

Europska komisija

Glavna uprava za gospodarske i financijske poslove

Makroekonomske neravnoteže – Hrvatska 2014.

ZAHVALA

Ovo izvješće pripremila je Glavna uprava za gospodarske i financijske poslove pod vodstvom Servaasa Deroosea, zamjenika glavnog direktora, Petera Weissa, vršitelja dužnosti direktora, i Anne Bucher, direktorice.

Glavni su suradnici bili Ronald Albers, Bozhil Kostov, Radostin Neykov, Elena Reitano i Thomas Usher. Odjeljak 3.3. sastavili su Karin Fischer, Hana Genorio, Nigel Nagarajan i Laura Rinaldi. Ostali su suradnici bili Pedro Cardoso, Peter Pontuch, Etienne Sail i Jože Štrus. Statističku potporu pružili su Laura Fernández Vilaseca i Julien Genet.

Molimo da komentare na ovo izvješće uputite poštom ili e-poštom na sljedeću adresu:

Elena Reitano
Europska komisija
GU ECFIN, odjel F3
B-1049 BRUXELLES
E-mail: elena.reitano@ec.europa.eu

Ovo izvješće zaključeno je s danom 25. veljače 2014.

Rezultati izvješća o detaljnom preispitivanju u skladu s Uredbom (EU) br. 1176/2011 o sprečavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža

Hrvatska bilježi *prekomjerne makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni posebno praćenje i odlučne mjere politike*. Konkretno, mjere politike nužne su zbog slabosti koje proizlaze iz znatnih inozemnih obveza, sve slabijih izvoznih rezultata, visokog stupnja zaduženosti poduzeća i velike brzine rasta duga opće države, sve u kontekstu slabog rasta i slabe sposobnosti prilagodbe. Komisija će pokrenuti posebno praćenje provedbe politika te će o tome redovito izvješćivati Vijeće.

Nakon ekspanzivne faze u kojoj su se neravnoteže akumulirale, Hrvatska je sada u dugotrajnoj recesiji tijekom koje je u prvi plan izbio čitav niz vanjskih i unutarnjih rizika. Vanjsko uravnoteženje opterećeno je velikim rizicima nakupljenima u očekivanju smanjenja hrvatskih inozemnih obveza na sigurnije razine i ovisi o poboljšanju konkurentnosti i širenju izvoza na druge sektore osim turizma u cilju poticanja rasta. Razduživanje nefinancijskih društava još je u ranoj fazi te je u tom segmentu potrebno praćenje razvoja situacije s lošim kreditima. Državna poduzeća, koja u pojedinim sektorima i dalje imaju vodeću ulogu i koja često nisu restrukturirana, ukupno su visoko zadužena i slabo profitabilna. Hrvatska je država s najnižom razinom gospodarske aktivnosti i stopom zaposlenosti u EU-u, što je djelomično povezano s temeljnim institucijama i politikama koje su na snazi. Bolje funkcioniranje tržišta rada imat će ključnu ulogu u poticanju rasta i prilagodbe koji su nužni s obzirom na vanjske i unutarnje slabosti. Sudeći po čitavom nizu standardnih pokazatelja, hrvatsko poslovno okruženje znatno je ispod prosjeka država članica iz srednje i istočne Europe. Ti čimbenici zajedno pridonose niskom potencijalu rasta, što otežava čišćenje bilanci privatnog sektora i zahtijeva veće napore u pogledu fiskalne konsolidacije. Nužno je provesti znatne dodatne mjere fiskalne konsolidacije kako bi se obuzdao deficit i spriječilo neodrživo povećanje duga. Na Hrvatsku se primjenjuje postupak u slučaju prekomjernog deficita te je nužno da poduzme učinkovite mjere za smanjenje prekomjernog deficita do 30. travnja 2014. Nastave li se postojeći trendovi i ne poduzmu li se dodatne mjere, Hrvatska bi mogla biti daleko od ispunjenja ciljeva u 2014.

COM(2014) 150 final, 5.3.2014

Sažetak i zaključci	9
1. Uvod	13
2. Makroekonomski razvoj	15
3. Neravnoteže i rizici	21
3.1. ANALIZA VANJSKOG SEKTORA I PITANJA KONKURENTNOSTI	21
3.1.1. Kretanja u vanjskom sektoru	21
3.1.2. Vanjska konkurentnost	24
3.2. ZADUŽENOST I DINAMIKA RAZDUŽIVANJA	33
3.2.1. Zaduženost privatnog sektora	34
3.2.2. Javni dug	40
3.3. PROBLEMI MONETARNOG I FINANCIJSKOG SEKTORA	45
3.3.1. Makrobonitetna politika u Hrvatskoj u razdoblju koje je prethodilo krizi	46
3.3.2. Monetarni i tečajni problemi	47
3.3.3. Situacija bankarskog sektora	49
4. Politički izazovi	57
Izvori	59

POPIS TABLICA

2.1. Glavni gospodarski, financijski i socijalni pokazatelji – Hrvatska	19
3.1. Struktura hrvatskog bankarskog sustava	49
3.2. Analiza rezervacija kapitala i rezervacija za gubitke po kreditima	53

POPIS PRIKAZA

2.1. Dinamika BDP-a i doprinosi	15
2.2. Inflacija (IPC)	16
2.3. Odabrani pokazatelji za tržište rada	16
2.4. Petogodišnji CDS USD	17
2.5. Tekući račun i sastavnice	18
2.6. Bruto vanjski dug	18
3.1. Sastav tekućeg računa	21
3.2. Izvoz i uvoz	21

3.3.	Financiranje tekućeg računa	22
3.4.	Neto stanje međunarodnih ulaganja	22
3.5.	Prilagodba tekućih računa u odabranim državama članicama	22
3.6.	Raščlamba stope promjene NSMU-a	23
3.7.	Raščlamba bruto stanja međun. Ulaganja na strani obveza, % ukupne vrijednosti	23
3.8.	Bruto vanjski dug po sektorima	23
3.9.	Raščlamba udjela na izvoz. tržištu	24
3.10.	Volumen izvoza roba i usluga	24
3.11.	Otvorenost trgovine	25
3.12.	Vrijednost izvoza putničkih usluga	25
3.13.	Primanja i produktivnost	27
3.14.	Nominalni TJR	27
3.15.	Prilagođeni udjel plaća	28
3.16.	REDT pročišćen u odnosu na TJR	28
3.17.	REDT pročišćen u odnosu na nominalnu plaću u proizvodnji	28
3.18.	„Doing business 2014”, poredak zemalja	31
3.19.	Indeks ekonomskih sloboda 2014., poredak zemalja	31
3.20.	Indeks globalne konkurentnosti 2013. – 2014., poredak zemalja	31
3.21.	Priljev izravnih stranih ulaganja	32
3.22.	Priljev izravnih stranih ulaganja po sektoru (%)	32
3.23.	Sektorska struktura unutarnjih izravnih stranih ulaganja	32
3.24.	Dug prema sektorima, nekonsolidirano	34
3.25.	Dug privatnog sektora	35
3.26.	Raščlamba promjena u omjeru duga i BDP-a, kućanstva	35
3.27.	Raščlamba promjena u omjeru duga i BDP-a, nefin. korp.	36
3.28.	Pokazatelji zaduženosti nefinanc. korporacija	36
3.29.	Zaduženost kućanstava – Hrvatska i CEE10	39
3.30.	Zaduženost nefin. korp. – Hrvatska i CEE10	39
3.31.	Potraživanja kreditnih institucija	40
3.32.	Konsolidirana središnja država	42
3.33.	Saldo opće države	42
3.34.	Strukturni saldo opće države	42
3.35.	Dug opće države	42
3.36.	Potencijalne državne obveze	43
3.37.	Kratkoročne državne obveznice, prosječni prihodi	43
3.38.	Devizni tečaj kune	48
3.39.	Hrvatska – Realni i nominalni efektivni devizni tečajevi (42 zemlje; mjesečni podaci)	48
3.40.	Loši krediti i stopa pokrivenosti, T3 2013.	50
3.41.	Ključni financijski pokazatelji	50
3.42.	Razvoj korporativnog duga	51
3.43.	Bankovna imovina i imovina dana u najam	51
3.44.	Kreditni i depoziti	52

3.45. Indeks cijena nekretnina	56
--------------------------------	----

POPIS OKVIRA

3.1. Pad izvoza robe u Hrvatskoj	26
3.2. Propisi za zaštitu radnih mjesta kao prepreka konkurentnosti	30
3.3. Financijska uspješnost poduzeća, uključujući državna poduzeća	37
3.4. Propisi o predstečajnoj nagodbi	41
3.5. Analiza održivosti javnog duga	44
3.6. Izloženost banaka općoj državi i državnim poduzećima	54

SAŽETAK I ZAKLJUČCI

SAŽETAK

U izvješću o mehanizmu upozoravanja objavljenom 13. studenoga 2013. Komisija smatra korisnim istražiti narav i potencijalne rizike u pogledu vanjskog položaja Hrvatske, njezine trgovinske uspješnosti i konkurentnosti te unutarnjih kretanja. Zbog toga ovo detaljno preispitivanje sadržava analizu makroekonomske i strukturne situacije u zemlji u skladu s opsegom nadzora u okviru postupka u slučaju makroekonomske neravnoteže radi utvrđivanja njezina postojanja. Hrvatska je pristupila EU-u 1. srpnja 2013. i ovo je njezino prvo detaljno preispitivanje. Glavna zapažanja i nalazi jesu sljedeći:

- **Nakon razdoblja ekspanzije do 2009., u kojemu je došlo do akumuliranja neravnoteža, Hrvatska trenutačno prolazi kroz razdoblje duboke i dugotrajne recesije u kojoj do izražaja dolazi niz vanjskih i unutarnjih rizika.** Ogdode u restrukturiranju proizvodnog sektora i nesposobnost da se formira velika i konkurentna izvozna industrija, ne uključujući turizam, pridonijeli su u razdoblju gospodarskog uzleta ograničenom sudjelovanju Hrvatske u regionalnoj trgovinskoj integraciji, zbog čega je ostala jedna od najzatvorenijih manjih država članica EU-a s niskim relativnim prihodima. Sve veći deficit na tekućim računima financiran je uglavnom preko inozemnih matičnih društava hrvatskih banaka i izravnim stranim ulaganjima u sektore hrvatskoga gospodarstva usmjerene na unutarnji razvoj. Zbog sve jače globalne financijske krize priljev kapitala naglo je zaustavljen 2009. Utjecaj na Hrvatsku bio je vrlo nepovoljan: domaća se potražnja naglo smanjila, a recesija koja je uslijedila dovela je do velike nezaposlenosti. Zemlja je upala u dugotrajnu recesiju od koje se još nije oporavila. Unatoč preokretu na tekućem računu i dalje su prisutne određene ranjivosti, primjerice visoka razina vanjskih obveza, nekonkurentan izvoz, korporativni dug i sve veća zaduženost javnog sektora. Strukturne slabosti pridonijele su tim neravnotežama, uključujući lošu poslovnu klimu i nefunkcionirajuće tržište rada. Državna poduzeća još uvijek imaju dominantnu ulogu, ali često su visoko zadužena i slabo profitabilna. Ti čimbenici pridonose slabijem potencijalu rasta, čime se otežava čišćenje bilance u privatnom sektoru i povećavaju nužni napor u području fiskalne konsolidacije.
- **Uklanjanje vanjskogospodarskih neravnoteža otežavaju značajni rizici u smanjivanju visoke razine inozemnih obveza.** Zbog domaćih gospodarskih slabosti smanjuje se pristupačnost inozemnog zaduživanja te ograničava privlačnost Hrvatske za zajmodavce i postojeće ulagatelje u industriju usmjerenu na unutarnji razvoj. Recesijom se stoga povećava ranjivost Hrvatske na obrate u tokovima kapitala. U 2014. potreba za vanjskim refinanciranjem u javnom i privatnom sektoru premašuje 20 % BDP-a. Visoki udjel izravnih stranih ulaganja u ukupnim obvezama pridonosi u određenoj mjeri smanjivanju volatilnosti iako uključuje znatan dio zajmova unutar društava. Tekući je račun zaključen uz znatno smanjenje uvoza, ali neznatni viškovi prognozirani za 2014. i 2015. neće biti dovoljni da bi se dostignula sigurnija razina neto stanja međunarodnih ulaganja.
- **Zbog niske konkurentnosti hrvatski se udjel na izvoznom tržištu smanjivao i prije krize.** Hrvatska je bila i ostala relativno skupo mjesto za proizvodnju. Ionako nizak udjel na izvoznom tržištu u padu je od 2004. To smanjivanje ubrzano je krizom, koja je razotkrila znatan jaz u konkurentnosti. Udjel na izvoznom tržištu posebno je smanjen u području izvoza robe, gdje su komparativnom analizom utvrđeni visoki troškovi rada u odnosu na regiju, dok su se troškovi rada u usporedbi s konkurencijom neznatno povećali od 2009. Visoki troškovi kombiniraju se s nizom netroškovnih slabosti povezanih s konkurentnošću. Jednokratni čimbenici, uključujući restrukturiranje brodogradnje i kemijske industrije, pridonijeli su općenito niskoj konkurentnosti, što je dovelo do pada u izvozu robe u 2013.
- **Slabosti na tržištu rada i u širem poslovnom okruženju pojačale su posljedice djelovanja krize i onemogućile prilagodbu u cilju snažnijeg i održivijeg rasta i zapošljavanja.** Stopa zaposlenosti u Hrvatskoj bila je niska u cijelom prošlom desetljeću, a od 2010. najniža je i u odnosu na sve ostale države članice EU-a. Zbog dugotrajne recesije stopa nezaposlenosti premašila je 17 % u 2013., što je

dvostruko povećanje u odnosu na 2008., a posebno su pogođeni mlada populacija i niskokvalificirani radnici. Loše stanje na tržištu rada povezano je, osim s cikličnim kretanjima, i s institucionalnim aspektima i političkom situacijom. Sustav socijalne zaštite omogućuje brojne načine za ranije povlačenje s tržišta rada i obeshrabruje sudjelovanje na njemu. U prepreke u poslovnom okruženju ubrajaju se veliko regulatorno opterećenje, neučinkovitost uprave u vezi s građevinskim dozvolama i uknjižbom nekretnina, dugo trajanje sudskih i stečajnih postupaka, slaba zaštita ulaganja i visoka politička nesigurnost.

- **Nefinancijski privatni sektor, osobito nefinancijska društva, dočekali su krizu s velikom zaduženosti, što je rezultat naglog rasta kredita prethodnih godina.** Nepovoljan razvoj djelomično je neutraliziran fleksibilnijom protucikličnom monetarnom politikom i zahvaljujući zaštitnim slojevima. To je odgodilo kontraktivnu nestašicu kredita i čišćenje bilance u nefinancijskom korporativnom sektoru. Međutim zbog visokog stupnja euroizacije ograničen je manevarski prostor središnje banke. Pritisci za smanjivanje zaduženosti povećali su se od 2011., ali refinanciranje preko banaka i inozemnih matičnih društava u cjelini je i dalje bilo dostupno, a zaduženost u korporativnom sektoru smanjuje se relativno sporo. Čini se, prije svega, da mnoga državna poduzeća imaju relativno visok udjel duga, osobito s obzirom na svoju slabu ukupnu profitabilnost. Pritisku su izložene i bilance kućanstava, osobito zbog kretanja na tržištu rada, ali ranjivost sektora ograničena je zahvaljujući relativno niskoj stopi zaduženosti.
- **Bankarski sustav, koji je uglavnom u inozemnom vlasništvu, zasad je otporan.** Prethodne makrobonitetne mjere pridonijele su stvaranju znatnih zaštitnih slojeva kapitala i likvidnosti, koji su tijekom krize bili vrlo korisni. Međutim slabosti u gospodarstvu počele su utjecati na bankarski sektor pa je broj loših kredita korporativnim dužnicima dosegnuo visoku razinu. Ta će se kretanja, unatoč nedavnim znakovima stabilizacije, trebati pažljivo pratiti. Postojane slabosti gospodarstva pridonijele su smanjivanju potražnje za kreditima u privatnom sektoru, a banke su to kompenzirale povećanjem zajmova javnim subjektima. Međutim nastavak tog trenda, u svjetlu visoke zaduženosti nekoliko državnih poduzeća, bio bi problematičan.
- **Fleksibilna fiskalna politika tijekom recesije pridonijela je pritisku na deficit i dug opće države.** Deficit opće države u razdoblju 2009. – 2013. prosječno je iznosio 6 % BDP-a. Razvoj deficita i znatna negativna prilagodba stanja i tokova doveli su do naglog pogoršanja u omjeru duga opće države, koji je prije krize bio usporediv s regionalnim, ali je krajem 2013. dosegnuo 64,9 % BDP-a. Komisijine prognoze i analize osjetljivosti upućuju na to da je potreban znatan dodatni konsolidacijski napor kako bi se ograničio deficit i zaustavio neodrživi rast duga. Visok udjel strane valute i relativno kratko prosječno dospijeće kredita, u kombinaciji s potencijalnim fiskalnim obvezama problematičnih državnih poduzeća, pojačavaju osjetljivost države u području financiranja.

U okviru detaljnog preispitivanja raspravlja se i o političkim izazovima koji proizlaze iz tih neravnoteža te o mogućim rješenjima. Mogli bi se razmotriti mnogi elementi:

- **Veća održivost vanjskog položaja Hrvatske uvjetovana je poboljšanjem troškovne i netroškovne konkurentnosti te širenjem izvoza izvan okvira turizma.** To bi bilo ključno za privlačenje znatnih visokokvalitetnih izravnih stranih ulaganja i oporavak hrvatske industrijske proizvodnje u cilju ponovnog uravnoteživanja gospodarstva i polaganja temelja za održivi rast i nova radna mjesta. Postizanju tih ciljeva može se pridonijeti učinkovitim zajmovima iz europskih strukturnih i kohezijskih fondova. Zbog visokih vanjskih obveza i opsega obveza financijskog, nefinancijskog i javnog sektora iskazanih u stranoj valuti strateški je imperativ održavati makrogospodarsku politiku usmjerenu na stabilnost.
- **Niska razina aktivnosti i zaposlenosti te razmjernost prilagodbi tržišta rada zbog smanjivanja hrvatske proizvodne industrije velik su politički izazov.** Sveobuhvatan odgovor mogao bi

uključivati pažljivo razmatranje i, ako bude potrebno, prilagodbu broja institucija i politika koje utječu na funkcioniranje tržišta rada. Oslanjajući se na nedavno provedene reforme, bilo bi prostora za smanjivanje rizika od neaktivnosti, rasterećenje poduzetništva u području zaštite radnih mjesta te promicanje djelotvornosti i dosega aktivnih politika na tržištu rada. Ima prostora i za koordinirano poboljšanje s obzirom na brojne i dalekosežne izazove u poslovnom okruženju koji ometaju prilagodbu i prepreka su ulaganjima i izvozu.

- **U vezi s prezaduženošću privatnog sektora bilo bi važno osigurati uvjete potrebne za neometan nastavak smanjivanja zaduženosti, među ostalim i zahvaljujući pravilnom funkcioniranju režima za stečajne postupke i restrukturiranje duga.** Važno je pravilno funkcioniranje financijskog posredovanja, osobito u cilju ispravne raspodjele kredita unutar gospodarstva tijekom smanjivanja zaduženosti. Bilo bi korisno pratiti povećano davanje zajmova banaka državnim poduzećima.
- **I dalje će, u suradnji s domaćim nadzornim tijelima, biti važno pazljivo pratiti i nadzirati sistemske banke.** Zbog toga će sveobuhvatna tekuća procjena koju provodi ESB obuhvatiti četiri najveće banke, i to preko njihovih matičnih društava. Prostora ima i da se razmotri uvođenje dodatnih nadzornih i dijagnostičkih mjera iz hrvatske perspektive.
- **Nužne su visokokvalitetne mjere strukturne fiskalne konsolidacije.** Usklađenost s ciljevima postupka zbog prekomjernog deficita pokrenutog 28. siječnja 2014. i zahtjevima iz Pakta o stabilnosti i rastu pridonijela bi usmjerivanju hrvatskog duga na put održivosti. Može se razmotriti niz popratnih politika, uključujući prijenos poreza na manje mobilne čimbenike, znatno smanjenje subvencija poduzećima, bolja usmjerenost socijalnih davanja i upravljanje njima. Vjerodostojna fiskalna politika mogla bi imati podršku fiskalnih institucija i propisa na svim državnim razinama u cilju smanjivanja deficita i duga.

1. UVOD

Dana 13. studenoga 2013. Europska komisija predstavila je treće izvješće o mehanizmu upozoravanja, koje je pripremljeno u skladu s člankom 3. Uredbe (EU) br. 1176/2011 o o sprečavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža. To izvješće početno je analitičko sredstvo za određivanje država članica za koje je potrebno provesti daljnju detaljnu analizu u cilju utvrđivanja neravnoteža ili nadolazećih rizika. Tim se detaljnim preispitivanjem, u skladu s člankom 5. Uredbe br. 1176/2011, trebaju analizirati narav, izvor i značaj makroekonomskih kretanja u predmetnim državama članicama koji jesu neravnoteže ili bi mogli dovesti do njih. Na temelju te analize Komisija će utvrditi smatra li da neravnoteže u smislu zakonodavstva postoje i kakvu će vrstu postupanja preporučiti Vijeću.

U izvješću o mehanizmu upozoravanja predlaže se pozorniji uvid u to jesu li makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj, u kontekstu smanjivanja gospodarstva, vanjske ili unutarnje naravi. U vezi s vanjskom dimenzijom u izvješću se ističu visokonegativno neto stanje međunarodnih ulaganja i slaba uspješnost izvoza, što upućuje na nepovoljnu specijalizaciju na određene proizvode i nepovoljnu geografsku usmjerenost. U vezi s unutarnjom dimenzijom u izvješću se ističu velika zaduženost privatnog sektora, sve veći broj loših kredita, pritisci povezani s razduživanjem, sve veći javni dug i potencijalne fiskalne obveze te slabosti u poslovnom okruženju, domaćem tržišnom natjecanju i na tržištu rada. Ovim se detaljnim preispitivanjem, u skladu s opsegom nadzora u okviru postupka zbog makroekonomske ravnoteže, analizira hrvatsko gospodarstvo.

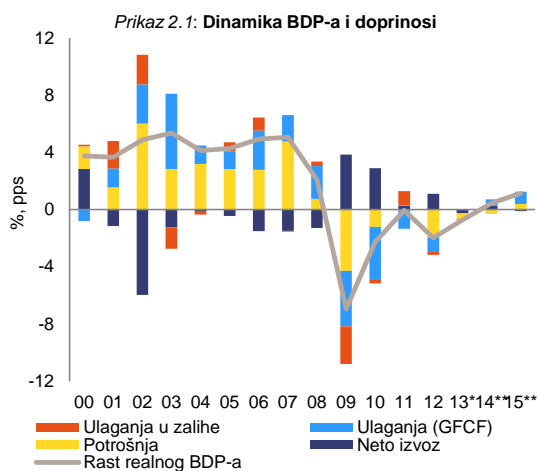
U svjetlu toga odjeljak 2. sadržava pregled općih makroekonomskih kretanja, a u odjeljku 3. detaljnije se obrađuju glavne neravnoteže i rizici. U odjeljku 4. razmatraju se politička pitanja.

2. MAKROEKONOMSKI RAZVOJ

Kretanja u realnom gospodarstvu i cijenama

Hrvatska je u recesiji od 2009. Tijekom petogodišnje krize realni se BDP smanjio za gotovo 12 %, a u sljedeće dvije godine očekuje se tek slab oporavak. Zahvaljujući svjetskoj financijskoj krizi 2008. na površinu su isplivali duboki strukturni problemi, uključujući nekonkurentnu izvoznu industriju, znatan privatni dug, nerazvijeno tržište rada i slabo upravljanje javnim financijama. Zbog tih se čimbenika, pojačanih nepovoljnim vanjskim okruženjem, usporava gospodarska prilagodba te produžuje i produbljuje recesija. Prepreke jačem i održivijem rastu još su uvijek čvrste.

Pad realnog BDP-a od 2008. pripisuje se naglom smanjenju domaće potražnje, osobito ulaganja (prikaz 2.1). Ulaganja su s najvećeg udjela od 28 % BDP-a 2008. pala na 19 %, pri čemu je realnom padu posebno pridonijelo oštro slabljenje građevinskih aktivnosti. Potrošnja kućanstava pogođena je naglim pogoršanjima na tržištu rada u kombinaciji s padom raspoloživog prihoda, što je pogoršalo raspoloženje potrošača i postrožilo uvjete bankovnih kredita. Neto trgovina pozitivno je pridonosila BDP-u tijekom većine tog razdoblja, ali je smanjenje potražnje kućanstava i poduzeća dovelo do većeg smanjenja uvoza nego izvoza. Niska i padajuća iskorištenost rada (najniža stopa aktivnosti u EU) te znatan pad ulaganja potisnuli su potencijal rasta u negativno područje.



