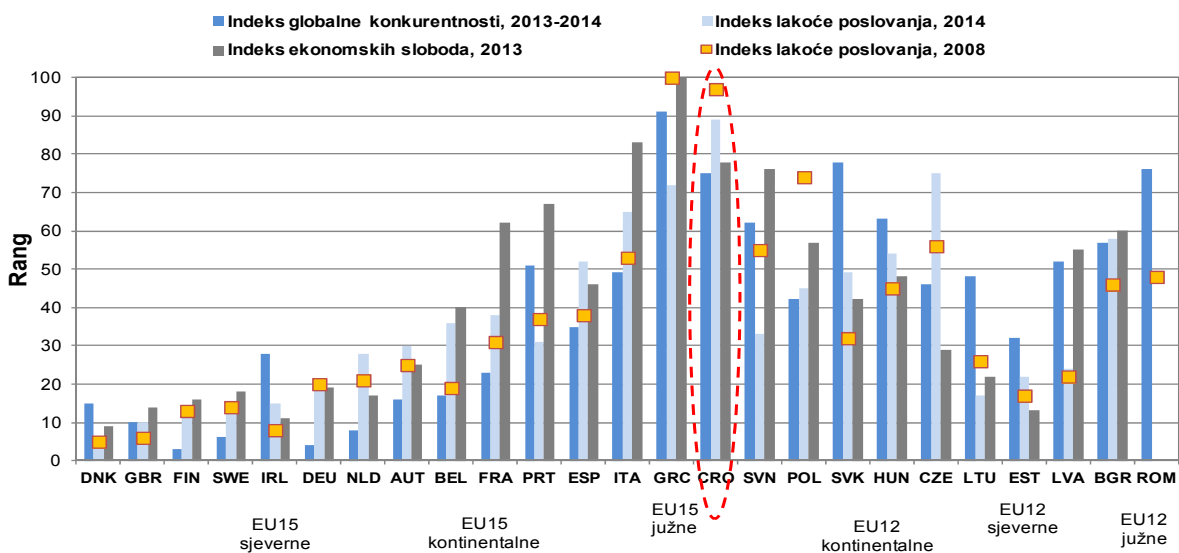
<sup>2</sup> Negativna promjena označava poboljšanje pokazatelja.



Izvori: OECD, Svjetska banka

I prema svim ostalim pokazateljima poslovne/investicijske klime, Hrvatska je, uz Grčku, najlošija:

Slika 6.



Takvo stanje, dakle, vrlo jasno definira prioritete ekonomske politike.

Deregulacija je ključna za oslobađanje i poticanje poduzetničkog duha.

Prevelika regulacija, previše propisa, zahtjeva, birokracije, nameta na svim razinama, od državne do lokalne, oduzima vrijeme, energiju i novac koji se mogu puno bolje iskoristiti. Ili, što je još gore, odvraća ljude od poduzetništva, a time i od otvaranja radnih mjesta i povećanja BDP-a.

Inicijativu za deregulacijom korisno je prepustiti samim poduzetnicima, no ona je zahtjevna prvenstveno zato jer zahtijeva tim visoko stručnih i dobro motiviranih ljudi na razini državne administracije koji će njihove inicijative analizirati i pretakati u smanjenje regulacije.

### **Kapital i rad (obrazovanje)**

Desetljećima ustaljena podjela dohotka, gdje je otprilike dvije trećine ili 70% BDP-a pripadalo radu a otprilike trećina kapitalu, brzo se mijenja, tako da današnje procjene govore kako je ta podjela u razvijenijim zemljama pala na samo 55%:45% u korist rada.

Kapital postupno supstituira rad.

Za budućnost zemlje i dizajn obrazovnog sustava, izuzetno je važno voditi računa o tome da smo možda svjedoci bifurkacije na tržištu rada, na što upućuju novija istraživanja.

Država, kao daleko najveći investitor u ovom sektoru, trebala bi pažljivo procijeniti efikasnost ulaganja u ovom segmentu i dizajnirati obrazovni sustav na temelju analitičke podloge procjene potražnje na tržištu rada. Odgovarajuća politika mora povećati efikasnost obrazovanja, koja je prema rezultatima PISA testova, kao i prema rangiranju domaćih sveučilišta niska, nezadovoljavajuća.

Kvaliteta obrazovanja i neusklađenost obrazovnog sustava s potrebama tržišta rada dovodi i dovodit će do gubljenja konkurentnosti zbog nepostojanja kadra s adekvatnim znanjima i vještinama s jedne strane, te do nezadovoljstva stanovništva zbog nemogućnosti pronalaženja poslova sukladnih njihovim znanjima i vještinama s druge strane.

Iskustva zemalja poput Njemačke, Austrije ili Švicarske pokazuju da strukovno obrazovanje i praksa pomažu lakšem zapošljavanju na tržištu rada nakon školovanja. S druge strane iskustvo pokazuje da, ukoliko se mladi ne uspiju relativno rano nakon završetka školovanja uključiti na tržište rada, njihov ljudski kapital dosta brzo deprecira i često su osuđeni na dugotrajnu nezaposlenost.

## **Politička ekonomija**

Politički okvir za provođenje neophodnih strukturnih reformi, međutim, i dalje ostaje nepromijenjen. I nakon šest godina recesije cjelokupnim domaćim politički spektrom prevladava kratkoročni cilj lakog osvajanja glasova, nad ciljem stvaranja efikasne, otvorene, fleksibilne ekonomije, koja je u stanju generirati dovoljno radnih mjesta. U tome niti struktura političkog sustava u kojoj su gotovo svake godine izbori sigurno ne pomaže.