Izvor: službe Komisije; AMECO; * - procjena; ** - prognoza

2013. smanjio se za 0,9 % u odnosu na prethodnu godinu i 2 % u odnosu na godinu ranije. Zbog pada izvoza doprinosi neto izvoza rastu bio je negativan, uz nastavak smanjenja vanjske potražnje, tekuće restrukturiranje nekoć važnog sektora brodogradnje i preusmjerivanje trgovine zbog izlaska iz područja Srednjoeuropskog ugovora o slobodnoj trgovini (CEFTA). Domaća potražnja nastavila se smanjivati u 2013., ali uz znakove slabog oporavka, vjerojatno i zahvaljujući pozitivnim učincima na potrošnju kućanstava i ulagateljsku aktivnost zbog ulaska u EU.

Srednjoročne su prognoze nešto povoljnije. Postupno poboljšanje vanjskog okruženja i pristup znatnim sredstvima europskih strukturnih i investicijskih fondova mogu pridonijeti uzletu gospodarskih aktivnosti.⁽¹⁾ Jačina tog impulsa ovisit će o sposobnosti javnih tijela da se djelotvorno posvete rješavanju strukturnih uskih grla koja otežavaju rast. Prema Komisijinoj zimskoj prognozi 2014. nakon realnog rasta BDP-a od 0,5 % u 2014. doći će do neznatnog uspona na 1,2 % u 2015. Glavna prijetnja kratkoročnom profilu rasta zemlje proizlazi iz potrebe za znatnom fiskalnom prilagodbom u cilju izbjegavanja neodrživog rasta krivulje zaduženosti i obnove vjerodostojnosti.

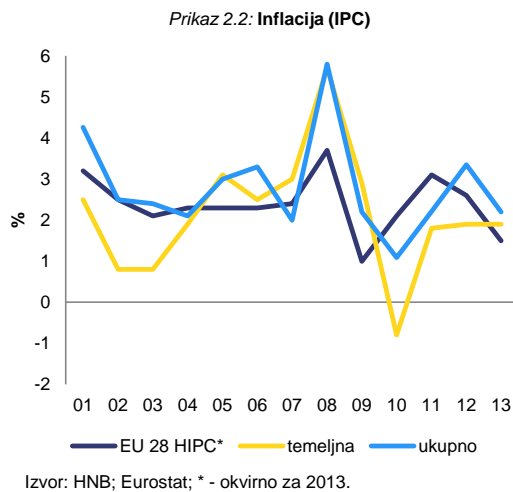
Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena (IPC) znatno usporena tijekom 2013. To se potvrđuje slabom potražnjom koja je neutralizirala povećanje neizravnih poreza i reguliranih cijena. Prosječna godišnja inflacija usporila je na 2,2 % u 2013., u odnosu na 3,4 % od prethodne godine, i prema zimskoj prognozi 2014. (prikaz 2.2) nastavit će padati u nedostatku pritiska na strani potražnje unatoč novom povećanju neizravnih poreza.⁽²⁾

⁽¹⁾ Ekonomski modeli upućuju na to da se sredstvima strukturnih i kohezijskih fondova mogu potaknuti znatna i stalna povećanja BDP-a u novim državama članicama, ali učinak ovisi o kvaliteti provedbe. Varga i In 't Veld (2009) na temelju programa 2007. – 2013. procjenjuju da će učinak premašiti 3 postotna boda BDP-a.

⁽²⁾ Od 2014. očekuje se, prema prognozi središnje banke, da povećanje prijelazne stope PDV-a i trošarina na gorivo i cigarete pridonese godišnjem IPC-u s dodatna 0,3 postotna boda (uz pretpostavljeni učinak promjene od 70 % zbog povećanja PDV-a).

Najnovija kretanja BDP-a upućuju na slabost gospodarstva. Realni BDP u prva tri tromjesečja

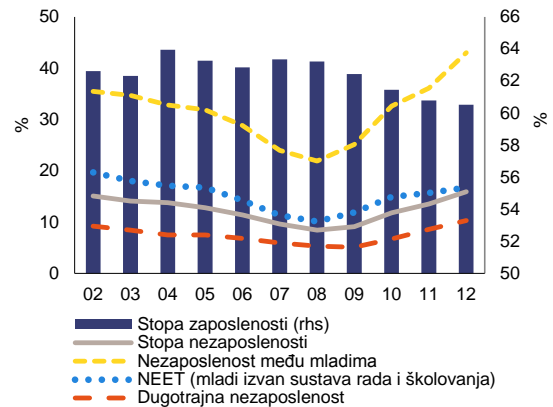
Temeljna se inflacija stabilizirala na oko 2 % zadnjih nekoliko godina, ali je u drugoj polovini 2013. počela slabjeti.



Kretanja na tržištu rada

Dugotrajna recesija pogodila je tržište rada, zbog čega je stopa nezaposlenosti u 2017. premašila 17 %, što je dvostruko više nego 2008. (prikaz 2.3). Još veći rast nezaposlenosti zaustavljen je zapošljavanjem u ionako velikom javnom sektoru i sporim restrukturiranjem problematičnih državnih poduzeća. Ciklična kretanja pogoršala su ukorijenjene strukturne slabosti koje se odražavaju u jednoj od najnižih stopa zaposlenosti u EU-u 28 tijekom zadnjeg desetljeća. U te strukturne elemente uključeno je i zakonodavstvo koje podizanjem implicitnih troškova rada usporava otvaranje novih radnih mjesta. Sustav socijalne zaštite može poticati neaktivnost i nesudjelovanje na tržištu rada. Istodobno visoka razina dugotrajne nezaposlenosti smanjuje zapošljivost radne snage čak i razdoblju povećane gospodarske aktivnosti zbog nedostatka vještina, prepreka zapošljavanju odnosno kombinacije tih dvaju čimbenika. Ako se te smetnje ne riješe, budući se gospodarski rast možda neće moći pretočiti u otvaranje novih radnih mjesta, zbog čega će se veća stopa nezaposlenosti zadržati, čime će se istaknuti histereza na tržištu rada.

Prikaz 2.3: Odabrani pokazatelji za tržište rada



Izvor: Eurostat

Gospodarskom krizom osobito su pogođeni mladi i niskokvalificirani radnici. Nezaposlenost među mladima (u dobi od 19 do 24 godine) iznosila je 2013. oko 50 % i dosegla razmjere koji mogu dugotrajno utjecati na socijalnu koheziju. Strukturna svojstva tržišta rada izazivaju veliku rascjepkanost i znatna ograničenja zapošljavanju, čime su nerazmjerno pogođene osobe koje pristupaju tržištu rada. Povećanom primjenom ugovora na određeno vrijeme može se povećati segmentiranost tržišta rada, osobito za mlade. Visoka je i stopa nezaposlenosti niskokvalificiranih osoba; ionako nizak omjer zaposlenosti u ovom segmentu i dalje pada, što upućuje na neusklađenost ponuđenih i traženih vještina. Proračun za promicanje zapošljavanja mladih povećan je, a provedene su i neke važne mjere.

Rast nezaposlenosti odražava se u pogoršanju socijalnih pokazatelja. Udjel osoba kojima prijete siromaštvo povećao se tijekom četiri godine za četiri postotna boda te u 2011. dosegnuo vrhunac od 21,3 %. To je u suprotnosti s relativnom stabilnošću tog pokazatelja u odnosu na EU tijekom istog razdoblja, uključujući države članice u srednjoj i istočnoj Europi. Osim što je pogoršanje stanja na hrvatskom tržištu rada snažnije nego u prosjeku EU-a, čini se i da je ta razlika rezultat manjka fiskalnog prostora za socijalne politike ublaživanja učinaka krize. Socijalne implikacije gubitka posla odražavaju se i u visokom i sve većem udjelu osoba koje žive u obiteljima s niskim intenzitetom rada (16,1 % 2012. u odnosu na 10,3 % u EU-u). Strukturni

izazovi na tržištu rada i niska stopa sudjelovanja na njemu utječu i na gospodarske i socijalne rezultate.

Javne financije

Nakon prociklične fiskalne politike u razdoblju uzleta nastupila je relativno fleksibilna politika tijekom recesije, što je neprestano opterećivalo deficit opće države. Napori u području reformi za rješavanje strukturnih slabosti, uglavnom na rashodovnoj strani, ostali su skromni. Zbog preuzimanja obveza državnih poduzeća dug se povećao za daljnja 4 % BDP-a u razdoblju 2009. – 2011., uglavnom u vezi s aktiviranjem državnih kreditnih jamstava koja negativno utječu na javne financije zbog rashoda za kamate. Zbog tih kretanja nominalni se dug više nego udvostručio od kraja 2008. i krajem 2013. dosegao je 64,9 % BDP-a.

Nakon određenih konsolidacijskih mjera 2012. fiskalna je politika 2013. ponovno fleksibilizirana. Vlada je dvaput revidirala planirani gotovinski deficit u 2013., drugi put u studenome za dva postotna boda BDP-a. Primjetno preoptimistične makroekonomske prognoze na kojima se zasniva proračun, u kombinaciji s neočekivanim padom prihoda (u vezi s ubiranjem PDV-a⁽³⁾ i poreza na dobit)⁽⁴⁾ te podmirenjem zaostalih dugova u zdravstvenom sektoru⁽⁵⁾, dovele su do znatne razlike između proračuna i realizacije. U proračunu za 2014. prihvaćenom u prosincu 2013. nema obrata krivulje javnih financija. U prvom tromjesečju očekuje se revizija prilagodbi u skladu s preporukama Vijeća u kontekstu postupka zbog prekomjernog deficita od 28. siječnja 2014.

Potrebne su značajne mjere fiskalne konsolidacije radi zaštite održivosti i stabilnosti hrvatskog javnog duga. Prema Komisijinoj

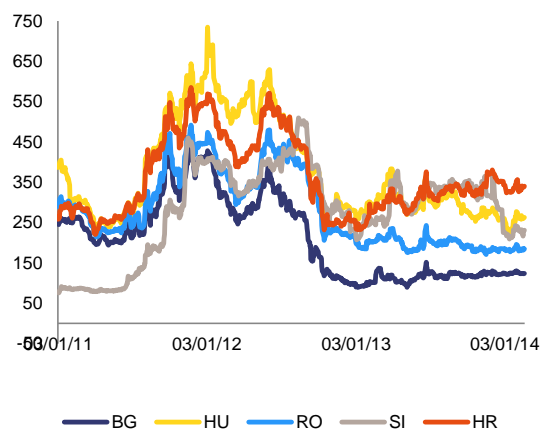
⁽³⁾ Promjena metode ubiranja PDV-a nakon pristupanja EU-u, na prodajnom mjestu umjesto pri uvozu, donijela je jednokratni gubitak prihoda procijenjen na 1,6 milijardi HRK (0,5 % BDP-a).

⁽⁴⁾ Prihod od poreza na dobit pao je od siječnja do studenoga za 1,4 milijardi HRK (0,4 % BDP-a) u odnosu na prethodnu godinu jer su neka poduzeća pokušala iskoristiti porezne olakšice koje je vlada uvela.

⁽⁵⁾ Zbog tog rashoda gotovinski se deficit povećava za jedan postotni bod BDP-a, ali se u obračunu očekuje da bude proračunski neutralan jer su ti zaostaci već zabilježeni u deficitima prethodnih godina na temelju metode ESA95.

zadnjoj prognozi u vezi s trenutačnim kretanjima Hrvatska bez dodatnih mjera ne bi mogla zaustaviti rast javnog duga (vidi okvir 3.5 u odjeljku 3.2. o analizi održivosti duga). Visoka likvidnost domaćih banaka, koju se podupire politikama središnje banke, trenutačno je ključna za osiguranje neprekinutog financiranja sve većih potreba države iako javna tijela nastavljaju crpiti sredstva s međunarodnih financijskih tržišta. Hrvatska je na tržište SAD-a plasirala dvije serije obveznica uz visoke troškove, koji se povećavaju (prikaz 2.4).⁽⁶⁾ Osim naglog rasta javnog duga zabrinutost izazivaju i potencijalne obveze na temelju državnih jamstava javnim poduzećima, ne samo zbog znatnog iznosa tih jamstava nego i zbog podataka o njihovu aktiviranju zadnjih godina.

Prikaz 2.4: Petogodišnji CDS USD



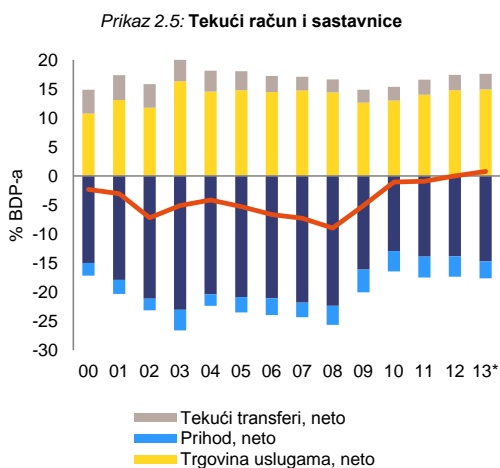
Izvor: Bloomberg

Vanjski sektor

Zahvaljujući krizi deficit tekućeg računa od gotovo 9 % BDP-a u 2008. naglo se pretvorio u suficit od 1 % BDP-a u 2013. (prikaz 2.5). Smanjenje potražnje kućanstava i ulaganja uzrokovalo je veći pad uvoza nego izvoza. Na zadržavanje smanjene uspješnosti izvoza roba utjecali su nepovoljno vanjsko okruženje, niska konkurentnost domaćih proizvoda i restrukturiranje ključnih izvoznih sektora (osobito

⁽⁶⁾ Tri velike agencije za kreditni rejting u manje od jedne godine smanjile su rejting Hrvatske na „špekulativni“. S&P ocijenio ju je dva stupnja niže od investicijskog rejtinga (BB), a jedan stupanj niže ocijenili su je Fitch (BB+) i Moody's (Ba1). U veljači 2014. Fitch je promijenio svoju prognozu rejtinga sa „stabilnog“ na „negativan“ navodeći kao razlog slabe izgleda za rast i sve lošiji fiskalni položaj.

brodogradnje). Nakon naglog pada 2009. izvoz uslužnih proizvoda, osobito u turizmu, dobro se oporavio zahvaljujući pozitivnim svjetskim kretanjima i preusmjerivanju turističkih tokova zbog političke nestabilnosti u sjevernoj Africi i na Bliskom istoku.

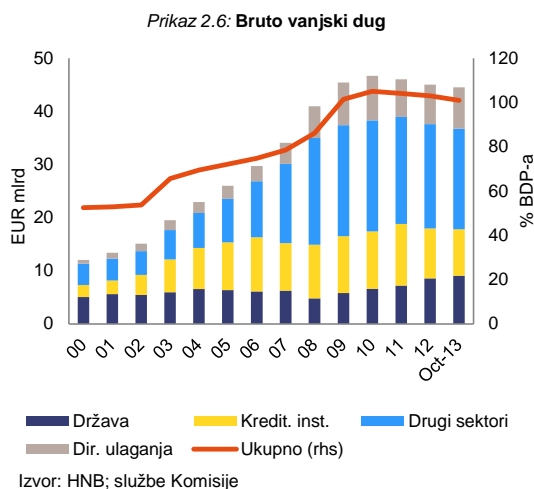


Na strani financiranja neto izravna strana ulaganja naglo su pala s 8,9 % BDP-a u 2008. na oko 2,4 % u 2012. Investicijski potencijal u bankarskom sektoru i sektoru nekretnina uvelike je iscrpljen, a drugi sektori nisu privlačni ulagateljima unatoč pristupanju EU-u, tako da je daljnji pad zabilježen u 2013. Ulagatelje odvraćaju i sve slabiji makroekonomski izgledi, loša poslovna klima, restriktivni propisi u području rada i visok stupanj političke nesigurnosti.

Znatno državno zaduživanje u suprotnosti je sa smanjivanjem udjela zajmovnog kapitala u bankama i poduzećima, što je pridonijelo održavanju bruto vanjskog duga iznad 100 % BDP-a (prikaz 2.6). Velike potrebe za vanjskim financiranjem čine zemlju ranjivom na vanjske šokove i valutne rizike. Valutni se rizici umanjuju usredotočivanjem središnje banke na održavanje stabilnog deviznog tečaja u odnosu na euro i stabilnih međunarodnih pričuva, čime je pokriveno više od osam mjeseci (ciklično) niskog uvoza krajem 2013.

Financijski sektor

Problemi u realnom gospodarstvu utječu na uspješnost bankarskog sektora. Zbog smanjene gospodarske aktivnosti smanjila se potražnja za kreditima, što od sredine 2012. dovodi do smanjivanja kreditne mase za kućanstva i trgovačka društva. Smanjenju kredita pridonijeli su i čimbenici na strani ponude jer su se zajmodavci usredotočili na ograničavanje rizika i čišćenje naglo pogoršanih bilanci, što može omesti ulaganja u realnom sektoru. Udio loših kredita u privatnom sektoru iznosio je 15,6 % na kraju 2013., a u korporativnom sektoru premašio je 28 %. Kućanstva su zaostala u servisiranju svojeg duga, ali u nešto sporijem ritmu. Kućanstva su osobito pogođena kretanjem stope nezaposlenosti i nepovoljnim učinkom deviznog tečaja na kredite denominirane u švicarskim francima. Kamatne stope na te kredite ograničene su od 2014. Iako se time otplaćivanje želi učiniti povoljnijim, ograničenjem se umanjuje profitabilnost banaka i narušuju poticaji. Zaštitni slojevi kapitala i dalje su dostatni, a sektor zadržava i primjerenu razinu likvidnosti. Središnja banka raspolaže makrobonitetnim politikama za umanjivanje nastanka novih rizika. Zahvaljujući prevladavajućem stranom vlasništvu banaka umanjuju se potencijalne obveze za državu. Lančano djelovanje s realnim i fiskalnim sektorom moglo bi se međutim pojačati zbog toga što banke imaju sve više državnih vrijednosnih papira i kredita prema državnim poduzećima.



Tablica 2.1:									
Glavni gospodarski, finansijski i socijalni pokazatelji - Hrvatska									
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	Prognoza		
							2013.	2014.	2015.
Realni BDP (u odnosu na preth. god.)	5,1	2,1	-6,9	-2,3	0,0	-2,0	-0,7	0,5	1,2
Privatna potrošnja (u odnosu na preth. god.)	6,5	1,4	-7,5	-1,3	0,2	-2,9	-0,7	-0,5	0,5
Javna potrošnja (u odnosu na preth. god.)	5,0	-0,2	0,4	-2,1	-0,6	-0,8	0,0	0,3	0,5
Bruto investicije u fiksni kapital (u odnosu na preth. god.)	7,1	8,7	-14,2	-15,0	-6,4	-4,6	-0,3	2,0	4,0
Izvoz roba i usluga (u odnosu na preth. god.)	3,7	1,7	-16,2	4,8	2,0	0,4	-1,3	2,5	3,0
Uvoz roba i usluga (u odnosu na preth. god.)	6,1	4,0	-21,4	-2,8	1,3	-2,1	-0,7	1,7	3,1
Proizvodni jaz	4,9	5,1	-2,2	-3,4	-1,9	-2,4	-2,2	-1,5	-0,9
Doprinos rastu BDP-a									
domaća potražnja (u odnosu na preth. god.)	6,6	3,1	-8,2	-5,0	-1,3	-2,9	-0,5	0,2	1,3
zalihe (u odnosu na preth. god.)	-0,1	0,3	-2,6	-0,3	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
neto izvoz (u odnosu na preth. god.)	-1,5	-1,3	3,9	2,9	0,3	1,1	-0,2	0,3	-0,1
Saldo tekućeg računa BP (% BDP-a)	-7,2	-8,8	-4,9	-0,9	-0,8	0,0	.	.	.
Trgovinska bilanca (% BDP-a), BP	-7,0	-7,7	-3,2	0,2	0,3	0,9	.	.	.
Omjer cijena uvoza/izvoza robe i usluga (Terms of trade) (u odnosu na preth. god.)	1,1	1,1	1,3	0,6	0,3	-0,8	0,3	0,6	0,4
Neto stanje međunarodnih ulaganja (% BDP-a)	-92,8	-75,3	-87,8	-96,3	-92,0	-89,4	.	.	.
Neto vanjski dug (% BDP-a)	37,1	47,3	58,3	62,4	61,9	59,8	.	.	.
Bruto vanjski dug (% BDP-a)	77,1	86,3	100,6	105,5	104,5	102,4	.	.	.
Kreditni tok u privatnom sektoru (konsolidirano, % BDP-a)	17,8	17,6	5,3	8,2	-0,1	-2,1	.	.	.
Dug privatnog sektora, konsolidirano (% BDP-a)	103,8	117,3	128,0	137,0	134,2	132,0	.	.	.
Pročišćeni indeks cijena nekretnina (u odnosu na preth. god.)	8,8	-2,0	-6,7	-9,5	-6,1	-2,4	.	.	.
Ukupne obveze finansijskog sektora, nekonsolidirano (u odnosu na preth. god.)	24,1	-9,7	5,0	4,7	2,0	0,9	.	.	.
Zaposlenost, osobe (u odnosu na preth. god.)	3,5	1,1	-1,8	-5,1	-2,3	-3,9	-2,5	-0,2	0,5
Stopa nezaposlenosti	9,6	8,4	9,1	11,8	13,5	15,9	17,6	17,6	17,2
Stopa dugotrajne nezaposlenosti (% aktivne populacije)	5,9	5,3	5,1	6,7	8,6	10,3	.	.	.
Stopa nezaposlenosti mladih (% aktivne populacije u istoj dobnoj skupini)	24,0	21,9	25,1	32,6	36,1	43,0	49,9	.	.
Stopa zaposlenosti (15-64 god.)	63,4	63,2	62,4	61,4	60,8	60,5	.	.	.
Mladi izvan sustava rada i obrazovanja (% ukupne populacije)	11,3	10,1	11,9	14,9	15,7	16,7	.	.	.
Osobe na rubu siromaštva ili socijalne isključenosti (% ukupne populacije)	.	.	.	30,7	32,3	32,3	.	.	.
Stopa ugroženosti siromaštvom (% ukupne populacije)	18,0	17,3	17,9	20,5	21,3	20,5	.	.	.
Stopa teške materijalne oskudice (% ukupne populacije)	.	.	.	14,3	14,8	15,4	.	.	.
Osobe u kućanstvima s vrlo niskom intenzitetom rada (% ukupne populacije)	.	.	.	13,7	15,4	16,2	.	.	.
Deflator BDP-a (u odnosu na preth. god.)	4,1	5,7	2,9	0,8	2,0	2,0	1,9	1,4	1,8
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (u odnosu na preth. god.)	2,7	5,8	2,2	1,1	2,2	3,4	2,3	1,3	1,5
Nominalna primanja po zaposleniku (u odnosu na preth. god.)	5,7	6,9	1,0	1,9	3,0	3,2	2,2	1,0	1,8
Produktivnost rada (realno, zaposlenih, u odnosu na preth. god.)	1,5	1,0	-5,2	3,0	2,4	2,0	.	.	.
Troškovi po jedinici rada (cijelo gospodarstvo, u odnosu na preth. god.)	4,1	5,8	6,6	-1,1	0,7	1,2	0,4	0,3	1,1
Realni troškovi po jedinici rada (u odnosu na preth. god.)	0,0	0,1	3,6	-1,9	-1,3	-0,8	-1,4	-1,1	-0,6
REDT (TJR, u odnosu na preth. god.)	2,8	4,1	1,6	-2,1	-1,7	-3,4	0,0	-0,4	-0,1
REDT (HIPC, u odnosu na preth. god.)	0,4	3,9	1,5	-3,4	-2,7	-2,5	1,3	0,5	-0,6
Saldo opće države (% BDP-a)	.	.	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	-6,0	-5,4	-4,8
Strukturni proračunski saldo (% BDP-a)	.	.	-4,4	-5,0	-7,0	-4,0	-4,7	-5,6	-5,0
Bruto dug opće države (% BDP-a)	.	.	36,6	44,9	51,6	55,5	64,9	67,4	68,7

Izvor: Eurostat, ECB, AMECO.

3. NERAVNOTEŽE I RIZICI

3.1. ANALIZA VANJSKOG SEKTORA I PITANJA KONKURENTNOSTI

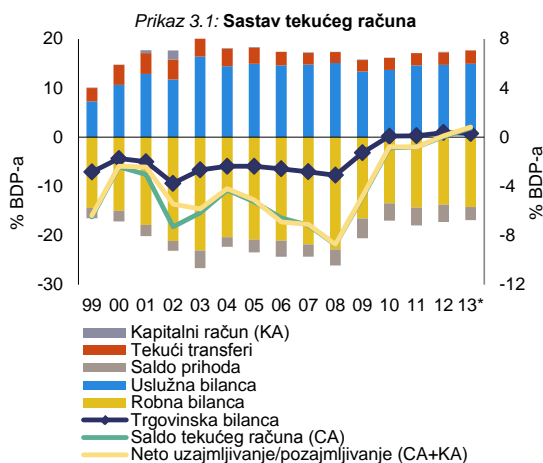
Velik priljev kapitala prije svjetske financijske krize 2008. u velikoj je mjeri usmjeravan i kanaliziran kroz bankarski sektor. Taj je priljev, kao i u bliskim gospodarstvima u regiji, bio pokretač rasta u Hrvatskoj. Međutim znatan priljev izravnih stranih ulaganja zaobišao je sektor razmjenjivih dobara. Priljevom se kapitala, potičući domaću potražnju, povećao deficit tekućeg računa, što je pridonijelo povećanju vanjskog i unutarnjeg duga i pritisku na cijene. Do 2008. bruto vanjski dug Hrvatske premašio je 100 % BDP-a, ali samo je manji dio uložen u proizvodnu domaću imovinu i gospodarsku preobrazbu. Domaće je gospodarstvo stoga u razdoblju prisilnog čišćenja bilanci, čime se otežava rast (vidi odjeljak 3.2.).

U pododjeljku 3.1.1. obrađuje se dinamika i financiranje tekućeg računa i neto stanja međunarodnih ulaganja te se raspravlja o vanjskim ranjivostima. U pododjeljku 3.1.2. analizira se uspješnost izvoza, koji je u području robe vrlo slab, te se ispituju utjecaji troškovne konkurentnosti, tržišta rada, poslovnog okruženja i izravnih stranih ulaganja.

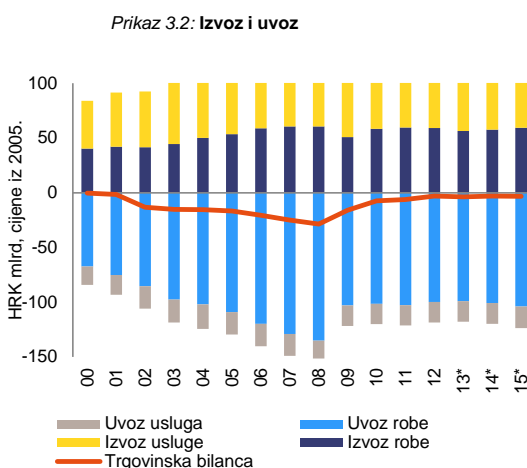
3.1.1. Kretanja u vanjskom sektoru

Faza ekspanzije

Konvergirajuće hrvatsko gospodarstvo prikupilo je od 2000. do 2008. znatan deficit na tekućem računu. Potrošnja i ulaganja premašili su domaću proizvodnju i štednju, što je tijekom razdoblja donijelo prosječan deficit od 5,5 % BDP-a. Zbog većih ulaganja deficit je 2008. dosegao gotovo 9 % BDP-a (vidi prikaz 3.1). Znatan dio deficita otpao je na negativnu trgovinsku bilancu, što je odraz velikog deficita u trgovini robom. To je djelomično neutralizirano viškom u trgovini uslugama, koja proizlazi iz velikog turističkog sektora (vidi prikaz 3.2).

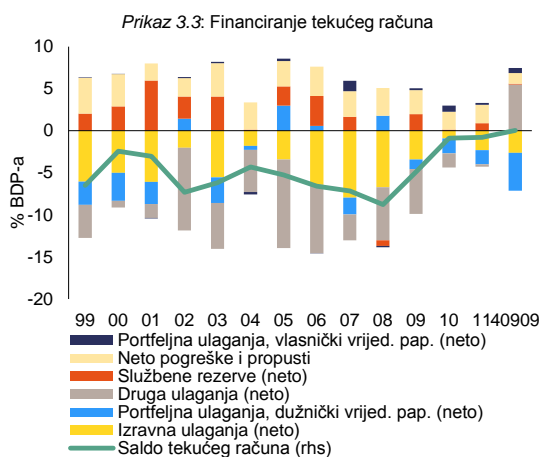


Izvor: Eurostat; službe Komisije; * procjena



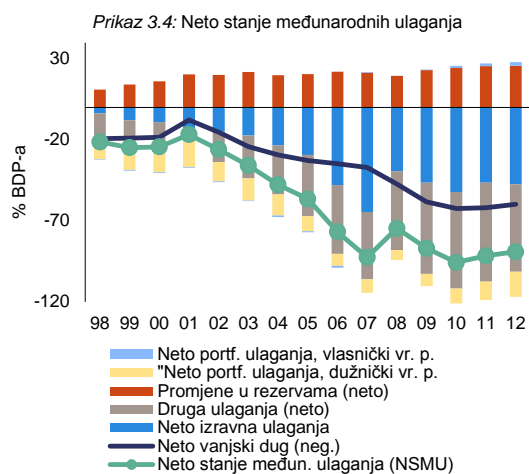
Izvor: Eurostat; službe Komisije; * - prognoza

Veliki su deficiti uglavnom financirani snažnim priljevima iz izravnih stranih ulaganja. Prosječna godišnja neto izravna strana ulaganja iznosila su u razdoblju 2000. – 2008. gotovo 5 % BDP-a, pokrivajući tako približno 90 % deficita tekućeg računa. Ključni čimbenici izravnih stranih ulaganja bili su privatizacija i prateća ulaganja matičnih društava (vidi prikaz 3.3). Druga su ulaganja, uglavnom dugoročni krediti trgovačkim društvima i depoziti stranih banaka, u godinama prije krize bila uglavnom jednakog intenziteta kao i izravna strana ulaganja.



Izvor: Eurostat

Masa inozemnih obveza u razdoblju 2000. – 2007. povećana je više nego peterostruko. Priljev privatnog kapitala, uz negativne učinke vrednovanja zbog naglog rasta cijena imovine, pridonio je rastu neto stanja međunarodnih ulaganja sa 17 % BDP-a krajem 2001. na 93 % krajem 2007. (prikaz 3.4).⁽⁷⁾ Tim se priljevom financiranja, uz povećanje bruto vanjskog duga, omogućilo i znatno prikupljanje međunarodnih pričuva.



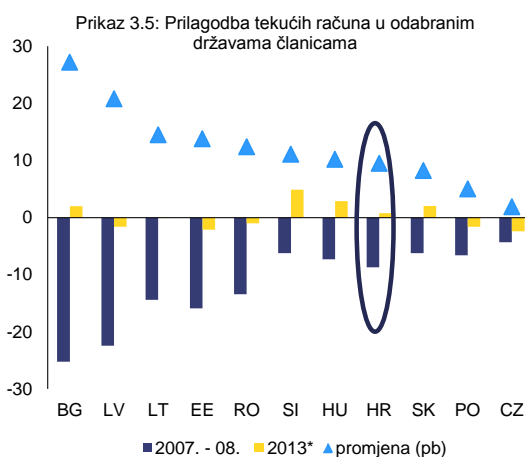
Izvor: Eurostat; službe Komisije

Dugotrajna recesija

Deficit na tekućem računu od 8,8 % BDP-a u 2008. pretvorio se u neznatan suficit 2013. Pad

⁽⁷⁾ Diskontinuitet 2008. proizlazi iz jednokratne pozitivne reevaluacije izravnih stranih ulaganja.

domaće potražnje uzrokovan dugotrajnom recesijom doveo je naglog pada uvoza. Osobito naglašen bio je pad uvoza kapitalnih dobara kao odraz slabih investicijskih aktivnosti tijekom čišćenja bilanci poduzeća (vidi odjeljak 3.2.). Tijekom razdoblja u apsolutnim se iznosima smanjio izvoz robe, ali izvoz usluga oporavio se zahvaljujući turizmu, čemu je pridonijelo preusmjerivanje turističkih tokova iz sjeverne Afrike i s Bliskog istoka. Preokret na tekućem računu bio je, unatoč ozbiljnosti recesije u Hrvatskoj, prosječnog intenziteta u odnosu na regiju (prikaz 3.5).



Izvor: Eurostat; službe Komisije; * - prognoza

Vanjsko financiranje gospodarstva transformirano je zbog recesije. Prosječan godišnji neto priljev izravnih stranih ulaganja pao je na 2 % BDP-a u razdoblju 2010. – 2013., u odnosu na 6 % BDP-a u razdoblju 1999. – 2008. Još izraženije smanjenje zabilježeno je u slučaju dugoročnih zajmova, upućujući na razduživanje u trgovačkim društvima (vidi i odjeljak 3.2.)⁽⁸⁾. Primjetna je bila i promjena u načinu financiranja poslovanja obilježena prijelazom sa stranih izvora na domaće. Istodobno su zbog inozemnog zaduživanja države povećana portfeljna ulaganja.

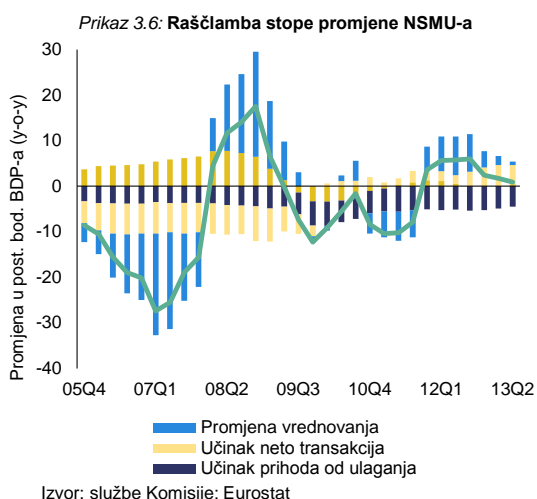
U bliskoj se budućnosti očekuje zadržavanje viška na tekućem računu. Ulaganja će vjerojatno ostati na nižoj razini, a potražnja kućanstava bit će pod pritiskom zbog nepovoljnih kretanja na tržištu rada. Istodobno bi postupno poboljšanje vanjskih

⁽⁸⁾ Samo u 2012. pod stavkom „ostalih ulaganja” zabilježen je neto odljev u visini od 5,5 % BDP-a, koji je rezultat otplate duga poduzeća i povlačenja depozita banaka.

prognoza i potencijalno povećanje učinkovitosti na temelju restrukturiranja tradicionalnih industrijskih grana tijekom zadnjih godina, osobito brodogradnje i kemijske industrije, mogli pridonijeti zaustavljanju pada izvoza.

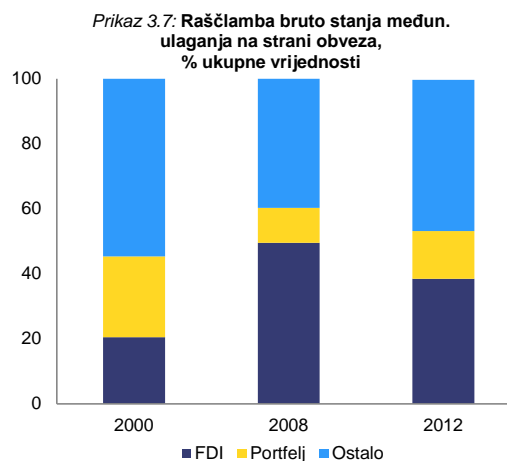
Ranjivosti

Stanje na tekućem računu nije pridonijelo poboljšanju položaja vanjskih obveza Hrvatske. Neto stanje međunarodnih ulaganja lagano se smanjuje s oko 90 % BDP-a zahvaljujući promjenama u vrednovanju i dvama suprotstavljenim transakcijskim kretanjima: postupnom smanjivanju obveza u korporativnom i bankarskom sektoru te većoj masi portfeljnih kredita, osobito za državu (prikaz 3.6). Ta relativna stabilnost prikriva znatne pritiske na banke i trgovačka društva te sve veće državne rizike u vezi s refinanciranjem. Bez jakog rasta nominalnog BDP-a, što bi ubrzalo čišćenje bilanci, ograničilo potrebu kreditiranja državnim obveznicama i olakšalo teret vanjskog duga, trenutačna transakcijska kretanja i kretanje vrednovanja neće znatno pridonijeti smanjenju neto stanja međunarodnih ulaganja.



Zbog velike količine izravnih stranih ulaganja umanjuje se izloženost Hrvatske naglim zaokretima financijskih tokova. Krajem 2008. udjel izravnih ulaganja u vanjskim obvezama iznosio je 50 % (vidi prikaz 3.7). Zbog učinaka vrednovanja udjel izravnih ulaganja nerezidenata nešto je smanjen. Na imovinskoj strani došlo je do rasta međunarodnih pričuva i tijekom recesijskog

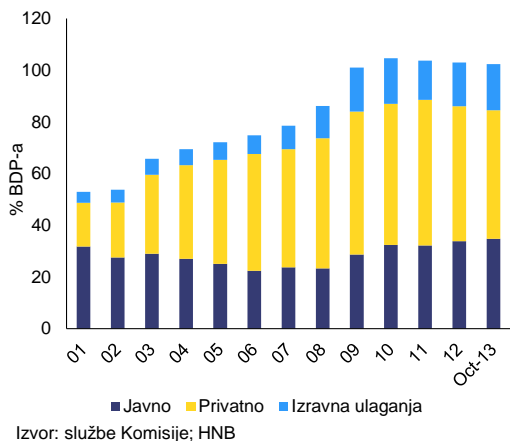
razdoblja, dok je priljev privatnog kapitala opao. Znatna imovina prikupljena u nebankarskom financijskom sektoru, osobito u mirovinskim fondovima, ima sve važniju ulogu u kretanju neto stanja međunarodnih ulaganja.



Treba međutim pažljivo pratiti visoku razinu bruto vanjskog duga. Zbog smanjene vanjske izloženosti financijskih institucija i javnih poduzeća bruto vanjski dug spustio se nešto ispod vrhunca iz 2011., kada je iznosio 105 % BDP-a (vidi prikaz 3.8).⁽⁹⁾ Pad bi bio znatniji da nije bilo porasta u zaduživanju države u inozemstvu i većeg prekograničnog pozajmljivanja među poduzećima. Od početka krize udjel vanjskog javnog duga povećao se za 7 postotnih bodova i krajem listopada 2013. dosegao 34 % ukupnog vanjskog duga. Razmjerni pad zabilježen je u udjelu vanjskog privatnog duga (ne uključujući pozajmljivanja među poduzećima), što je u skladu s postupnim razduživanjem.

⁽⁹⁾ Zaokret u financiranju od stranih prema domaćim izvorima čimbenik je pada bruto vanjskog duga javnih poduzeća.

Prikaz 3.8: Bruto vanjski dug po sektorima



Izvor: službe Komisije; HNB

Bitna ranjivost i dalje je potreba za velikim otplatama vanjskog duga. Prognozirana otplata bruto vanjskog duga u 2014. premašuje 20 % BDP-a, što uglavnom opterećuje privatni sektor. Na kredite među poduzećima i financiranje iz matičnih banaka – dvije vrste zaduživanja koje se mogu relativno jednostavno refinancirati – otpada znatan dio dospelih dugovanja trgovačkih društava i banaka (gotovo 12 % BDP-a). Bez obzira na to, pogoršanje uvjeta vanjskog financiranja, primjerice ograničenje likvidnosti ili rast troškova pozajmljivanja zbog, primjerice, promijenjenih premija za rizik, moglo bi utjecati na mogućnosti refinanciranja. Potrebe države u 2014. za refinanciranjem inozemnog duga djelomično su pokrivene, ali uz visoke troškove zaduživanja, što pridonosi naglom rastu kamatnih troškova i pogoršanju fiskalnog položaja.

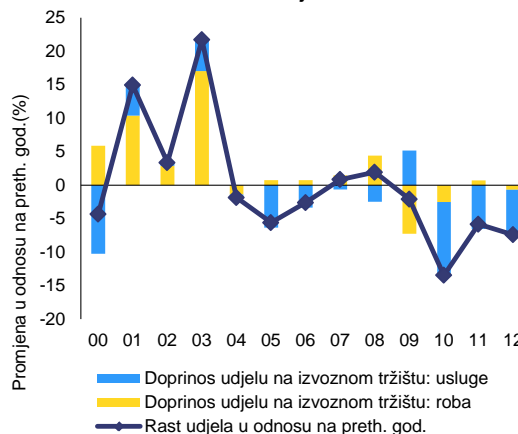
3.1.2. Vanjska konkurentnost

Uspješnost izvoza

Naglo zaustavljanje priljeva privatnog kapitala, izazvano svjetskom financijskom krizom 2008., na površinu je iznijelo slabu konkurentnost Hrvatske. Visoke stope ulaganja (i zaduživanja) prije krize, uključujući znatno izravna strana ulaganja, nisu donijele uspjeh u izvozu. Od 2004. Hrvatska gubi udjel na izvoznom tržištu, a ti su gubici osobito povećani od 2008. (vidi prikaz 3.9, osobito znatno relativno povećanje tijekom prvih godina s vrlo niskom polaznom vrijednošću). Veća održivost vanjskog položaja Hrvatske uvjetovana

je poboljšanjem konkurentnosti i povećanjem izvoza.

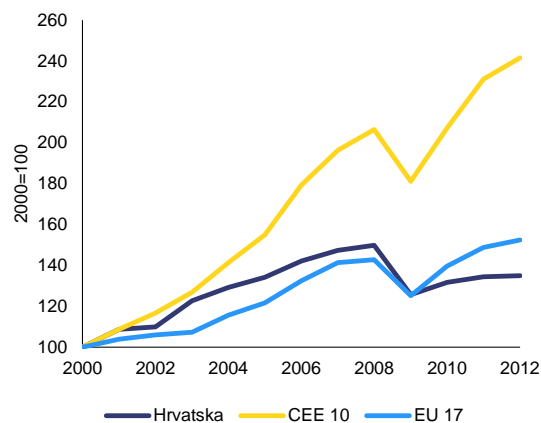
Prikaz 3.9: Raščlamba udjela na izvoz. tržištu



Izvor: službe Komisije; Eurostat

Hrvatski izvoz znatno zaostaje za usporedivim zemljama. Sve nove države članice srednje i istočne Europe (CEE10) bilježe veći rast izvoza, a Hrvatsku prestižu čak i zrelija gospodarstva unutar europodručja (prikaz 3.10).⁽¹⁰⁾ Razlike u trgovinskom učinku posebno su vidljive u razdoblju nakon 2008. Dok se izvoz zemalja skupine CEE10 (osim Slovenije) dobro oporavio nakon jednokratnog pada 2009., hrvatski je izvoz u 2012. bio 10 % niži od vrhunca dosegnutog 2008.

Prikaz 3.10: Volumen izvoza robe i usluga



Izvor: izračun službi Komisije; Eurostat

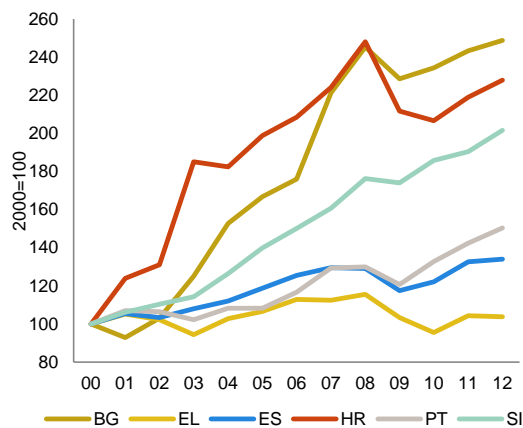
Slab izvoz robe središnji je element ukupno loše uspješnosti izvoza u Hrvatskoj. To se vidi iz prikaza 3.10, a detaljnije se analizira u okviru 3.1.

⁽¹⁰⁾ To su Bugarska, Češka Republika, Estonija, Latvija, Litva, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija.

Zadnjih 13 godina izvoz robe stabiliziran je na oko 22 % BDP-a. To se znatno razlikuje od rasta zabilježenog u skupini CEE10 (od 46 % BDP-a u 2000. na 62 % BDP-a u 2012.). Na robu otpada oko polovina hrvatskog izvoza, uz znatan udjel strojeva, električnih, kemijskih i mineralnih proizvoda.

Nedavni pad može se objasniti jednokratnim čimbenicima. Kako se navodi u okviru 3.1, nedavni pad uglavnom je povezan s određenim industrijskim granama i izvoznim tržištima. Sektor brodogradnje, jedne od vodećih izvoznih industrija u Hrvatskoj, trenutačno se restrukturira. Izlaskom iz CEFTA-e ograničava se pristup nekim regionalnim tržištima, osobito Bosni i Hercegovini, drugom najvećem hrvatskom izvoznom tržištu, gdje su hrvatski proizvođači uživali konkurentne prednosti. ⁽¹¹⁾**Turistički sektor pokazuje određeni otpor, ali to nije dovoljno da bi se zaustavio pad ukupnog izvoza.** Na turizam već otpada trećina hrvatskog izvoza (i dvije trećine izvoza usluga). ⁽¹²⁾ Izvoz usluga, na čelu s turizmom, tijekom zadnjih 13 godina ima bolje rezultate nego izvoz robe (vidi prikaz 3.12), ali je lošiji u odnosu na nove države članice, osobito u razdoblju nakon cikličnog gospodarskog uzleta.

Graph 3.12: Vrijednost izvoza putničkih usluga



Izvor: Eurostat; službe Komisije

Dugoročno održavanje rasta u turizmu bit će izazov. Veći razvoj izvan okvira ljetnog turizma mogao bi se postići samo uz znatna ulaganja. Nedostatak dopunskih sezonskih sadržaja u drugim industrijama izaziva znatnu volatilitet na tržištu rada. Da bi se produžila sezona i da bi se privukli turisti veće platežne moći, trebalo bi poboljšati konkurentnost sektora u više dimenzija (vidi tablicu), što se realno može postići samo kontinuiranim naporima tijekom dugih razdoblja. Usporedive zemlje sa sličnim prirodnim kapitalom nisu uvijek uspješno njegovale vanjsku održivost nakon početnog uspjeha na turističkom tržištu.

Tablica: Turistički rejting na temelju pet dimenzija konkurentnosti

	HR	EL	IT	CY	MT	PT	ES
Poslovno okruženje	4,43	4,66	4,76	4,88	5,06	4,78	5,3
Regulatorni okvir za turizam i putovanja	4,99	5,02	4,9	5,36	5,47	5,42	5,48
Ljudski, kulturni i prirodni potencijal	4,37	4,58	5,06	4,27	4,22	4,84	5,36
Politika, pravila, propisi	4,24	4,22	4,21	4,33	4,57	4,72	4,52
Konkurentnost cijena	4,01	3,58	3,4	4,21	4,32	4,04	4,11

Izvor: izvješće Svjetskog gospodarskog foruma o konkurentnosti turizma 2013.

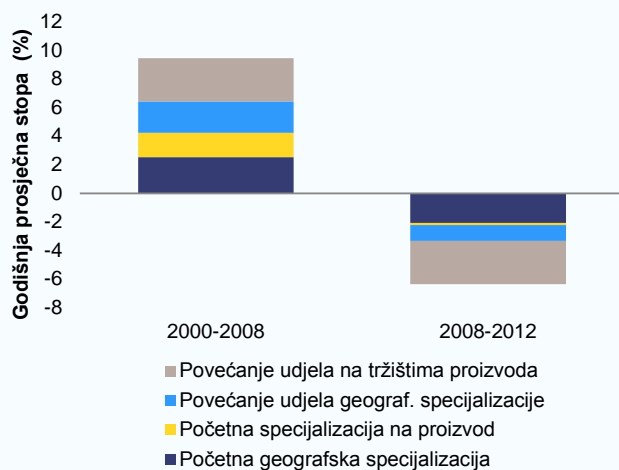
⁽¹¹⁾ Holzner, M. (2013), „Impact of Croatian EU Accession on Regional Trade Patterns”, wiiw Policy Note No. 10, lipanj 2013.

⁽¹²⁾ Glavno je tržište Njemačka, a rezultati su i dalje dobri; na njemačke turiste otpada jedna četvrtina noćenja.

Okvir 3.1: Pad izvoza robe u Hrvatskoj

U ovom se okviru analizira kretanje tržišnih udjela prema sektorskoj i geografskoj usmjerenosti izvoza. Hrvatska je profitirala zahvaljujući početnoj specijalizaciji i povećala je svoj tržišni udjel u razdoblju 2000. – 2008. kao rezultat znatnog rasta 2001. i 2003. Stanje se preokrenulo u razdoblju 2008. – 2010. kad su početna geografska specijaliziranost i gubitci tržišnog udjela u posebnim sektorima pridonijeli smanjenju izvoza (vidi prikaz 1).⁽¹³⁾ Dvije trećine smanjenja mogu se okvirno pripisati gubitku konkurentnosti.

Prikaz 1: Geografska i sektorska raščlamba udjela na robnom izvoznom tržištu



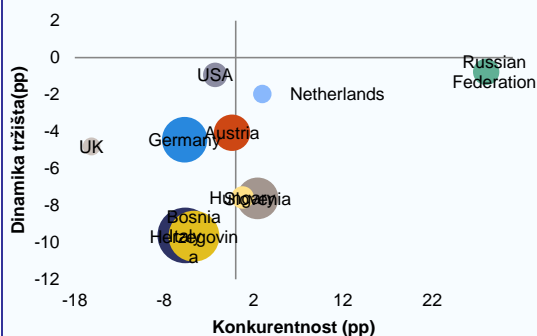
Izvor: COMTRADE (klasifikacija HS 1992); službe Komisije

i. Blizina i oslonjenost na smanjeno talijansko, bosansko-hercegovačko i slovensko tržište znatno je utjecalo na pad izvoza u razdoblju 2008. – 2012. (vidi prikaz 2a). To je povezano s gubitkom tržišnog udjela u Italiji i Bosni i Hercegovini. Ni jedno od prvih 10 glavnih izvoznih odredišta Hrvatske ne smatra se dinamičnim tržištem.

ii. Znatna oslonjenost na stagnirajuće sektore, uključujući strojarstvo, metalurgiju i plovila, nepovoljno je utjecala na izvoz u razdoblju 2008. – 2012. (vidi prikaz 2b). To je bilo povezano s padom konkurentnosti u umjereno dinamičnim sektorima, primjerice sektorima namirnica i minerala. Nepovoljan utjecaj tih kretanja premašio je izolirane dobitke u kemijskom i poljoprivrednom sektoru.

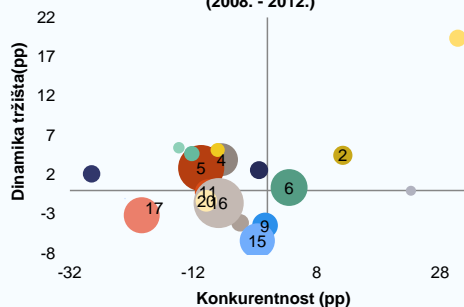
Podatci dostupni za 2013. upućuju na apsolutni pad nominalnog izvoza robe za 6%.⁽¹⁴⁾ Dvije trećine tog pada otpada na „druga transportna sredstva” (uglavnom brodove) – u tom je sektoru zabilježen ukupni pad od oko 80% u dvije godine. Velike slabosti pojavljuju se i u sektorima šećera, metalnih ruda, benzina, gnojiva, telekomunikacijske opreme, električnih strojeva, odjeće i – preneseno iz 2012. – plastike. Znatni rast zabilježen je samo u izvozu električne struje, što je možda povezano s vremenskim prilikama. Koncentracija loših rezultata u nekoliko sektora upućuje na važnu ulogu određenih poremećaja na strani ponude, što pridonosi ukupnom deficitu konkurentnosti.

1.a: Dinamika i konkurentnost najvažnijih 10 izvoznih odredišta (2008. - 2012.)



Izvor: COMTRADE; službe

1.b: Dinamika i konkurentnost najvažnijih 10 izvoznih odredišta za proizvode (2008. - 2012.)



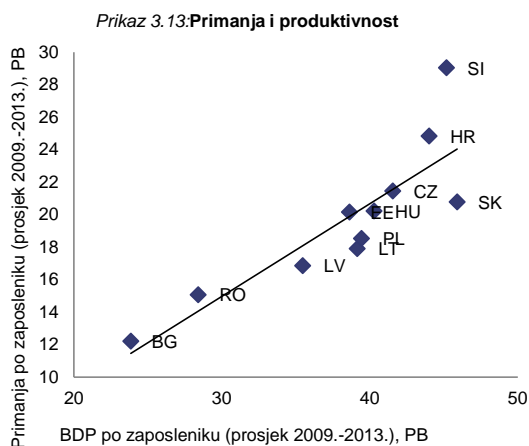
Izvor: COMTRADE; službe Komisije; veličina kruga ovisi o udjelu sektora u izvozu Hrvatske; Legenda: 2=povrće; 4=hrana i duhan; 5=mineralni proizvodi; 6=kemijski proizvodi; 9=drvo; 11=tekstil; 15=metal; 16=strojarstvo i električni proizvodi; 17=vozila; 20=razno

⁽¹⁾ Promjena u tržišnom udjelu izvoza pripisuje se dinamici (rastu ili padu) geografskih tržišta i tržišta proizvoda te drugih čimbenika s pomoću kojih se mjeri povećanje (ili smanjenje) udjela na njima. Za metodu vidi poglavlje 3., QREA 2/2012.

⁽²⁾ U skladu s podacima Eurostata za listopad 2010. za izvoz robe unutar i izvan EU-a (u EUR). Podatci za izračun udjela u 2013. još nisu dostupni.

Temeljni konkurentski položaj

Hrvatska je bila i ostala relativno skupo mjesto za proizvodnju. Troškovi rada u Hrvatskoj već su 2000. premašili većinu regionalnih konkurenata. Hrvatska je, uz Sloveniju, zadržala relativno visoku razinu troškova rada, koja nije razmjerna produktivnosti rada (prikaz 3.13).

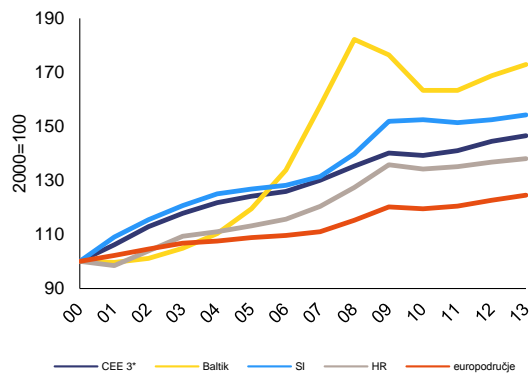


Izvor: službe Komisije (AMECO)

Nominalni troškovi po jedinici rada (TJR) nisu znatno rasli, ali imali su visoku polazišnu vrijednost. Kretanja plaće i produktivnosti od 2000. dovela su do nešto većeg rasta TJR-a nego u europodručju, ali manjeg nego u brzorastućim konkurentskim gospodarstvima srednje i istočne Europe (prikaz 3.14).⁽¹⁵⁾

⁽¹⁵⁾ Hrvatska je međutim mogla postići manja poboljšanja u kvaliteti izvoza kako bi kompenzirala rast troškova. Benkovskis i Woerz (2012) smatraju da je gubitak konkurentnosti skupine CEE10 u pogledu cijena/troškova u razdoblju 1999 – 2011. neutraliziran dobitcima u necjenovnoj konkurentnosti, osobito zahvaljujući poboljšanju kvalitete (materijalne i nematerijalne). Stojčić et al. (2012) navode da kvalitativni dobitci nemaju značajnu ulogu u izvozu hrvatskih proizvođača u razdoblju 2000. – 2007., za razliku od skupine CEE10.

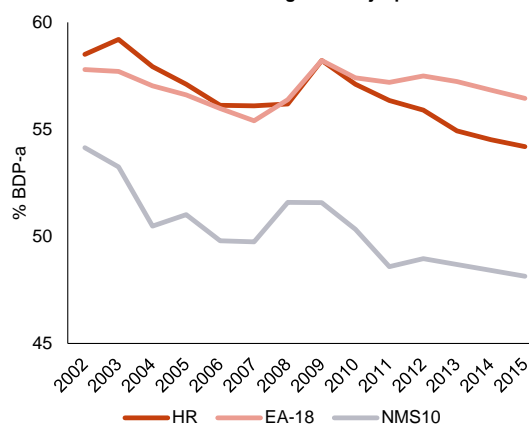
Prikaz 3.14: Nominalni TJR



Izvor: službe Komisije; Eurostat; * - SK, CZ, HU

Ukupno gledano, nekonkurentan položaj Hrvatske uglavnom je bez promjene. Kretanje nominalnog TRJ-a i produktivnosti pridonijeli su smanjenju udjela plaća i u Hrvatskoj i u skupini CEE10 (vidi prikaz 3.15). Udio plaća u Hrvatskoj blizak je ukupnoj vrijednosti u europodručju, ali uz znatne razlike u industrijskoj strukturi i ljudskom kapitalu te nižu iskorištenost ljudskog kapitala.

G Prikaz 3.15: Prilagođeni udjel plaća



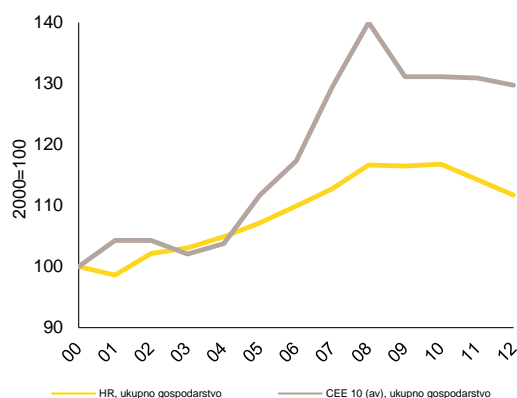
Izvor: Ameco, službe Komisije

Gubitci u pogledu troškovne konkurentnosti najnačelniji su u proizvodnom sektoru (prikaz 3.17). Na osnovi dinamike troškova po jedinici rada u proizvodnom sektoru došlo je do naglog pogoršanja realnog efektivnog deviznog tečaja (REDT). To je u oštroj suprotnosti s uobičajenim obrascem pada proizvodnih troškova po jedinici rada uočanim u konkurentskim gospodarstvima, u kojima ulogu ima povećanje produktivnosti, te u

gospodarstvima koja se brzo prilagođuju. Relativno visoki troškovi rada i niska produktivnost djelomično su razlog slabog izvoza robe, što je detaljnije obrađeno u okviru 3.1.

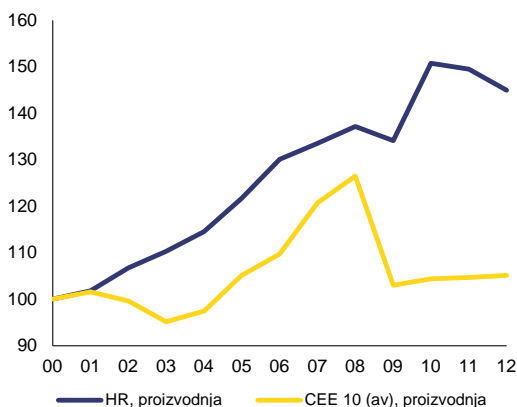
Postoje naznake troškovne prilagodbe. Tijekom vremena ta bi smanjenja mogla pridonijeti preorijentaciji gospodarstva prema vanjskoj potražnji. Međutim gubitak udjela na izvoznom tržištu povećava se čak i unatoč preokretu u troškovnoj konkurentnosti. To može biti odraz preostalih troškovnih neusklađenosti i može upućivati na dodatne čimbenike u području netroškovne konkurentnosti.

Prikaz 3.16: REDT pročišćen u odnosu na TJR



Izvor: Price and Cost Competitiveness report

Graph 3.17: REDT pročišćen u odnosu na nominalnu plaću u proizvodnji



Izvor: Price and Cost Competitiveness report

Uloga tržišta rada

Hrvatska je zabilježila najnižu stopu zaposlenosti u EU-u od 2010. Čak niti tijekom faze ekspanzije stopa zaposlenosti (za dobnu skupinu 15 – 64)) ni u jednom trenutku nije premašila 58 % i uvijek je bila jedna od četiriju najnižih u EU28; do 2012. stopa zaposlenosti smanjila se na 52,4 %. Stopa nezaposlenosti bila je jednoznačnija tek nakratko tijekom godina gospodarskog uzleta. Zbog manjka konkurentnosti otežano je zapošljavanje u industrijama usmjerenima na izvoz, što je inače u regiji tipično područje za nova radna mjesta. Očekivano, tijekom recesije došlo je do većih praznina u zapošljavanju. Osim što ostavlja socijalne posljedice, niska zaposlenost nepovoljno utječe i na fiskalnu održivost i na ukupnu vanjsku održivost.

Velik javni sektor izvor je pritiska na razinu plaće u cijelom gospodarstvu. Plaće zaposlenika u javnom sektoru znatno su povećane između 2007. i 2009. Primanja u tom sektoru dodatno su povećana znatnim povećanjem bonusa i drugih isplata, što je djelomično promijenjeno sredinom 2009. kad je vlada ukinula povećanje plaća u javnoj upravi od 6 %, koje je uvedeno početkom te godine. Godine 2013. rashod za plaće u javnom sektoru umanjeno je za 3 %. U poslovnom su gospodarstvu troškovi rada slijedili konjunkturni ciklus pa je zabilježen pad s 35 % u odnosu na prosjek EU-a u 2008. na 30 % u 2012. ⁽¹⁶⁾

Znatan gubitak radnih mjesta zabilježen je u sektorima izloženima stvarnom odnosno potencijalnom tržišnom natjecanju s inozemstvom. Iako je gubitak radnih mjesta uglavnom posljedica smanjivanja određenih sektora nerazmjernih dobara na održiviju razinu (npr. građevina), veliki gubitak radnih mjesta zabilježen je i u proizvodnji. To upućuje na očigledne slabosti u sektorima koji jesu ili bi mogli biti u tržišnom natjecanju s inozemstvom, što pojačava izazove u cilju konkurentnijega gospodarstva.

U institucijama koje pridonose funkcioniranju tržišta rada prisutni su mnogi nedostaci. U sustav socijalne zaštite ugrađene su mnoge mogućnosti za prijevremeno povlačenje s tržišta rada, a sudjelovanje u sektoru niskih primanja

⁽¹⁶⁾ Podatci: Eurostat

obeshrabruje se postavljanjem donje granice primanja ispod uvjetne nadnice određenih kategorija korisnika. Zamjenska je stopa davanja za nezaposlenost niska, osobito nakon tri mjeseca, a i trajanje je kratko. Međutim prijelaz na posao, makar i u nisko plaćenom segmentu, može se otežati ukidanjem socijalne pomoći u slučaju prijelaza nisko postavljenog praga primanja.⁽¹⁷⁾ Poteškoće u prilagodbi, nedostatak vještina i neusklađenost ponuđenih i traženih vještina glavna su ograničenja. Trenutačni propisi u području zaštite radnih mjesta nisu prestrogi u usporedbi s ostatkom EU-a⁽¹⁸⁾, ali s obzirom na trenutačno stanje u Hrvatskoj u pogledu razvoja i sve većih potreba za prilagodbom (vidi okvir 3.2.) ipak mogu spriječiti otvaranje radnih mjesta, što bi se moglo riješiti tekućim reformama. Nadalje, *de jure* fleksibilnost radnog zakonodavstva kompromitirana je pravnom nesigurnošću i dugotrajnim sudskim postupcima. Naposljetku, niska zabilježena zaposlenost može biti i odraz znatnog udjela sive ekonomije⁽¹⁹⁾, što je prisutno i u susjednim zemljama i gospodarstvima u kojima prevladava sezonski rad.

Uloga poslovnog okruženja i tržišta proizvoda

Poslovno okruženje u Hrvatskoj obilježeno je mnogim nedostacima koji mogu nepovoljno utjecati na troškovnu i netroškovnu konkurentnost te na uspješnost gospodarstva usmjerenog na domaće tržište. Posebno se, među ostalim, ističu visoko regulatorno opterećenje, neučinkovitost uprave u vezi s građevinskim dozvolama i uknjižbom nekretnina, loše funkcioniranje pravosuđa, dugotrajni sudski i stečajni postupci⁽²⁰⁾, slaba zaštita ulaganja, velika politička nesigurnost⁽²¹⁾, slabo korporativno

upravljanje i nestručnost u vezi sa stavljanjem lokalnih proizvoda na tržište.⁽²²⁾ U nekoliko istraživanja Hrvatska je uvrštena među zemlje s najlošijim poslovnim okruženjem i najlošijom konkurentnošću u EU-u (vidi prikaze 3.18 – 3.20). Te su strukturne značajke vrlo ukorijenjene i mogu utjecati na ulaganja, osobito na izravna strana ulaganja, čime se objašnjava pogoršanje izvoza.

2012. u manje su od godine dana nekoliko puta promijenjeni, a nove izmjene su vjerojatne.
⁽²²⁾ Popis nije iscrpan. Primjerice, iako se plaćanje poreza ne bilježi kao zaseban problem, posebna pitanja opterećuju male i srednje poduzetnike, a oko 550 parafiskalnih nameta (smanjeno sa 600 u 2013.) znatan je teret za poslovanje (procjenjuje se da je ukidanjem 50 parafiskalnih nameta administrativni teret smanjen za 0,1 % BDP-a).

⁽¹⁷⁾ Osim toga dodjela različitih socijalnih davanja organizirana je preko različitih službi koje su loše povezane i međusobno – uključujući lokalnu upravu, koja može samostalno dodjeljivati davanja – a i sa službama socijalne skrbi i službama za zapošljavanje. To otežava usklađivanje davanja u cilju promicanja ponude radne snage.

⁽¹⁸⁾ Načelno, zakonodavstvo EU-a u cjelini strože je nego u drugim zemljama OECD-a.

⁽¹⁹⁾ Vidi Schneider (2013.)

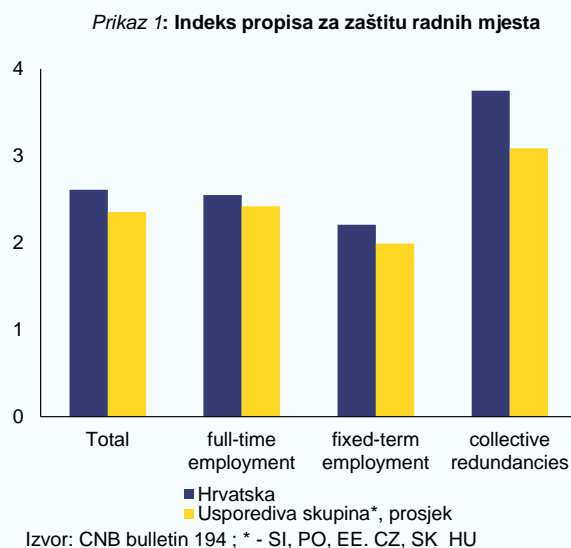
⁽²⁰⁾ Javna uprava u cijelosti postiže relativno loše rezultate, mjereno pokazateljima Svjetske banke o globalnom upravljanju.

⁽²¹⁾ Politička nesigurnost odražava se u mnogim zakonodavnim izmjenama koje su katkad kontraproduktivne. Primjerice, stopa PDV-a u turističkom sektoru smanjena je s 25 % na 10 % od 2013., a od 2014. povećava se na 13 %. Slično tomu, propisi o predstečajnoj nagodbi doneseni u listopadu

Okvir 3.2: Propisi za zaštitu radnih mjesta kao prepreka konkurentnosti

Strogi propisi o radu mogu usporiti prilagodbu zapošljavanja gospodarskoj aktivnosti, tj. dinamika stvaranja i gubitaka radnih mjesta uz propise o radu s previše ograničenja vjerojatno će dovesti do smanjenog protoka na tržištu rada. To može imati makroekonomske posljedice, posebno u razdoblju brzih strukturnih promjena. Dugoročan učinak na razine zapošljavanja teže je točno predvidjeti.²³ Implicitni troškovi rada rastu zbog nefleksibilnih pravila zapošljavanja, npr. ograničenog zapošljavanja i prakse u pogledu viška radnika. Nefleksibilni propisi za zaštitu radnih mjesta pridonose i segmentiranju tržišta rada.

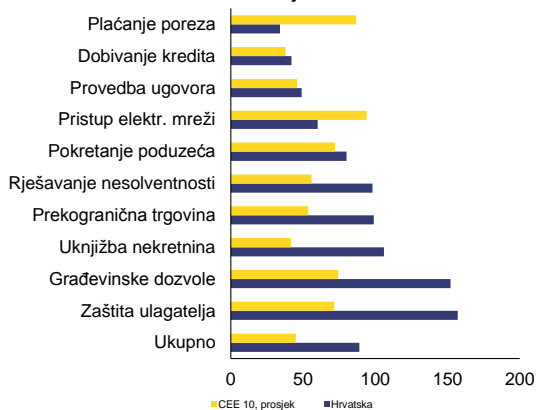
Utvrđeno je da strogi propisi za zaštitu radnih mjesta ograničavaju prilagodbu tržišta rada u Hrvatskoj (SB 2011.), a nefleksibilnost tržišta rada istaknuta je kao važna necjenovna prepreka konkurentnosti Hrvatske (vidi MMF 2012. i SB 2011.). Prema procjenama Hrvatske narodne banke, indeks propisa za zaštitu radnih mjesta koji je osmislio OECD bio je 2,61 sredinom 2013., odnosno natprosječan u odnosu na skupinu bliskih gospodarstava (vidi grafički prikaz 1.). Stanje na tržištu rada odraz je segmentiranja, posebno velike nezaposlenosti mladih u Hrvatskoj, te visokog udjela dugoročne nezaposlenosti i dugih razdoblja nezaposlenosti, a ubrzano se pogoršalo tijekom krize. Udio razdoblja nezaposlenosti dužeg od jedne godine bio je 65 % 2012., što je poslije Slovačke druga najviša vrijednost u EU-u. S druge strane, zbog znatne podiskorištenosti ljudskog kapitala smanjuje se zapošljivost i produktivnost, posebno u ranjivim skupinama.



U cilju povećanja fleksibilnosti tržišta rada nadležna su tijela 2013. pokrenula reformu u dvije faze. Prvi skup izmjena propisa o radu koje su na snagu stupile sredinom te godine odnosio se na reguliranje ugovora o radu na određeno vrijeme i postupaka otpuštanja. Vlada je u siječnju 2014. donijela drugi zakonodavni prijedlog. Donošenje zakona na temelju tog prijedloga omogućilo bi smanjenje troškova otpuštanja skraćivanjem i pojednostavnjivanjem postupaka i povećanjem fleksibilnosti radnog vremena. Osim toga, uveli bi se fleksibilniji oblici zapošljavanja, npr. ugovori o radu u nepunom radnom vremenu. Prema sadašnjim podacima, te će promjene rezultirati poboljšanjem hrvatskog indeksa propisa za zaštitu radnih mjesta, čime će se Hrvatska približiti usporedivim gospodarstvima.

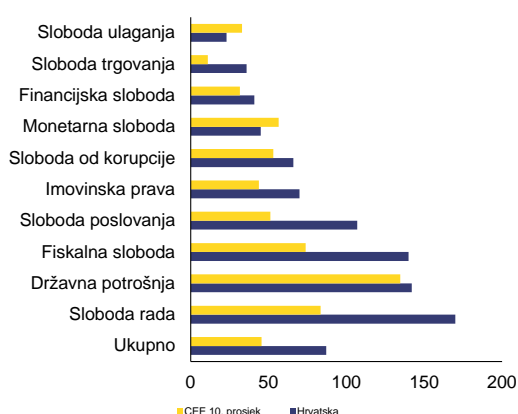
⁽²³⁾ Za pregled makroekonomskih posljedica propisa za zaštitu radnih mjesta vidi Europska komisija (2012.), „Labour Market Developments in Europe”, European Economy 5/2012.

Prikaz 3.18: "Doing business 2013", poredak zemalja



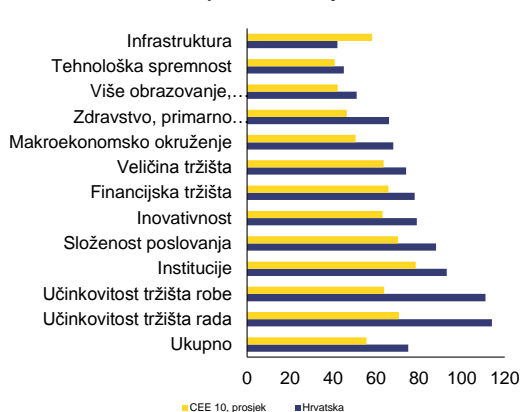
Izvor: Svjetska banka

Prikaz 3.19: Indeks ekonomskih sloboda 2014., poredak zemalja



Izvor: Heritage foundation

Prikaz 3.20: Indeks globalne konkurentnosti 2013.-14., poredak zemalja



Izvor: Svjetski gospodarski forum

Nekoliko područja u kojima Hrvatska ima lošije rezultate od skupine CEE10 od neposredne je važnosti potencijalnim ulagateljima koji traže mjesto za proizvodnju.

To se može ilustrirati s pomoću pet pokazatelja poslovanja prema kojima se Hrvatska loše ocjenjuje. Jednostavnost prekograničnog poslovanja važna je za potencijalne izvoznike; loš rezultat Hrvatske osobito se pripisuje troškovima postupaka potrebnih za otpremu robe (1,335 USD za otpremu po teretnoj jedinici u odnosu na prosjek OECD-a od 1,070 USD). Uknjižba nekretnina i dobivanje građevinskih dozvola važne su za potencijalne ulagatelje u potpuno nove projekte; loš rezultat prema tim pokazateljima Hrvatska uglavnom ima zbog dugotrajnih postupaka – 102 dana za uknjižbu (u odnosu na 24 dana prema prosjeku OECD-a) i 317 dana za dobivanje dozvole (OECD: 141 dan). Naposljetku, ulagateljima je potrebna pravna zaštita, što vrijedi i za lokalne ulagatelje, a loš rezultat Hrvatske uglavnom se pripisuje ograničenjima u vezi s objavom podataka i preprekama koje vlasnici udjela mogu imati u pristupu pravnim sredstvima. Ograničenja izravnih stranih ulaganja prepreka su lokalnom poduzetništvu, ulaganju, pokretanju poduzeća i otvaranju radnih mjesta.

U sustavu građanskog pravosuđa nakupljaju se zaostanci. Trajanje sudskih postupaka u građanskim i trgovačkim predmetima jedno je od najdužih u EU-u unatoč neznatnom smanjenju s 462 dana u 2010. na 457 dana u 2012. (vrijeme potrebno za donošenje odluke, podatci CEPEJ-a). Iako su sudovi 2012. riješili 16 % više građanskih i trgovačkih sporova (u odnosu na 2010.), sve veći broj novih predmeta i smanjena stopa riješenosti predmeta od 95 % pridonose prikupljanju zaostataka. Do kraja 2012. broj tekućih građanskih i trgovačkih postupaka povećao se za 15 % u odnosu na 2010. i ostao jedan od najviših u EU-u (mjereno po glavi stanovnika). Čini se da je zakonodavnim izmjenama kojima je unaprijeđena uloga financijske agencije FINA-e poboljšana djelotvornost ovrhe nad monetarnom imovinom, ali djelotvornost u odnosu na druge vrste imovine i dalje je izazov (npr. nekretnine, gdje je stopa naplate niska). Dužina postupaka u katastarskim predmetima smanjena je s 50 dana u 2010. na 42 dana u 2012. (vrijeme potrebno za donošenje odluke, podatci CEPEJ-a). Sve manji broj novih katastarskih predmeta i stopa riješenosti predmeta od 101 % doveli su do smanjenja broja tekućih

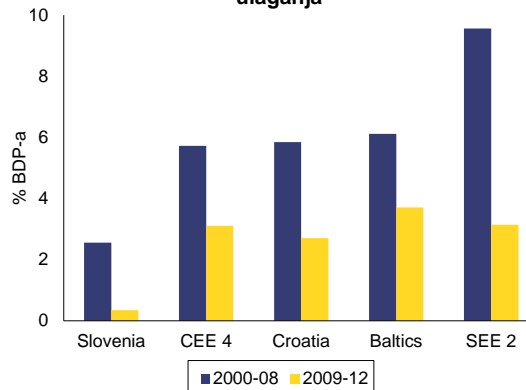
predmeta u 2012. za 20 % u odnosu na 2010. Preliminarni podaci upućuju na znatan porast broja novih stečajnih predmeta u 2012., u odnosu na 2010. Pravna sigurnost i djelotvorna obrada predmeta važni su čimbenici za ulaganje i prilagodbu. To se ne odnosi samo na trgovačke i stečajne predmete nego i na predmete u području radnog prava, u kojima sudske odgode i/ili pravna nesigurnost mogu dovesti do *de facto* veće zaštite radnih mjesta nego što je predviđeno propisima. Ti su rezultati u skladu s lošim pokazateljima rješavanja stečaja, kako je izmjereno istraživanjem Svjetske banke o poslovanju 2014. (*Doing Business Survey*): do zaključivanja postupka prosječno prođe 3,1 godina (OECD: 1,7 godina), a stopa naplate potraživanja iznosi oko 30 % (OECD: 70 %).

Prisutne su i strukturne slabosti na tržištu proizvoda. Tijekom konjunktornog uspona prometne su, komunalne i poštanske usluge bile zaštićene od pritiska tržišnog natjecanja. Cijena te zaštite bili su niža učinkovitost i veći troškovi za gospodarstvo. Veće tržišno natjecanje, osobito u distribuciji električne energije, moglo bi pridonijeti srednjoročnom smanjenju troškova proizvodnje.

Uloga izravnih stranih ulaganja

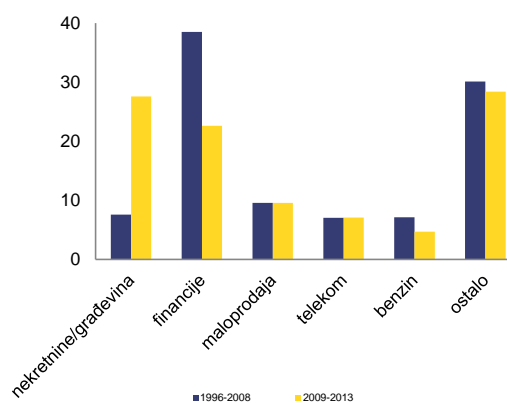
Priljev izravnih stranih ulaganja koji je pridonio preobrazbi izvoznih sektora u uspješnijim bliskim gospodarstvima zaobišao je Hrvatsku. Kao što je detaljno navedeno u pododjeljku 3.1.1., znatan priljev kapitala, s velikim udjelom izravnih stranih ulaganja, doveo je do prikupljanja znatnih stranih ulaganja u razdoblju 2000. – 2008. Taj je priljev bio usporediv s priljevima bliskih regionalnih gospodarstava (prikaz 3.21). Međutim znatan je dio izravnih stranih ulaganja bio usmjeren na sektor nerazmjenjivih dobara, na čelu s financijskim posredovanjem, nekretninama i građevinom. Zemlje poput Češke Republike, Rumunjske i Slovačke privukle su veći udjel unutarnjih izravnih stranih ulaganja u proizvodnju (vidi prikaz 3.22). Znatna su bila i ulaganja u telekomunikacije i maloprodaju. Međutim sektori usmjereni na izvoz u tom su razdoblju privukli manji dio znatnih investicijskih tokova, što je do 2012. dovelo do sektorske strukture izravnih stranih ulaganja koja se bitno razlikovala u odnosu na skupinu CEE10 (prikaz 3.23).

Prikaz 3.21: Priljev izravnih stranih ulaganja



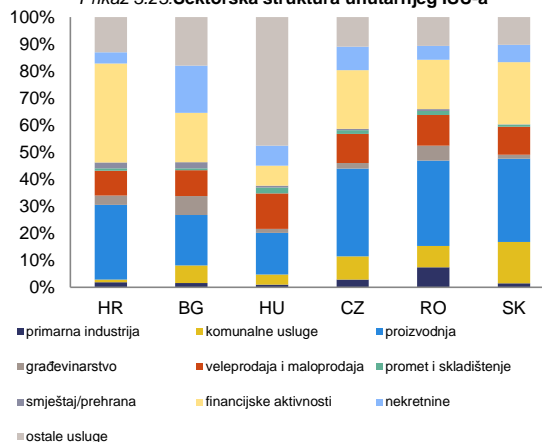
Izvor: Eurostat; službe Komisije; SEE 2: BG i RO

Prikaz 3.22: Priljev izravnih stranih ulaganja po sektoru (%)



Izvor: službe Komisije; HNB

Prikaz 3.23: Sektorska struktura unutarnjeg ISU-a



Izvor: Eurostat

Niska izravna strana ulaganja u izvozne sektore izraz su niza manjkavosti u pogledu troškovne i netroškovne konkurentnosti hrvatskog gospodarstva. Razina plaća, pitanja oporezivanja i propisa u području radnog prava te nedostatak vještina čimbenici su koji su vjerojatno pridonijeli odbijanju potencijalnih ulaganja u radno intenzivne izvozne sektore. Zbog niskog udjela izravnih stranih ulaganja u izvoznoj industriji Hrvatska nije iskoristila mogućnost integracije u globalne opskrbe lance niti je profitirala od pozitivnih tehnoloških, upravljačkih i financijskih vanjskih učinaka povezanih s izravnim stranim ulaganjima u izvozne grane, što naposljetku pridonosi jačanju konkurentnosti i gospodarskom rastu. ⁽²⁴⁾

Tokovi izravnih stranih ulaganja znatno su smanjeni zbog gospodarske krize, a preostali iznosi ne dopiru do izvoznih sektora. Ukupna izravna strana ulaganja znatno su smanjena. Tomu je djelomično uzrok slaba investicijska aktivnost koja u Hrvatskoj uglavnom podrazumijeva ulagatelje iz EU-a. ⁽²⁵⁾ Tijekom trenutnog ciklusa niskog ulaganja pojačava se i tržišno natjecanje među mjestima koja nastoje privući izravna strana ulaganja. U tom se smislu kao najveće slabosti navode loša gospodarska prognoza za Hrvatsku i sporost strukturnih reformi. Izravna strana ulaganja nastavljena su u sektoru nekretnina i građevinskom sektoru i nakon dovršetka tekućih projekata jer su se inozemni trgovački lanci nastavili širiti na hrvatskom tržištu.

Zaključak

Znatna količina obveza i veliki izazovi u prilagodbi čimbenici su vanjske ranjivosti Hrvatske. U ovom odjeljku navedene su pojedinosti o neto stanju međunarodnih ulaganja i bruto vanjskom dugu. Iako je tekući račun

zaključen, postupak prilagodbe bit će dugotrajan. Niz elemenata na tržištu rada, u poslovnom okruženju i u kretanju izravnih stranih ulaganja zakočili su rast i izvoz koji bi inače pridonijeli ubrzanju prilagodbe.

Hrvatskom proizvodnom sektoru nužno je potrebna obnova, a izravna strana ulaganja način su na koji se to može postići. U ovom se odjeljku ističe naglo pogoršanje hrvatskog izvoza robe, uglavnom zbog propadanja određenih industrijskih grana. Proizvodni sektor nije iskoristio obilje izravnih stranih ulaganja tijekom godina gospodarskog uzleta. Gospodarska kriza i povlačenje subvencija razotkrili su troškovnu i netroškovnu nekonkurentnost tih industrijskih grana. Održivost i stabilnost vanjskog položaja Hrvatske ovisit će o oporavku proizvodnog sektora i drugih potencijalno izvoznih sektora, čime bi se upotpunili prihodi od turizma. Dok se to ne ostvari, Hrvatska će zbog svojih visokih vanjskih obveza i dalje biti ranjiva i ovisna o deviznim kretanjima i raspoloženju ulagatelja. Strukturni zaokret prema sektoru razmjenjivih dobara i gospodarska integracija u okvir EU-a, potaknuti izravnim stranim ulaganjima, označili bi napuštanje starog modela zaduživanja radi potrošnje i uspostavili temelje za održiviji rast.

3.2. ZADUŽENOST I DINAMIKA RAZDUŽIVANJA

Brza kreditna ekspanzija, snažna domaća aktivnost i optimizam ulagatelja međusobno su se poticali u razdoblju prije krize 2008. Na strani ponude znatan je priljev stranog kapitala poticao rast kredita, za što su zaslužniji visoka globalna likvidnost i apetiti ulagatelja usmjereni prema gospodarstvima u sponu nego čimbenici u predmetnim zemljama. Ti tokovi djelomično su kanalizirani kroz bankarski sektor, koji je uglavnom u stranom vlasništvu. Snažna gospodarska ekspanzija išla je ukorak s brzim rastom duga u privatnom sektoru, ali s niske početne razine (prikaz 3.24). ⁽²⁶⁾ Mjerenom udjelom u BDP-u, dugovi kućanstava i nefinancijskih poduzeća u razdoblju 2001. – 2008. povećali su se više nego dvostruko. Činjenica da je sustav

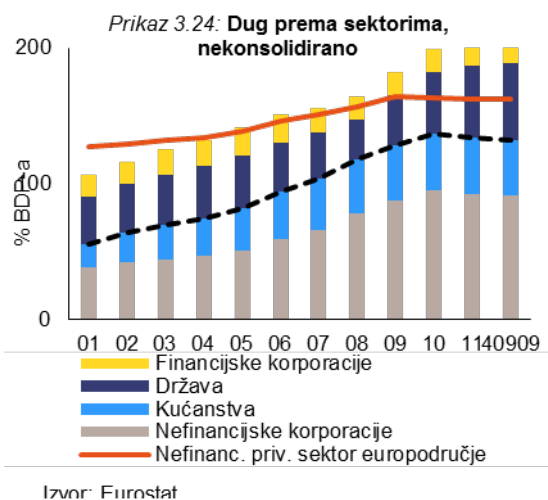
⁽²⁴⁾ Izravna strana ulaganja usmjerena na unutarnje tržište mogu pridonijeti produktivnosti gospodarstva i neizravno potaknuti konkurentnost, ali do toga u Hrvatskoj nije došlo. Izravnim stranim ulaganjima u financijskom sektoru potaknulo se usmjerivanje banaka na kreditiranje nekretnina, građevine i potrošnje. Jednako tako, izravna strana ulaganja u izvozne sektore nisu automatsko jamstvo za uspjeh. Najveća transakcija izravnog stranog ulaganja u proizvodnom sektoru u zadnjih nekoliko godina odnosila se na kupnju udjela u naftnoj kompaniji koja danas generira gubitke i predmet je pravnog spora.

⁽²⁵⁾ Izravna strana ulaganja iz EU-a naglo su smanjena nakon svjetske financijske krize, a 2012. zabilježena je njihova najniža razina od 2004.

⁽²⁶⁾ U ovoj su analizi u privatni sektor uključene nefinancijske korporacije, kućanstva i neprofitne institucije koje obavljaju usluge za kućanstva. Dug privatnog sektora uključuje vrijednosne papire koji nisu udjeli (osim financijskih izvedenica) i krediti.

oporezivanja naklonjeniji dužničkom financiranju pridonijela je distorziji izbora financiranja za poduzeća i njihovu zaduživanju.⁽²⁷⁾ Zahvaljujući povoljnim gospodarskim kretanjima država je postupno smanjila nepodmirene obveze. Istodobno je međutim prikupila znatne potencijalne obveze davanjem velikodušnih državnih jamstava državnim poduzećima, osobito u cestogradnji, željezničkoj infrastrukturi i brodogradnji.

Hrvatska je zbog toga u trenutku izbijanja krize imala relativno visoko zadužen privatni sektor, ali je javni dug bio znatno ispod prosjeka EU-a. Pojavom krize zaustavljeni su financijski priljevi, što je u kombinaciji s naglim padom vanjske i domaće potražnje pridonijelo razotkrivanju postojećih slabosti realnoga sektora. Zbog visoke zaduženosti otežana je prilagodba financijskog sustava pogoršanom vanjskom okruženju.



Protuciklična fleksibilizacija politika, koju provode monetarna tijela, pridonijela je stvaranju zaštitnih slojeva u financijskom sustavu u cilju apsorpcije šokova i olakšavanja prilagodbe hrvatskoga gospodarstva u početnoj fazi krize. Djelovanje i djelotvornost tih politika

⁽²⁷⁾ Zbog te je tendencije tijekom dolazeće recesije otežan postupak razduživanja. Dužnički financirana ulaganja profitiraju od negativne efektivne granične porezne stope, koja je prema izračunu službi Komisije jedna od najviših u EU-u (-18 % u odnosu na -5 % u prosjeku EU-a). Izražena naklonjenost zaduživanju u okviru korporativnog oporezivanja odražava se u velikodušnim amortizacijama i tretmanu financijskih troškova.

opisani su detaljno u odjeljku 3.3. Nefinancijske korporacije iskoristile su prostor stvoren tim politikama kao mogućnost za refinanciranje postojećih obveza, uključujući vanjske obveze. Tako je onemogućen veći pad razine zaduženosti, ali nije zaustavljen pad novih ulaganja. Gospodarstvo je i dalje opterećeno negativnim lančanim djelovanjem koji proizlazi iz pritiska za razduživanje, gospodarskom recesijom i slabim fiskalnim položajem države. U sljedećim pododjeljcima detaljnije se obrađuju zaduženost i dinamika razduživanja u privatnom sektoru (odjeljak 3.2.2.) i javnom sektoru (odjeljak 3.2.3.). Odjeljak 3.2.4. zaključuje se raspravom o preostalim političkim izazovima povezanim sa zaduženošću i razduživanjem.

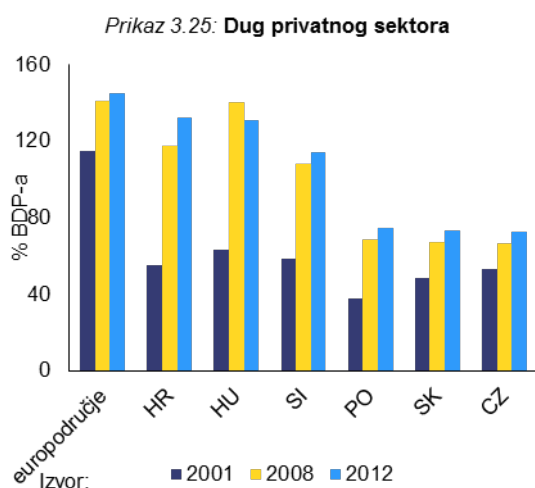
3.2.1. Zaduzenost privatnog sektora

Snažan optimizam potrošača i poduzetnika, znatan priljev međunarodnog kapitala i sklonost financijskog sektora riziku pridonijeli su brzom rastu zaduženosti privatnog sektora uoči svjetske financijske krize. Hrvatsko gospodarstvo nije jedino koje je doživjelo znatan porast financijskih obveza (prikaz 3.25), ali njegov se dug relativno brzo povećavao, uzimajući pritom u obzir i relativno ograničenu početnu razinu vanjske zaduženosti. Rast duga kućanstava premašio je korporativno zaduživanje, što nije samo odraz niže osnovne razine nego i fleksibilne politike banaka u vezi s kreditiranjem. Zbog raširene prakse denominiranja kredita nezaštićenim dužnicima u švicarskom franku stvoren je devizni rizik za kućanstva i odgovarajući kreditni rizik za banke (vidi i odjeljak 3.3.).⁽²⁸⁾ Povećanje cijena stambenih nekretnina pridonijelo je povećanju zaduženosti kućanstava jer su stambeni krediti financirani na dug uz sve veće vrijednosti kolaterala. Tako je do kraja 2010. omjer zaduženosti kućanstava i BDP-a dosegnuo vrhunac od 42 %. U pogledu trgovačkih društava, postupni porast zaduženosti kulminirao je naglim povećanjem na vrhuncu poslovnog ciklusa, a omjer duga i BDP-a eksplodirao je za gotovo 30

⁽²⁸⁾ Gotovo trećina novih kredita u razdoblju 2005. – 2007. bila je denominirana u švicarskom franku. Uglavnom su bili namijenjeni kućanstvima, osobito za kupnju nekretnina, dok je izloženost korporativnog sektora bila ograničena. Iako je većina tih kredita obustavljena nakon sredine 2008., njihov je udjel u ukupnoj masi nepodmirenih kredita iznosio krajem 2013. relativno visokih 10 %, u odnosu na vrhunac od 17,5 % u 2008.

postotnih bodova od 2007. i 2010. dosegno 95 %, čemu je pridonijelo zaduživanje privatnih i javnih poduzeća.

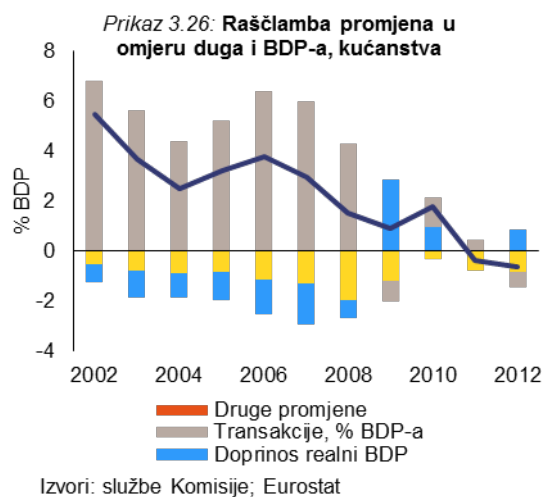
Na početku krize nije bilo neposrednih pritisaka za razduživanje. Naprotiv, povećanje duga nastavilo se, osobito u trgovačkim društvima (vidi okvir 3.3 o sektorskoj analizi korporativnog zaduživanja). To se uglavnom dogodilo zbog refinanciranja preko stranih matičnih društava (izraženo u povećanom prekograničnom kreditiranju unutar društava), ali i prilagodljivoj monetarnoj politici usmjerenoj na osiguranje dostatne domaće likvidnosti. Nastavljeno smanjivanje gospodarstva donijelo je, uz sve veću nominalnu razinu duga, daljnje povećanje omjera duga privatnog sektora i BDP-a. U samo dvije godine zabilježeno je povećanje od 20 postotnih bodova na 137 % BDP-a na kraju 2010., što je privatni sektor učinilo jednim od najzaduženijih u odnosu na usporediva gospodarstva u regiji (prikaz 3.25). Za povećanje je gotovo u cijelosti odgovoran korporativni sektor, dok su kućanstva uspjela održati relativno stabilnu razinu obveza unatoč određenim pritiscima zbog povećanja duga denominiranog u kunama, što je posljedica naglog povećanja vrijednosti švicarskog franka 2010. To je utjecalo na kredite (uglavnom stambene i za kupnju automobila) povezane sa švicarskom valutom i opteretilo servisiranje duga kućanstava.

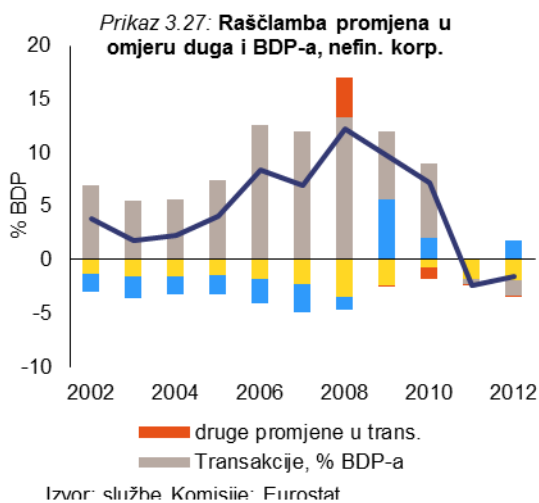


Pritisci za razduživanje rastu od 2011. u svjetlu daljnjeg slabljenja gospodarske aktivnosti, sve veće nezaposlenosti i visoke zaduženosti. To je

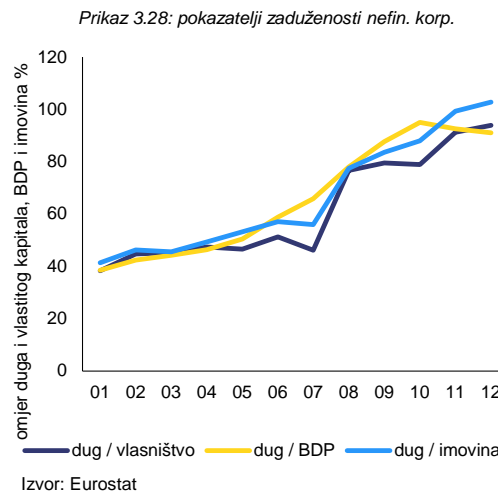
dovelo do neznatnog smanjenja duga u privatnom sektoru, dok je neto tok kapitala u domaćem gospodarstvu u 2011. bio negativan. Tako je ukupni omjer duga privatnog sektora i BDP-a, nakon vrhunca krajem 2010., pao za 5 postotnih bodova. Gotovo četiri petine pada otpada na trgovačka društva iako se pritom, zbog prijenosa kredita brodogradilištima na državne račune 2012., precjenjuje stvarna prilagodba.

Negativni kreditni tokovi potaknuli su razduživanje. Neto kreditni tok u privatnom sektoru u razdoblju 2002. – 2008. iznosio je prosječno +15 % BDP-a, a 2011. postao je negativan zato što je smanjenje kredita poduzećima premašilo preostali kreditni tok u sektoru kućanstava. Krediti u privatnom sektoru više su se smanjili u razdoblju 2012. – 2013. Inflacijom je donekle neutraliziran omjer duga privatnog sektora i BDP-a zahvaljujući nazivniku (prikaz 3.26 i prikaz 3.27). Promjena u vrednovanju u obliku otpisa dugova bila je, unatoč ograničenom doprinosu, čimbenik u korporativnom sektoru.





Smanjivanje zaduženosti korporativnog sektora nastavlja se u sporijem ritmu. Refinanciranje duga, koje nije samo odraz tekuće potpore matičnih društava nego i sklonosti banaka da obnavljaju čak i zaduživanje rizičnim zajmoprimcima (stečajni postupci i naplata dugovanja složeni su i skupi postupci), moglo bi biti objašnjenje za relativno sporo razduživanje u korporativnom sektoru. Tekući i povećani zajmovi poduzećima pod javnim nadzorom pridonijeli su skromnijem ukupnom ritmu prilagodbe omjera korporativnog duga i BDP-a, kao i slabi gospodarski rezultati (za razliku od 2011.). Međutim, mjereno u odnosu na ukupnu imovinu (ili vlasnički udjel), omjer korporativnog duga neprestano je rastao tijekom tog razdoblja, što podrazumijeva povećanje financijskih rizika (prikaz 3.28).



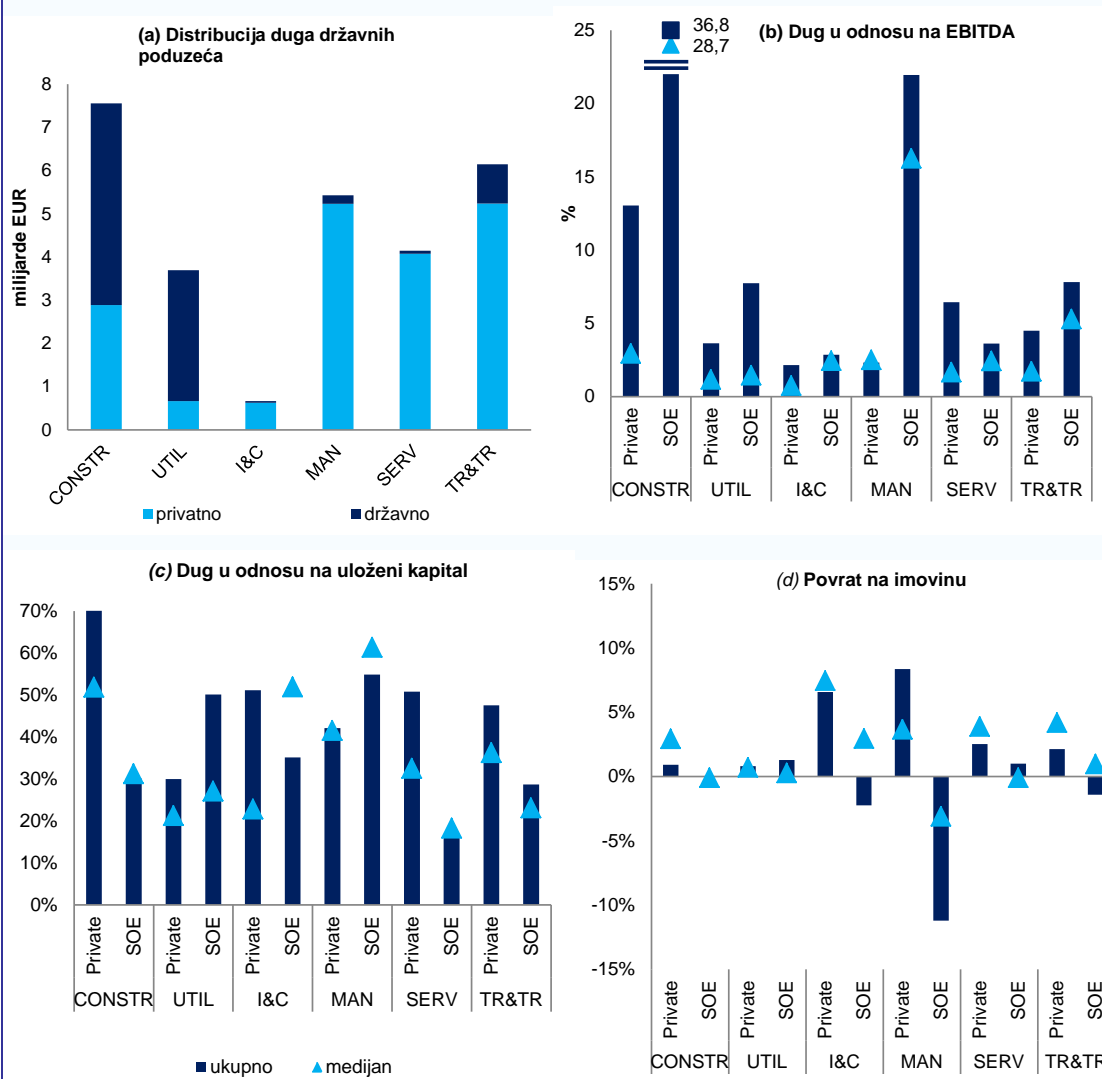
S pritiscima za razduživanje suočen je i sektor kućanstava. Oni proizlaze iz pogoršanja na tržištu rada i smanjenja raspoloživog prihoda. Tomu možda pridonose i negativni učinci na imovinu zbog pada cijena stambenih nekretnina i vlasničkih udjela.⁽²⁹⁾ Zbog toga je došlo do smanjenja određenih vrsta potrošačkih kredita (osobito za automobile i kredite po kreditnim karticama). Nepodmireni stambeni krediti, na koje otpada gotovo polovina ukupnog duga kućanstava, relativno su stabilni, čime se sprečava još intenzivniji rebalans njihovih obveza. Razlog za to uglavnom su već navedeni negativni učinci deviznog tečaja koji se odnose na povećanje vrijednosti švicarskog franka (vidi odjeljak 3.3).⁽³⁰⁾ Ranjivosti ipak ostaju ograničene zbog relativno niske razine duga kućanstava u odnosu na prosjek EU-a.

⁽²⁹⁾ Godine 2013. cijene nekretnina smanjene su za 30 % u odnosu na vrhunac 2008. U istom je razdoblju vrijednost Crobexa, glavnog indeksa Zagrebačke burze, smanjena za oko 65 %.

⁽³⁰⁾ Stambeni krediti denominirani u švicarskom franku dosegli su 2008. oko 40 % i njihov je udjel u ukupnoj masi stambenih kredita duže vrijeme bio relativno stabilan zbog povećanja vrijednosti švicarskog franka.

Okvir 3.3: Financijska uspješnost poduzeća, uključujući državna poduzeća

Visoka razina korporativnog duga, kako je opisano u ovom poglavlju, koncentrirana je u nekoliko neprofitabilnih sektora i poduzeća u državnom vlasništvu. ⁽³¹⁾ U prikazu 1 naznačeni su bruto iznosi duga prema sektorima kako bi lakše tumačila ozbiljnost problema koja proizlazi iz omjera u sljedećim prikazima.



U prikazu 1b vidljivi su sektori s velikim dugom u odnosu na prihode dostupne za njegovo financiranje, standardni omjer duga i dobiti prije poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA). ⁽³²⁾ Kategorije građevina, nekretnine i „druge usluge” imaju visoku ukupnu zaduženost, a državna su poduzeća u svim kategorijama zaduženija od nedržavnih, osim u „drugim uslugama”. ⁽³³⁾ Gotovo šestina analiziranih subjekata bilježi negativan EBITDA u 2012. Razina i opseg financijske slabosti u skladu je sa sve većim udjelom loših bankarskih kredita obrađenih u pododjeljku 3.3.

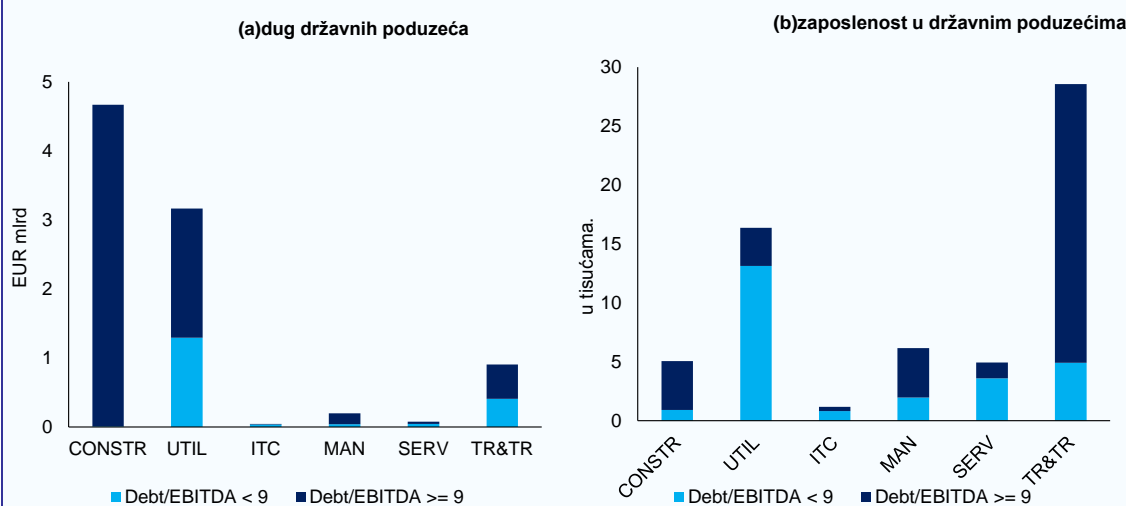
(nastavak na sljedećoj stranici)

Okvir (nastavak)

Iz prikaza 1c očitava se stupanj oslonjenosti na dug pri ukupnom financiranju privatnih i državnih poduzeća, pri čemu se potvrđuje visoka zaduženost građevinarstva i „drugih usluga”. ⁽³⁴⁾ Gornji kraj razdiobe poduzeća (nije prikazano) u znaku je velike zaduženosti u većini sektora, osobito državnih poduzeća. Trenutačni problemi zaduženosti nisu samo rezultat smanjenih prihoda nego i odraz velike zaduženosti kao značajke u kapitalnoj strukturi. U privatnom sektoru relativno su zaduženi segmenti informacija i komunikacija, proizvodnje te trgovine i prometa. U nekim će slučajevima biti potrebno restrukturiranje duga kako bi se financijska struktura učinila učinkovitijom (vidi okvir 3.4. o predstečajnim postupcima).

Prikaz 1c slika je niske ukupne profitabilnosti poduzeća u nekoliko sektora, mjereno povratom na imovinu. Ukupno gledano, državna su poduzeća manje profitabilna od privatnih u svim sektorima. Prema ukupnim podacima, državna poduzeća u segmentima informacija i komunikacija, proizvodnje te trgovine i prometa gube vrijednost. ⁽³⁵⁾ Iznosi na 50. i 75. percentilu upućuju na vrlo dobre rezultate nekih privatnih subjekata, ali ne i državnih poduzeća.

Ti rezultati pridonose kontekstualizaciji bankarskih strategija usredotočenih na kreditiranje državnih poduzeća (vidi okvir 3.6. u pododjeljku 3.3.) i neizravno potvrđuju da se time kreditno pouzdana privatna poduzeća stavljaju u nepogodniji položaj.



Prikazi 2a i 2b odnose se na političku relevantnost visoke razine duga u državnim poduzećima. Ako se kao granična vrijednost umjerenog duga uzme EBITDA pomnožen faktorom 9 ⁽³⁶⁾, dug prezaduženih državnih poduzeća obuhvaćenih ovom analizom krajem 2012. premašuje 7 milijardi EUR. U tim državnim poduzećima zaposleno je 37000 osoba. Pritom je riječ o kvantificiranju prvog reda potencijalnih fiskalnih obveza koje proizlaze iz vlasništva države, o čemu se govori u pododjeljku 3.2.

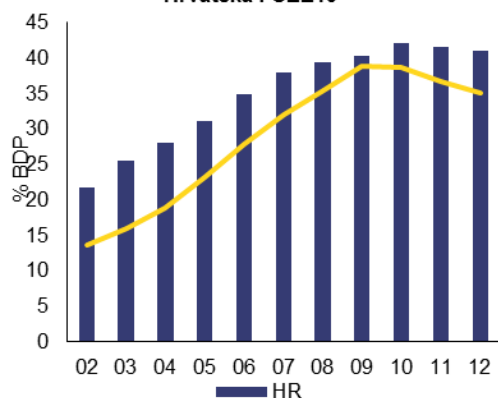
⁽³⁴⁾ Udjel duga u ukupnom uloženom kapitalu (zajmovni + vlasnički kapital) odraz je financijske poluge subjekta i ukazuje u većoj mjeri na odabir financiranja (visoka razina dugova preuzetih prije krize) nego na učinke u nazivniku (tj. udar na prihode tijekom krize).

⁽³⁵⁾ Uzročno-posljedična veza između državnog vlasništva i slabog poslovnog uspjeha, ako i postoji, može biti dvosmjerna. Gubitci u državnim poduzećima mogu se međutim duže podnositi.

⁽³⁶⁾ Poduzeće bez konkretnih izgleda za rast može se smatrati prezaduženim čak i uz iznos 5x EBITDA, ali korištenjem višeg praga (9x) uzima se u obzir niži EBITDA zbog recesijskog konteksta 2012.

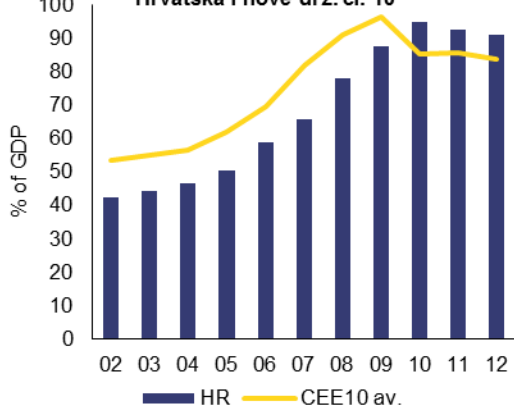
Usporedba među zemljama pokazuje da je hrvatski privatni sektor najduženiji u odnosu na zemlje u regiji. Iako su se tijekom godina gospodarskog uzleta kućanstva i poduzeća u Hrvatskoj zaduživala brzinom usporedivom sa skupinom CEE10, recesija je u Hrvatskoj nastupila kasnije pa je i ritam razduživanja bio sporiji (prikaz 3.29 i prikaz 3.30). Zbog toga su krajem 2012. hrvatska poduzeća i kućanstva bila zaduženija nego subjekti u skupini CEE10 – kućanstva za 6 postotnih bodova BDP-a, a poduzeća za 7,1 postotni bod BDP-a. To bi moglo nepovoljno utjecati na prognozu gospodarskog rasta i konkurentnosti.

Prikaz 3.29: Zaduženost kućanstava - Hrvatska i CEE10



Source: Eurostat

Prikaz 3.30: Zaduženost nefin. korp.: Hrvatska i nove drž. čl. 10



Source: Eurostat

Ograničenja u ponudi pridonijela su postupnom razduživanju gospodarstva nakon smanjenja financiranja preko matičnih

društava u bankarskom sektoru u stranom vlasništvu. Taj je proces osobito bio prisutan 2012. i označio je zaokret od financiranja prekograničnim poslovima prema domaćem financiranju. Nagli pad stranih obveza banaka (gotovo jedna četvrtina u razdoblju od vrhunca krajem 2011. do kolovoza 2013.) odražava razmjere smanjenja vanjskog financiranja u financijskom sektoru, što je djelomično ublaženo neutralizacijom protucikličkih mjera u nadležnosti monetarnih tijela. Ritam razduživanja banaka usporen je 2013., a povećanjem domaće štednje kompenziran je nedostatak stranog financiranja. To je pridonijelo umanjenju utjecaja mogućeg odljeva kapitala, primjerice zbog potencijalnog daljnjeg smanjenja financiranja preko stranih banaka u svjetlu strožeg reguliranja kapitala i tekućih prilagodbi bilance.

Hrvatska narodna banka (HNB) aktivno je osiguravala dostatnu likvidnost u sustavu kako bi potaknula kreditne tokove. ⁽³⁷⁾ Međutim, ti su naponi dosad bili nedostadni da bi kompenzirali smanjenu potražnju za korporativnim kreditima koja je uzrokovana recesijom. Nadalje, zajmodavci su postali oprezniji kako bi zaustavili pogoršanje vlastitih bilanci, što se odražava u naglom povećanju udjela loših kredita. ⁽³⁸⁾ Zbog negativnog lančanog djelovanja povezanog sa sve nepovoljnijom dinamikom javnog duga (vidi odjeljak 3.3.3.) domaće su banke sve povezanije s financiranjem države: od 2008. veći je dio rastućih potreba za financiranjem države riješen na domaćem tržištu. To bi moglo izložiti banke riziku i umanjiti dostupnost kredita za privatni sektor ako se rast javnog duga ne usmjeri na put održivosti. ⁽³⁹⁾ Čini se međutim da je rizik od kreditne krize umanjen zahvaljujući još uvijek snažnom, dobro kapitaliziranom i likvidnom bankarskom sustavu u stranom vlasništvu,

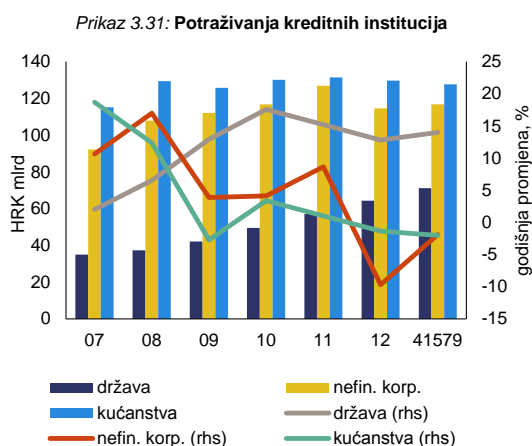
⁽³⁷⁾ U pokušaju da poveća likvidnost i potakne korporativne kredite, Hrvatska je narodna banka početkom 2009. smanjila zahtjeve za kapitalne rezerve i deviznu likvidnost poslovnih banaka. Nedavno je odlučila dodatno smanjiti zahtjeve za obvezne rezerve s 13,5 % na 12 %, što vrijedi od prosinca 2013.

⁽³⁸⁾ Udjel loših kredita u privatnom sektoru u ukupnoj kreditnoj masi iznosio je krajem 2013. gotovo 16 % u odnosu na manje od 5 % krajem 2008.

⁽³⁹⁾ Nepovoljna fiskalna kretanja pridonose znatnoj razlici u prinosima državnih obveznica, zbog čega rastu troškovi financiranja u bankarskom sektoru. Godine 2013. ugovori o razmjeni na osnovi nastanka statusa neispunjenja obveza sve su se više razlikovali u odnosu na usporedive zemlje EU-a.

funkcionirajućem tržištu kapitala i obvezivanju stranih matičnih banaka u okviru Bečke inicijative za održavanje likvidnosti u regiji.

Čimbenici na strani ponude mogli bi pridonijeti daljnjem razduživanju privatnog sektora dok se banke usmjeravaju na kredite državi i državnim poduzećima. Čini se da se od kraja 2011. krediti privatnom sektoru postupno zamjenjuju kreditima državi. Dok se iznos kredita državi povećao od 2011. za 14 milijardi HRK, potraživanja kreditnih institucija u nefinancijskom privatnom sektoru smanjila su se za sličan iznos (vidi prikaz 3.31). Čini se međutim da je pad u privatnom sektoru uglavnom povezan sa smanjenjem potražnje kućanstava i poduzeća zbog tekućeg čišćenja njihovih bilanci i vrlo slabe gospodarske aktivnosti. Tomu su znatno pridonijeli i jednokratni čimbenici, primjerice državno preuzimanje korporativnih kredita.



Izvor: službe Komisije na temelju podataka HNB-a

Vlada je poduzela mjere za jačanje predstečajnih postupaka (vidi okvir 3.4). Tim bi se koracima mogao olakšati postupak razduživanja u gospodarstvu, osobito korporativnog sektora. Istodobno bi regulatorna nesigurnost – uključujući oporezivanje i moguće uvođenje energetskih certifikata pri prodaji određenih stambenih nekretnina – mogla pridonijeti smanjenju potražnje kućanstava za kreditima i smanjenju aktivnosti. Čini se da je u sektoru kućanstava održana platna disciplina te da su kućanstva u boljem položaju da podnesu srednjoročne pritiske razduživanja, među ostalim i zbog njihove relativno niske početne zaduženosti. Bez obzira na to mogući će uspon

potrošačkih kredita uglavnom ovisiti o preokretanju negativnih kretanja na tržištu rada i u prihodu kućanstava. Negativni rizici na taj način pridonose dugotrajnoj recesiji umanjujući platežnu moć kućanstava.

3.2.2. Javni dug

Tekući pritisci za razduživanje u privatnom sektoru pojavljuju se u trenucima znatnih fiskalnih izazova za cijelu zemlju. Kako se razduživanje u privatnom sektoru odražava u slabijim ulaganjima i slabijoj potrošnji kućanstava, tako se i prihodi smanjuju, čime se ističe konsolidacijski izazov u području javnih financija i povećava mogućnost nepovoljnog djelovanja na realno gospodarstvo.

Fleksibilnom fiskalnom politikom tijekom cikličnog uspona ograničene su mogućnosti Hrvatske za protucikličnim odgovorom na početku krize. Dugotrajna recesija uzrokovala je trajne gubitke u poreznim prihodima koji su tek djelomično neutralizirani mnogim povećanjima neizravnih poreza, uglavnom PDV-a i trošarina (prikaz 3.32). Pritisci koji proizlaze iz rashodovne strane proračuna mogli su se ublažiti odlučnim reformama javne uprave te zdravstvenog i mirovinskog sustava, ali to je odgođeno. Ukupnom rashodovnom pritisku znatno su pridonijele i znatne subvencije i kontinuirano ubrizgavanje kapitala u državna poduzeća koja posluju s gubitcima. Osim toga fiskalni je položaj dodatno pogoršan zbog većeg kamatnog opterećenja proračuna nakon aktiviranja državnih jamstava za kredite državnim poduzećima (većinom u međuvremenu privatiziranom sektoru brodogradnje).⁽⁴⁰⁾

Deficit opće države u Hrvatskoj u razdoblju 2009. – 2013. prosječno je iznosio 6,1 % BDP-a. Taj se iznos, u kojemu se odražava negativan utjecaj recesije na javne financije, ne razlikuje bitno od državnih deficita zabilježenih u skupini CEE10 (prikaz 3.33), ali izaziva veću zabrinutost

⁽⁴⁰⁾ Državna su se jamstva za javna poduzeća, uglavnom povezana s neprofitabilnim subjektima u sektorima prometa i brodogradnje, gotovo utrostručila u razdoblju 2007. – 2011. na više od 14 % BDP-a. Na temelju nedavnog restrukturiranja brodogradnje, u skladu s uvjetima pristupanja EU-u, država je morala preuzeti dugove u iznosu od 6,6 milijardi HRK (2 % BDP-a) i osigurati servisiranje kredita koji trenutačno opterećuju rashodovnu stranu proračuna.

Okvir 3.4: Propisi o predstečajnoj nagodbi

Zakon o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi stupio je na snagu 1. listopada 2012. u cilju pružanja rješenja za ubrzani rast zaduženosti u gospodarstvu u krizi pronalaženjem alternative složenim, skupim i dugotrajnim stečajnim postupcima u zemlji. Postupkom se nastoji olakšati financijsko restrukturiranje poduzeća u problemima, ali se njime pojedinačnim dužnicima poput trgovaca pojedinaca i obrtnika daje i mogućnost nagodbe. Osim pružanja održivog rješenja za dužnike, smatra se korisnim za dužnike u pogledu pojednostavnjenih postupaka za naplatu obveza i viših stopa povrata u usporedbi s onima u okviru standardnog stečajnog postupka.

Rezultati tijekom prve godine provedbe spomenute mjere bili su ohrabrujući, iako su od njezina početka uočene određene rupe u zakonu. Predstečajnom nagodbom nije se samo zaustavila akumulacija obveza već se njome u spomenutom razdoblju uspio smanjiti ukupan iznos zakašnjelih plaćanja za gotovo 10 milijardi HRK na 34 milijarde HRK na kraju listopada (vidi prikaz 1.). Prema izračunu nadležnih tijela, broj nesolventnih društava (uključujući trgovce pojedince i obrtnike) smanjio se za 20 % i spašeno je oko 15 000 radnih mjesta.

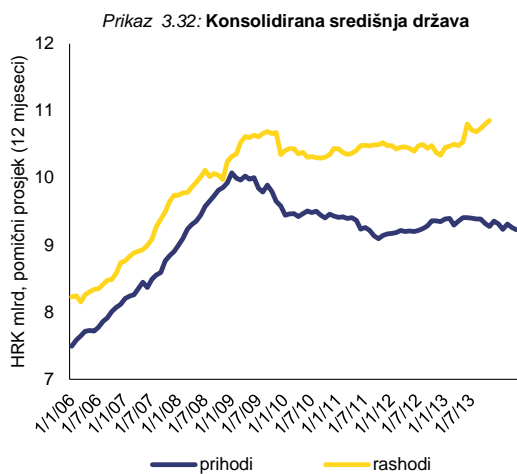
Unatoč takvim pozitivnim događanjima i dalje postoji niz manjkavosti. Uloga države nije dovoljno dobro utvrđena jer ona sudjeluje i kao vjerovnik i kao administrator u postupku izvansudskog rješavanja sporova. Postupkom bi se mogao poticati moralni hazard na način da neodrživa društva traže odgodu standardnog stečajnog postupka (u pokušaju izbjegavanja primjene prava vjerovnika na pokretanje ovršnog postupka) ili poticanjem zdravih društava da traže korekciju dugovanja. Razlog za potonju mogućnost mogao bi biti iznos potraživanja društava za restrukturiranje – riječ je o gotovo 53 milijarde HRK ili 16 % BDP-a u razdoblju od nešto više od godine dana. Problemi s učinkovitom provedbom propisa proizlaze iz još uvijek slabe sposobnosti institucija u zemlji, ali i iz raznih nedorečenosti u zakonskim definicijama zbog kojih su bile potrebne četiri izmjene u razdoblju od oko godine dana.



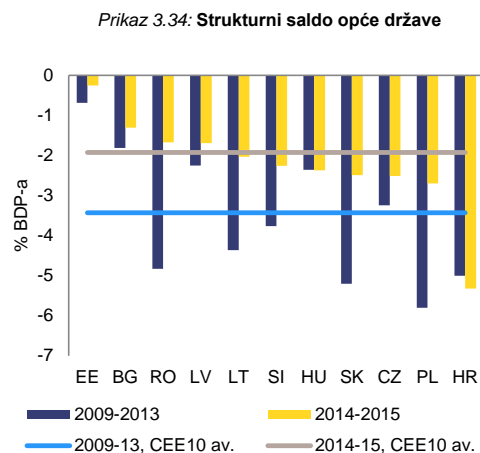
zbog relativno veće razine duga i lošije kratkoročne prognoze rasta. U Komisijinoj zimskoj prognozi 2014. navode se

poboljšanja proračunskog deficita za 2014. – 2015., uglavnom kao rezultat jednokratnog djelovanja prijenosa dijela imovine iz drugog mirovinskog stupa – privatnog – u prvi mirovinski

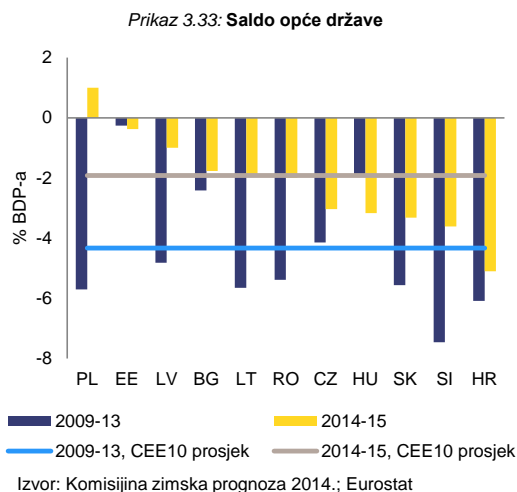
stup (državni). Na temelju računovodstvenih pravila ESA95, koje će u rujnu 2014. zamijeniti ESA2010, ukupni deficit opće države trebao bi se smanjiti na 5,4 % BDP-a u 2014. odnosno 4,7 % BDP-a u 2015. Iz toga se može izvesti promjena u srednjoročnim fiskalnim kretanjima Hrvatske. Strukturni proračunski deficit Hrvatske procjenjuje se na prosječno 5,3 % BDP-a u razdoblju 2014. – 2015., u odnosu na 2,2 % u skupini CEE10 (vidi prikaz 3.34).



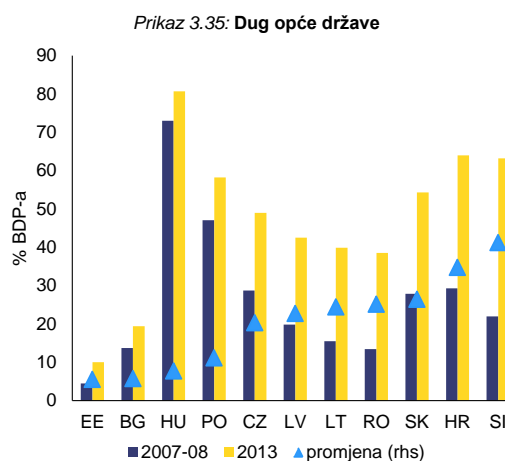
Izvor: Ministarstvo financija; službe Komisije



Izvor: Komisijina zimska prognoza 2014.; Eurostat



Izvor: Komisijina zimska prognoza 2014.; Eurostat



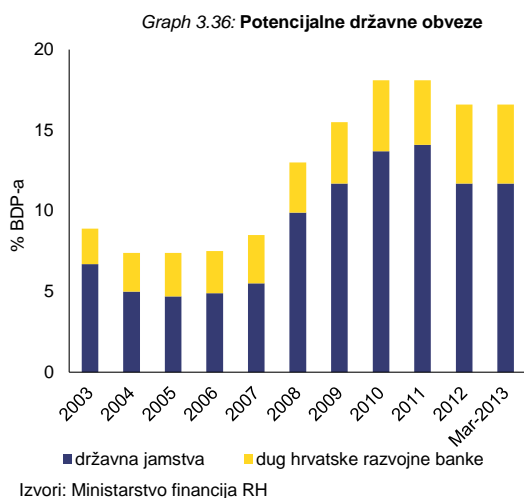
Izvor: službe Komisije; Eurostat

Postojan primarni proračunski deficit, sve veći kamatni troškovi i negativna prilagodba stanja i tokova pridonijeli su od početka krize znatnom pogoršanju duga opće države. Ta kretanja, u kombinaciji s nominalnim BDP-om ispod razine iz 2008., potaknula su u četiri godine rast omjera državnog duga i BDP-a za gotovo 30 postotnih bodova na procijenjenih 64,9 % krajem 2013. (prikaz 3.35).⁽⁴¹⁾ Iako je taj omjer i dalje ispod prosjeka EU-a, jedan je od najvećih u odnosu na države članice srednje i istočne Europe te podliježe mnogim rizicima održivosti.

Relativno kratko dospijeće javnog duga utječe na održivost i upravljanje dugom. Zemlja se izlaže rizicima koji proizlaze iz mogućeg pogoršanja uvjeta financiranja na svjetskim tržištima, što će dodatno povećati ionako visoke troškove zaduživanja. Državne potrebe za financiranjem, kojima je obuhvaćeno refinanciranje dugova (uključujući srednjoročni dug) i neto državno davanje/primanje kredita, nastavit će rasti i dosegnuti gotovo 20 % BDP-a u 2014. Iako su obnavljanja, uključujući instrumente denominirane u stranim valutama, koncentrirana na prve mjesec u godini, država se u 2014. već znatnim dijelom pretfinancira.

⁽⁴¹⁾ Vidi Europska komisija (2014.)

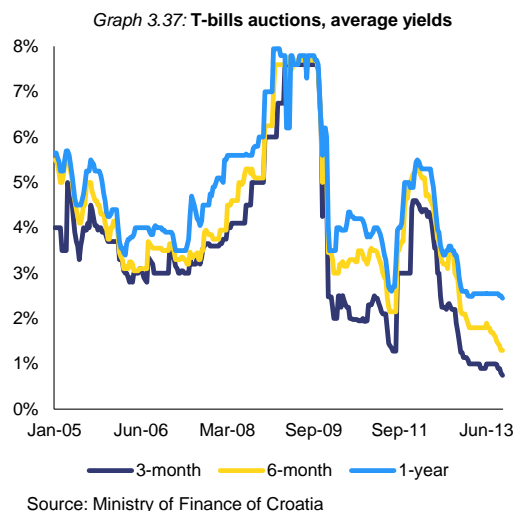
Slaba državna poduzeća nepovoljno će utjecati na javne financije. Njihove su obveze katkad prelazile u državnu bilancu i na taj način pridonosile rastu deficita i zaduženosti tijekom zadnjih godina. U nedostatku ozbiljnijih napora za restrukturiranje poduzeća u željezničkom sektoru i sektoru cestovne infrastrukture – glavnim primateljima državnih jamstava – rizik od povećanja duga i dalje je znatan.



Zbog visokog udjela deviza u javnom dugu Hrvatska je izložena mogućim promjenama tečaja.⁽⁴²⁾ U mnogim empirijskim ispitivanjima ističu se nepovoljni šokovi u deviznom tečaju kao prijetnja održivosti hrvatskog duga.⁽⁴³⁾ Te bi prijetnje trebalo sagledati u svjetlu uspješne prakse Hrvatske narodne banke da osigura stabilnost lokalne valute u odnosu na euro; takva je politika nužna zbog visoke razine euroizacije gospodarstva. Međunarodne rezerve, u kombinaciji sa znatnim prihodima od deviznog poslovanja, pridonose stabilnosti lokalne valute.

Nekoliko čimbenika pridonosi smanjenju rizika javnih financija. Hrvatska profitira od relativno dubokog financijskog tržišta koje je dosad uspješno rješavalo potrebu za financiranjem države po relativno niskoj cijeni. To se odnosi i na kratkoročno financiranje (pokriveno uglavnom preko poslovnih banaka) i na dugoročno financiranje (institucionalni ulagatelji: mirovinski

fondovi). Visoka likvidnost bankarskog sustava, koju prati ekspanzivna politika središnje banke, preklapa se s razdobljem slabe potražnje za kreditima u realnom sektoru i potiče zajmodavce da se usredotoče na financiranje države, što je u 2013. troškove domaćeg kreditiranja spustilo na rekordno nisku razinu (prikaz 3.37). Unatoč spuštanju kreditnog rejtinga Hrvatska je u studenome 2013. uspješno povukla sredstva s međunarodnog tržišta. Treba međutim napomenuti da sve veći troškovi servisiranja vanjskog duga znatno opterećuju proračun i umanjuju mogućnost potrošnje usmjerene na rast u razdoblju obilježenom niskim prihodima i nedostatnim reformiranjem rashodovne strane.



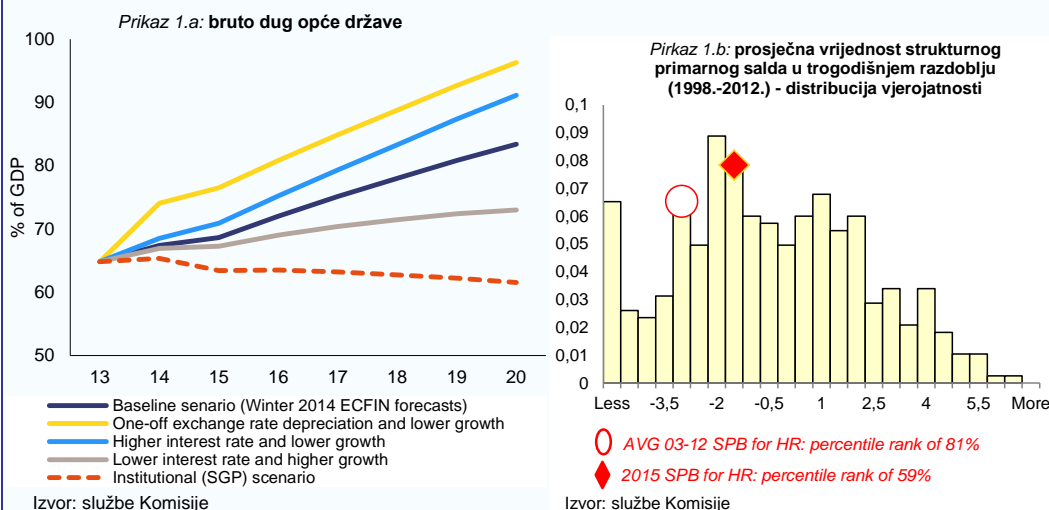
⁽⁴²⁾ Krajem 2013. oko 75 % državnog duga bila je u stranoj valuti.

⁽⁴³⁾ Vidi Sopek (2011.) i Hrvatska narodna banka (2013.).

Okvir 3.5: Analiza održivosti javnog duga

U ovom je okviru ponuđena ocjena održivosti javnog duga Hrvatske primjenom modela za praćenje održivosti duga (DSM) koji su izradile službe Komisije. Simulacije duga⁴⁴ kojima je polazište Komisijina zimska prognoza 2014. temelje se na pretpostavki o nemijenjanju politika, što znači da se razmatraju samo one mjere fiskalne konsolidacije koje su obuhvaćene prognozom.⁴⁵

Prema osnovnom scenariju iz analize održivosti duga izradene primjenom modela službi Komisije (prikaz 1.a) javni dug Hrvatske i dalje će se povećavati i krajem 2020. dosegnuti 83 % BDP-a. Omjer duga i BDP-a krajem 2020. premašit će 90 % prema dvama negativnim scenarijima uvrštenima u model. Ako se naglasak stavi na dinamiku deviznog tečaja i pretpostavi da će deprecijacija lokalne valute u odnosu na euro kontinuirano biti 10 %⁴⁶, a rast BDP-a niži od očekivanog⁴⁷, procjenjuje se da će javni dug narasti do 96 % BDP-a. To je odraz visokog udjela deviznog duga koji je koncem 2013. bio veći od 70 % ukupnog duga. Slična negativna krivulja zaduženosti pojavljuje se prilikom ispitivanja nepovoljne dinamike i osjetljivosti BDP-a u pogledu kamatnih stopa radi otkrivanja mogućih povećanih pritiska na financijska tržišta koji bi mogli dovesti do povećanja troškova financiranja.⁴⁸



Simuliran je i pozitivan scenarij mogućih poboljšanja u gospodarskom kontekstu, djelomično uzrokovanih potencijalnim povoljnim učinkom apsorpcije sredstava EU-a na gospodarstvo. Ti pozitivni učinci poprimili bi oblik većeg rasta i nižih kamatnih stopa za novi i preneseni dug. U tom slučaju krivulja rasta BDP-a raste u odnosu na osnovni scenarij, a kamatne se stope za novi i preneseni dug smanjuju.⁴⁹ Prema ovom scenariju, dug opće države trebao bi se i dalje povećavati (s obzirom na primarni deficit predviđen za 2015.) do 72 % BDP-a koji bi dosegnuo 2020., ali znatno manjom brzinom.

To pokazuje da se smanjenje duga može postići samo uz provedbu daljnje fiskalne konsolidacije. Isto tako, prethodni rezultati hrvatskog strukturnog primarnog salda, rangirani u 81. percentil (vidi prikaz 1.b) nisu se

(nastavak na sljedećoj stranici)

Okvir (nastavak)

pokazali dovoljno ambicioznima u odnosu na ostale države članice EU-a.⁵⁰ Taj niski rang uvelike je odraz ranijeg niskog omjera duga u Hrvatskoj koji je omogućio razmjerno nepostojan strukturni primarni saldo. Isto tako, ostvarivanje i zadržavanje strukturnog primarnog deficita od -1,3 % BDP-a ne čini se previše zahtjevnim u odnosu na prethodnu realizaciju jer odgovara 59. percentilu u distribuciji, što pokazuje da ima prostora za poduzimanje dodatnih konsolidacijskih mjera.

Stoga je razmotren peti, „institucionalni” scenarij prema kojem se prilagodbe strukturnog primarnog salda određuju u skladu s fiskalnim naporima preporučenima u okviru EDP-a (poboljšanje strukturnog primarnog salda od 1,8, 0,9 odnosno 0,3 postotna boda BDP-a u razdoblju od 2014. do 2016.) dok se prekomjerni deficit ne ispravi. Nakon toga se provode dodatni strukturni konsolidacijski naponi dok se ne ostvari i zadrži srednjoročni cilj.⁵¹ Povratni učinak fiskalne konsolidacije na rast BDP-a primijenjen je razmjerno razlici između predviđenih fiskalnih napora (promjena primarnog strukturnog salda) i poduzetih fiskalnih napora. Prikaz 1.a pokazuje da bi se poštovanjem tih fiskalnih pravila omjer duga i BDP-a do 2020. stabilizirao na oko 62 % BDP-a.⁵²

Ukratko, analiza održivosti duga pokazuje da se omjer duga i BDP-a može stabilizirati samo ako se ostvari i održi znatna fiskalna prilagodba, što podrazumijeva korekciju prekomjernog deficita do 2016. i usmjeravanje daljnje fiskalne prilagodbe ka ostvarivanju srednjoročnog cilja. Strukturni bi se deficit tako smanjio s 5,6 % BDP-a u 2014. do srednjoročnog cilja od -1,5 % BDP-a u 2017.

Na dug i fiskalne rizike utječe i državno upravljanje imovinom. Banke su prije krize uspješno privatizirane, što je donijelo prihode i povećalo stabilnost u sektoru (vidi odjeljak 3.3.). Privatizacija je nastavljena u sporijem ritmu, uz ograničenu želju ulagatelja da tijekom krize ulažu u preostalu državnu imovinu, tako da vlada nije ostvarila svoje ciljeve u vezi s prihodima od prodaje za 2013. Planira se prodaja najveće osiguravajuće kuće i koncesija autocesta, što bi dovelo do znatnog povećanja prihoda 2014. i pozitivno utjecalo na dinamiku javnog duga. Restrukturiranje problematičnih državnih poduzeća moglo bi imati neizravan i povoljan učinak zbog smanjenja potencijalnih obveza i mogućih budućih državnih rashoda (u obliku subvencija i troškova dokapitalizacije). Teret

potencijalnih obveza već je smanjen zahvaljujući restrukturiranju sektora brodogradnje, a mogao bi se dodatno smanjiti ubrzanom reorganizacijom željezničkog sektora.

3.3. PROBLEMI MONETARNOG I FINANCIJSKOG SEKTORA

Hrvatska se suočava s posljedicama razdoblja brzog kreditnog rasta koji su poticale unutarnje i vanjske financijske institucije. Iako su nadležna tijela provodila makrobonitetne mjere u cilju ograničavanja pozajmljivanja od banaka pod domaćim nadzorom, zaduženost je rasla vrlo brzo zbog vanjskog pozajmljivanja (izravno od stranih matičnih banki hrvatskih društava kćeri) i posuđivanjem od financijskih posrednika koji nisu banke. Zbog sve lošijeg financijskog položaja korporativnog sektora, loši krediti (NPL) korporativnim dužnicima dosegli su visoke razine. Međutim, zbog konzervativnog pristupa makrobonitetnim propisima koji je primjenjivala Hrvatska narodna banka (HNB), posebno u vezi s razinama kapitala, banke su stvorile određenu otpornost koja se pokazala korisnom s obzirom na izazove s kojima su sada suočene zbog slabog gospodarstva.

Kako bi se ocijenilo u kojoj mjeri financijski sektor može pridonijeti neravnotežama i rizicima,

7 Rang pokazuje mjesto na kojem se nalaze analizirani ili predviđeni porezni naponi određene zemlje u ukupnom rasporedu poreznih napora svih država članica EU-a od 1998. do 2012.

8 Indikativni srednjoročni cilj za Hrvatsku iznosi -1,5 % BDP-a.

9 Konsolidacijski napor od 1,1 p.b. BDP-a negativno utječe na osnovni rast BDP-a za 0,5 p.b. iste godine. U Svjetskim gospodarskim izgledima MMF-a iz listopada 2010. može se naći podatak da fiskalna konsolidacija od 1 % BDP-a obično smanjuje rast BDP-a za 0,5 % u razdoblju od dvije godine. Taj rezultat temelji se na fiskalnim mjerama za smanjenje deficita u 15 naprednih gospodarstava (Australija, Belgija, Kanada, Danska, Finska, Njemačka, Irska, Italija, Japan, Portugal, Španjolska, Švedska, UK, SAD) provedenima u razdoblju 1980. – 2009.

ovaj odjeljak započinje kratkim pregledom makrobonitetne politike u razdoblju koje je prethodilo krizi. Nakon toga slijedi pregled monetarne i tečajne politike, a završava analizom situacije bankarskog sektora.

3.3.1. Makrobonitetna politika u Hrvatskoj u razdoblju koje je prethodilo krizi

Makrobonitetna i monetarna/tečajna politika u Hrvatskoj usko su međusobno povezane. Nadležna tijela nastojala su internalizirati moguće rizike, koji su prijetili financijskoj stabilnosti, povezane s činjenicom da je riječ o gospodarstvu podložnom nestabilnim tokovima kapitala s visokim stupnjem euroizacije. U okruženju brze financijske liberalizacije s nedovoljnom potporom fiskalnih politika, HNB se oslanjao na makrobonitetne mjere kako bi ograničio bilančne rizike za banke, usporio ritam kreditnog rasta i povećao otpornost bankarskog sektora na ranjivosti financijske euroizacije.

Upravljanje bilančnim rizikom

Ograničenjima bankovnih neto otvorenih deviznih pozicija nastojale su se izbjeći valutne neusklađenosti u bankovnim bilancama. Povećavanjem ili smanjivanjem ograničenja HNB može utjecati na kreditne uvjete. Ograničenje je isprva određeno na 20 % regulatornog kapitala, ali je ta razina podignuta na 30 % tijekom krize, najviše kako bi se bankama omogućilo da prihvaćaju devizne kredite ili depozite a da ne moraju povećati svoju imovinu.

Nadležna tijela nastojala su uzeti u obzir neizravni kreditni rizik za banke koji proizlazi iz valutne neusklađenosti u bilancama dužnika. HNB je od 2004. postrožio kapitalne zahtjeve za pozajmljivanje u stranoj valuti višim ponderima rizika na kredite denominirane ili indeksirane u stranoj valuti. Od sredine 2006. dodatnih 25 % pondera rizika moralo se primijeniti za kredite u stranim valutama odobrene nezaštićenim dužnicima, a početkom 2008. taj se dodatak povisio na 50 %. Spomenute su se mjere morale ukinuti početkom 2010. zbog provedbe propisa Basel II. kojima su se zabranili viši ponderi rizika za devizne kredite. HNB je odgovorio podizanjem potrebne minimalne stope kapitala s 10 % na 12 %. Na temelju Basela II. HNB je sada izričito

odgovoran za valutno inducirani kreditni rizik u postupku nadzorne provjere (stup 2.).

Mjere za sprječavanje rasta kredita i povećanje pričuvnog zaštitnog sloja

Uvedene su mjere kako bi se usporio ritam rasta kredita. Prva mjera za provedbu bila je „rezerva za kreditni rast” (od 2003. do početka 2004.) u okviru koje se tražilo od banaka da kupe obveznice središnje banke s niskim prinosima u slučaju kreditne ekspanzije veće od 4 % u određenom tromjesečju. Ta je mjera bila djelomično učinkovita u pogledu rasta pozajmljivanja, ali je rezultirala i izbjegavanjem jer se aktivnost pozajmljivanja preusmjerila na društva za najam ili je zamijenjena izravnim prekograničnim pozajmljivanjem od matičnih banaka. Uz to, moguće je da se njome narušilo tržišno natjecanje jer se manje banke odvratile od bržeg širenja i stjecanja udjela na tržištu.

Riješile su se neke negativne nuspojave makrobonitetnih mjera. Od sredine 2004. „rezerva za kreditni rast” zamijenjena je mjerom usmjerenom na bankovne vanjske izvore financiranja. Takozvanom „graničnom obveznom pričuvom” banke se obvezale da deponiraju između 24 % (2004.) i 55 % (od kraja 2005.) svojih novonastalih stranih obveza na račune u središnjoj banci na kojima se ne zaračunavaju kamate.⁽⁵³⁾ Od početka 2006. granična obvezna pričuva dopunjena je „posebnom obveznom pričuvom” koja se trebala primjenjivati na bankovne obveze po novoizdanim vrijednosnim papirima. Obje mjere uklonjene su nakon početka krize u listopadu 2008. kako bi se omogućilo matičnim bankama da podupiru svoja društva kćeri. U razdoblju 2007. – 2009. uvedena je revidirana verzija pričuve za kreditni rast koja je sad obuhvaćala širi skup imovine i smanjivala gornju granicu rasta pozajmljivanja na 1 % mjesečno.

Koristilo se i obveznom pričuvom za depozite, a ona je varirala od 17 % do 19 % u razdoblju prije krize. HNB je od prosinca 2008. smanjivao razinu obvezne pričuve u nekoliko koraka kako bi

⁽⁵³⁾ Tim povećanjem regulatornih troškova za strano pozajmljivanje potaknulo se matične banke da povećaju stope kapitala svojih društava kćeri umjesto da odobre kredite, čime se djelomično objašnjavaju visoke stope kapitala hrvatskih društava kćeri.

potaknuo pozajmljivanje i pomogao vladinim programima namijenjenima davanju jeftinih kredita korporativnom sektoru. U prosincu 2013. obvezna pričuva iznosila je 12 %.

Upravljanje likvidnošću

S obzirom na to da se HNB suočio s ograničenjima pri obavljanju svoje funkcije zajmodavca kao zadnjeg rješenja za izrazito euroiziran bankarski sustav, banke su morale stvoriti vlastite devizne likvidne pričuve. „Obvezna devizna likvidna pričuva” uvedena je 2003., čime je propisano da banke drže 35 % svojih ukupnih deviznih obveza (uključujući depozite) u likvidnoj imovini s dospjećem od najviše tri mjeseca. Stopa je snižena u nekoliko koraka tijekom krize, pa je 2013. iznosila 17 %.

Ocjena i izazovi

Bankama se makrobonitetnim politikama osiguralo stvaranje kapitala i zaštitnog sloja likvidnosti, koji su bili korisni za vrijeme krize. Posebno se graničnom i posebnom obveznom pričuvom te višim ponderima rizika primijenjenima na devizne kredite nezaštićenim dužnicima pridonijelo stvaranju značajne sposobnosti pokrivanja gubitaka, sa stopom adekvatnosti kapitala od oko 20 % za najveće banke. Bankarski sektor bio je i dobro pripremljen za suočavanje s gotovo potpunim prestankom stranog priljeva krajem 2008./početkom 2009. zahvaljujući visokim zaštitnim slojevima devizne likvidnosti u sustavu.

Prema iskustvu u drugim zemljama, čak i dobro osmišljene makrobonitetne mjere za posljedicu mogu imati znatne propuste te je moguće da nisu u potpunosti učinkovite u sprječavanju kreditnog rasta.⁽⁵⁴⁾ S obzirom na postojanje ograničenja kreditnog rasta, društva kćeri u stranom vlasništvu pomogla su organizirati prekogranično zaduživanje u matičnim bankama i osnivanje društava za najam kako bi se dio kreditiranja preusmjerio s bilanci. Također, banke su pokušale zaobići obveznu deviznu likvidnu pričuvu nudeći depozite u

⁽⁵⁴⁾ Primjerice, Aiyar, Calomiris i Wieladek (2012.) zaključili su da se makrobonitetne mjere u Ujedinjenoj Kraljevini nisu bile u potpunosti korisne u sprječavanju agregatnog rasta kredita. Iako su regulirane banke smanjile svoje kreditiranje kao odgovor na strože kapitalne zahtjeve, značaj toga umanjen je povećanim kreditiranjem nereguliranih banaka.

kunama indeksirane u nekom tečaju. Iako su društva za najam dovedena pod nadzor nebankarske regulatorne agencije HANFA-e, a obvezna devizna likvidna pričuva proširena je kako bi obuhvatila i depozite indeksirane u stranoj valuti od 2006., sposobnost HNB-a da obuzda prekogranično kreditiranje i dalje je bila ograničena.

Iako je bankarski sektor uglavnom zaštićen od izravnog rizika deviznog tečaja, i dalje je izložen kreditnom riziku povezanom sa stranom valutom. Praksom odobravanja kredita denominiranih ili indeksiranih u stranoj valuti prenio se rizik deviznog tečaja na klijente banaka od kojih je veliki dio bio nezaštićen, iako poduzeća koja se bave izvozom i oko 10 % kućanstava imaju pristup stranim prihodima (doznake, turizam). U dominantnom segmentu kredita denominiranih u eurima rizik je ograničen zahvaljujući predanosti nadležnih tijela uvelike stabilnom deviznom tečaju HRK/EUR. Međutim u portfelju kredita denominiranih u švicarskim francima kreditni rizik počeo se pojavljivati u obliku povećanog broja loših kredita nakon rasta vrijednosti švicarskog franka u odnosu na kunu u jesen 2011. U međuvremenu je udjel loših kredita za kućanstva i dalje daleko manji od onoga za društva.

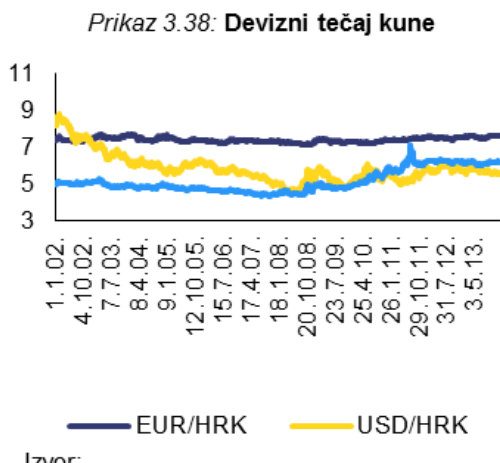
3.3.2. MONETARNI I TEČAJNI PROBLEMI

Održavanje uglavnom stabilnog deviznog tečaja kune u odnosu na euro ključni je element hrvatske gospodarske strategije. Devizni se tečaj kao nominalno sidro smatra važnim zbog dvaju glavnih razloga. Prvo, on služi kao ključno sidro za stabilnost cijena s obzirom na veliku ovisnost zemlje o uvozu. Drugo, važan je iz perspektive financijske stabilnosti zbog visokog stupnja izloženosti stranim valutama javnog i privatnog sektora. Stupanj financijske euroizacije u Hrvatskoj među najvišima je na svijetu, čemu je razlog snažna prednost koju stanovništvo daje štednji u stranoj valuti, u kombinaciji s obvezom banaka da prilagode valutnu strukturu imovine i obveza.⁽⁵⁵⁾ Iako se kuna koristi za plaćanja, velika većina štednje i kredita denominirana je u stranoj valuti ili je vezana za nju (71 % kredita i 83 %

⁽⁵⁵⁾ Tkalec i Verbič (2012.) zaključili su da bi učinci negativne bilance nakon deprecijacije kune u odnosu na euro premašili sve pozitivne učinke na konkurentnost. Moguće je da bi potonji bili ograničeni malim izvoznim proizvodima i velikim udjelom uvoza u izvozu.

depozita). Osim eura (61 % nepodmirenih kredita i gotovo svi depoziti u stranoj valuti), čimbenik je i švicarski franak, iako je od krize postao manje važan (postotak je pao na 10 % nepodmirenih kredita).

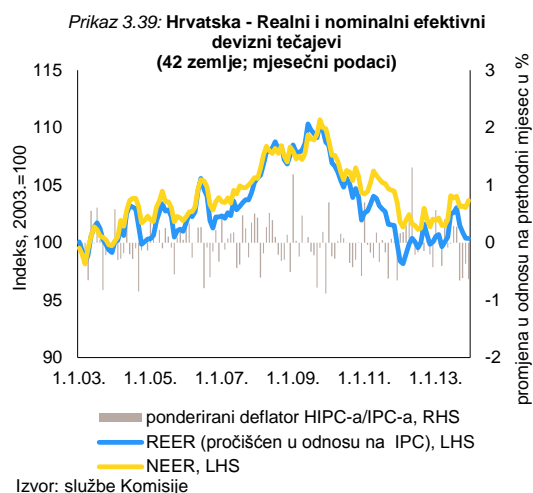
Režim deviznog tečaja mogao bi se opisati kao fluktuacija kojom se strogo upravlja. Tijekom prošlog desetljeća devizni tečaj HRK/EUR ostao je uvelike stabilan, s kretanjima između 7,1 i 7,7 (prikaz 3,38). Središnja banka ne štiti prethodno utvrđeni ciljni tečaj ili razred, već nastoji suzbiti volatilitnost. Koristi se makrobonitetnim alatima i povremeno intervenira na valutnom tržištu. Devizne pričuve krajem 2013. iznosile su 12,9 milijardi EUR, što je oko 29 % BDP-a te se tim iznosom obuhvaća gotovo 90 % kratkoročnog vanjskog duga. Iako je ritam rasta pričuva usporio nakon početka financijske krize, Hrvatska i dalje akumulira devizne pričuve. Međutim to ukazuje i na zaduživanje na vanjskim tržištima, posebno vladino zaduživanje, što donosi vlastitu osjetljivost.



U nominalnim i realnim efektivnim vrijednostima kuna je uvelike zadržala stabilnost tijekom 2013. Iako je nominalni efektivni tečaj porastao za 1 ½%, realni efektivni tečaj ostao je gotovo nepromijenjen (prikaz 3.39). Protuteža neznatnoj nominalnoj deprecijaciji u odnosu na euro bila je aprecijacija u odnosu na američki dolar, kineski jen i ruski rubalj – valute hrvatskih najvažnijih trgovinskih partnera izvan europodručja. U realnim efektivnim vrijednostima (deflacioniran indeks potrošačkih cijena) kuna je imala koristi od nešto niže inflacije u usporedbi s trgovinskim partnerima od sredine 2010., što je

rezultiralo nešto nižim realnim efektivnim deviznim tečajem u usporedbi s nominalnim efektivnim tečajem.

Suprotno mnogim drugim zemljama u regiji, Hrvatska je iskusila relativno nisku i uglavnom stabilnu inflaciju tijekom prošlog desetljeća. Iako je inflacija bila vrlo receptivna u pogledu velikih promjena cijene robe (cijene prehrambenih proizvoda u razdoblju 2007. – 2008., cijene energije u 2012.), prilagodljivost na poslovni ciklus bila je blaža tijekom razdoblja rasta i tijekom krize. Godišnja inflacija prosječno je iznosila 2,8 % tijekom prošlog desetljeća, što je treća najniža razina među zemljama srednje i istočne Europe i baltičkim zemljama. Od početka krize 2009. godišnja se inflacija spustila na prosječno 2,2 %.



Niskom inflacijom omogućeno je HNB-u da zadrži blag položaj u pogledu monetarne politike, uz stalno osiguranje visoke likvidnosti bankarskom sektoru. Između prosinca 2008. i kraja 2013. smanjila je obveznu i likvidnu pričuvu u više koraka te je provela programe kreditne potpore u koje je bila uključena hrvatska razvojna banka HBOR. Međutim s deviznim tečajem kao sidrom monetarne politike i s obzirom na visoku razinu duga denominiranog u eurima, središnjoj banci i dalje ne preostaje mnogo prostora za djelovanje. Poboljšanjem makroekonomskih temelja, posebno izvozne konkurentnosti, srednjoročno bi se poboljšala potpora stabilnosti deviznog tečaja i povećao manevarski prostor za

Tablica 3.1:

Struktura hrvatskog bankarskog sustava			Ukupna imovina		
Ime banke	Vlasništvo	Organizacija	Imovina (milijarde EUR)		Imovina (% bilance)
Banco Popolare Croatia d.d.	Banco Popolare-Societa Cooperativa	Italija	2,6	0,34	
Zagrebačka banka d.d.	Unicredit, Allianz	društvo kćer, Italija	104,1	13,65	25,7
Privredna banka Zagreb d.d.	Intesa Holding Int., EBRD	društvo kćer, Italija	69,0	9,04	17,0
Banka Erste & Steiermarkische	ESB Holding GMBH	društvo kćer, Austrija	58,7	7,69	14,5
Raiffeisenbank Austria d.d.	Raiffeisen Group, Raiffeisenbank	društvo kćer, Austrija	35,7	4,68	8,8
Hypo Alpe-Adria-Bank d.d.	Hypo Alpe-Adria-Bank International AG	društvo kćer, Austrija	34,7	4,55	8,6
Najvećih pet			267,5	35,07	66,1
Societe Generale-Splitska banka d.d.	Societe General	društvo kćer, Francuska	26,4	3,47	6,5
Hrvatska poštanska banka d.d.	za mirovinsko osiguranje		17,1	2,24	4,2
OTP banka Hrvatska d.d.	OTP Bank NYRT	društvo kćer, Mađarska	13,4	1,75	3,3
Najvećih osam			324,3	42,5	80,1

Izvor: HNB

potporu oporavku gospodarstva uz pomoć monetarne politike.

3.3.3. Situacija bankarskog sektora

Obilježja su hrvatskog bankarskog sustava visoki stupanj stranog vlasništva, minimalna prisutnost države i razine kapitala među najvišima u regiji. Čitav bankarski sektor ima ukupnu imovinu od 54 milijarde EUR, ili oko 130 % domaćeg BDP-a, što je među višima u regiji srednje i istočne Europe.⁽⁵⁶⁾ Postoji oko 30 banaka u Hrvatskoj, a pet najvećih, koje predstavljaju 75 % sustava, društva su kćeri banaka iz Italije i Austrije (vidi tablicu 1.). Državno vlasništvo ograničeno je na dvije banke koje predstavljaju samo oko 5 % ukupne bankovne imovine.⁽⁵⁷⁾ Strane matične banke hrvatskih društava kćeri uglavnom su izrazito prisutne u regiji.⁽⁵⁸⁾ U skladu s konzervativnim makrobonitetnim pristupom HNB-a, priopćeno je

⁽⁵⁶⁾ U skupini zemalja srednje, istočne i jugoistočne Europe (CESEE) hrvatski je bankarski sektor četvrti po veličini na temelju udjela bankovne imovine u BDP-u (slijedi Cipar, Maltu i Sloveniju).

⁽⁵⁷⁾ Hrvatska poštanska banka d.d. osma je banka po veličini s 2,2 milijarde EUR imovine (oko 4 % ukupnog iznosa) i trenutno je u postupku prodaje. Croatia banka d.d. s 0,2 milijarde EUR bilance (manje od 0,5 % ukupne imovine) 2010. stavljena je u program restrukturiranja i dobila državnu potporu u iznosu od oko 30 milijuna EUR. Sadašnji je vlasnik državna agencija odgovorna za upravljanje sustavom osiguranja depozita.

⁽⁵⁸⁾ U rujnu 2013. Europska je komisija odobrila plan restrukturiranja za Hypo Group Alpe Adria (HGAA), koja je u stopostotnom vlasništvu Republika Austrija i koja je matična banka pete banke po veličini u Hrvatskoj, banke Hypo Alpe Adria d.d. U okviru plana operativni dijelovi banke prodat će se, a za neodrživi ostatak potrebno je pokrenuti uobičajeni postupak likvidacije.

da stopa adekvatnosti kapitala najvećih stranih banaka premašuje 20 %, dok su koeficijenti likvidnosti i dalje daleko iznad minimalnih potrebnih stopa. Priopćeno je da banke srednje veličine imaju prosječnu stopu adekvatnosti kapitala od 16,6 %. U usporedbi s velikim bankama, banke srednje veličine razmjerno su više izložene društvima, a manje vladi i građanstvu.

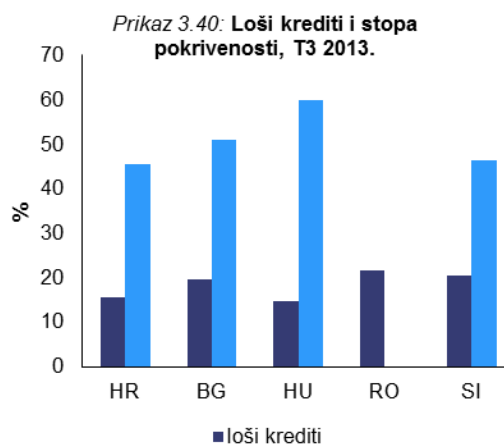
Visoka razina stranog vlasništva nad bankama u Hrvatskoj (tablica 3.1) općenito se smatra pozitivnom. Postoji dokaz da strane banke mogu imati ulogu stabilizatora tijekom kriza i mogu donijeti koristi poput povećane učinkovitosti, prijenosa znanja (uključujući znanje o upravljanju bankama i upravljanju rizikom) i stabilnosti odnosa zasnovanih na kreditiranju.⁽⁵⁹⁾ Stranim vlasništvom moglo bi se u načelu pomoći i ograničavanju veza između država i banaka, posebno u slučajevima u kojima je moguće da će biti potreban dodatni kapital. Međutim struktura tržišta iznimno je koncentrirana; na najveću banku otpada više od četvrtine bankovne imovine, a na dvije najveće preko 40 %.

Jedan od najvećih izazova s kojim se suočavaju hrvatske banke visoka je razina loših kredita za

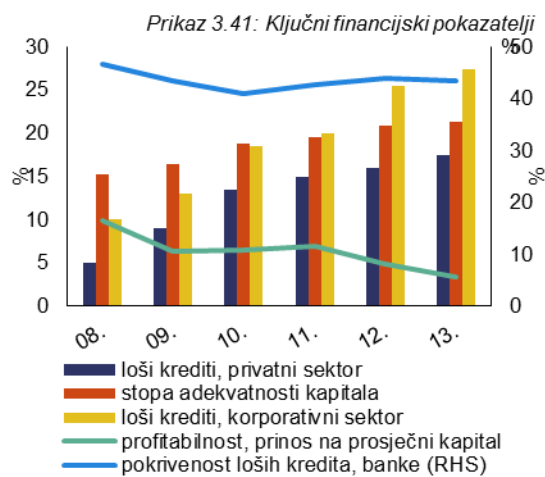
⁽⁵⁹⁾ Prisutnost stranih banaka povezana je s manjom mogućnosti sistemskih bankovnih kriza, a manje je i vjerojatno da će se, suočene s problemima, strane banke povući iz zemlje domaćina (Demirgüç-Kunt, Levine i Min, 1998.; Cull i Martinez Peria, 2010.). Galac i Kraft (2000.) zaključili su da strane banke u Hrvatskoj imaju konkurentnu prednost u obliku jeftinijih izvora financiranja, nižih kamatnih stopa za zajmove i osoblja na višim pozicijama, no ulaskom stranaca na tržišno natjecanje i novim inovacijama u području proizvoda i usluga ostvario se skroman učinak.

društva, iako se stopa povećanja nedavno smanjila. Dugotrajno slabo makroekonomsko ozračje znatno je utjecalo na kvalitetu imovine banaka. Sveukupni loši krediti narasli su u odnosu na 2012., kada su iznosili 14 %, i u odnosu na 2008., kada je njihov iznos bio 5 %, te su krajem 2013. dosegli 15,3 % (prikaz 3.40 i 3.41).⁽⁶⁰⁾ Taj je učinak bio najjači u korporativnom sektoru, gdje je loših kredita u istom razdoblju bilo 27,4 %, što predstavlja porast s 24 % iz 2012. Korporativni loši krediti najveći su u građevinarstvu i nekretninama te sektoru veleprodaje i maloprodaje. S obzirom na valutu, broj loših kredita viši je u području kredita denominiranih u švicarskim francima, koji su ostvarili porast s 35,8 % u lipnju 2011. na 52,9 % u rujnu 2013. U usporedbi s drugim zemljama koje su se susrele sa sličnim opadanjem BDP-a proteklih godina, broj loših kredita je visok. Međutim rast je loših kredita za društva u odnosu na prethodnu godinu usporio te je 2013. iznosio 12 %, dok je 2012. iznosio 23 %. Iako se u posljednje vrijeme omjer pokrivenosti rezervacijama povećava, u usporedbi s drugim zemljama i prošlim stanjem riječ je o niskom omjeru. S obzirom na to da su loši krediti jedan od glavnih putova kojima stanje gospodarstva može utjecati na bankovne bilance, njihov daljnji razvoj potrebno je strogo pratiti. Valja spomenuti da je moguće da će se neke kredite za društva trebati restrukturirati, što bi za posljedicu moglo imati povećanje rezervacija, ali u određenim slučajevima banke bi mogli biti sklonije i dalje financirati neodrživa poduzeća nego pretrpjeti dodatne gubitke.

⁽⁶⁰⁾ Nacionalna klasifikacija loših kredita u Hrvatskoj vrlo je slična standardnoj definiciji koju je donijela EBA i prema kojoj su loši krediti oni čija otplata kasni preko 90 dana, a isto vrijedi i za definiciju poštete. Bez obzira na to, dva se čimbenika moraju razmotriti u pogledu klasifikacije rizičnih kredita. Prvo, krediti se i dalje smatraju dobrima ako nema nepravilnosti pri plaćanju, čak i kada se mobilizira i davatelj jamstva. Drugo, javni krediti koji imaju izravnu ili neizravnu korist od državnog jamstva i koji predstavljaju veliki dio bankovnih bilanci mogli bi se prijaviti kao dobri krediti iako odnosni projekt propada. Stoga postoje moguće velike potencijalne obveze za državu.



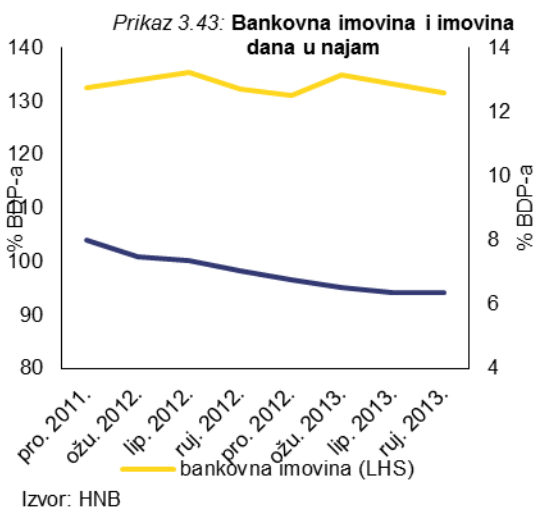
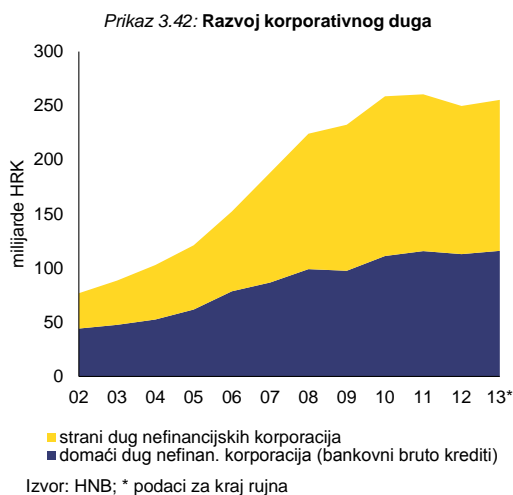
Izvor: HNB



Izvor: HNR

Domaće banke nisu bile glavni pokretači porasta zaduženosti društava. Kako je prethodno spomenuto, raznim makrobonitetnim mjerama ograničena je uloga banaka pod domaćim nadzorom u agregatnoj dodjeli kredita tijekom 2000-ih godina. Kao rezultat toga pokretač porasta zaduženosti društava uglavnom je bilo povećano vanjsko zaduživanje, a važnu su ulogu imale strane matične banke hrvatskih društava kćeri (prikaz 3.42). Kreditni rizik za te kredite i dalje su preuzimale matične banke. Slično tome, kreditiranje društava kanaliziralo se preko financijskih posrednika koji nisu banke, osobito društava za najam, iznova s namjerom da se zaobiđu makrobonitetna ograničenja koja je HNB uveo za banke. Sve velike međunarodne bankovne grupacije prisutne u Hrvatskoj imaju društva kćeri koja se bave najmom i koja se uglavnom financiraju preko matičnih banaka. Kada su se

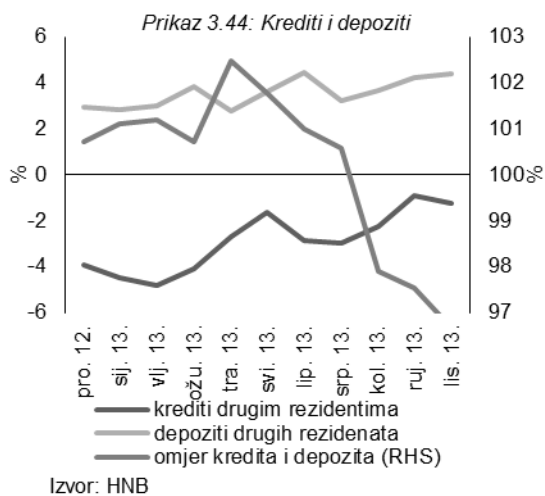
uveli stroži propisi za društva za najam, taj je sektor prošao kroz znatno razduživanje (prikaz 3.43).



Loši krediti u sektoru kućanstava daleko su ispod onih za društva, ali i njihov broj brže raste. Loših kredita u sektoru kućanstava krajem 2013. bilo je 10,6 %. Iako se broj loših kredita za kućanstva brzo povećao u razdoblju od 2008. do 2010., njihov se rast naknadno usporio. Nedavno je međutim došlo do ubrzanog rasta loših kredita za kućanstva s 10 % rasta u 2012. u odnosu na prethodnu godinu na rast u odnosu na prethodnu godinu od 17 % u 2013., zahvaljujući velikom povećanju loših kredita za hipoteke. Unatoč tome, loši krediti za kućanstva i dalje su daleko ispod razina zabilježenih za korporativni sektor. Čini se da je ključni dio objašnjenja za uspješnije

kreditiranje kućanstava disciplina u pogledu plaćanja hipotekarnih dužnika, koja je relativno snažna u Hrvatskoj u usporedbi s nekim drugim zemljama, dok se omjeri kredita i vrijednosti nekretnina (LTV) nisu povećali u mjeri u kojoj su se povećali drugdje. Međutim razvoj loših kredita za kućanstva razlikuje se s obzirom na valutu u kojoj su denominirani. Loših je kredita za kućanstva u lipnju 2011. bilo 6,8 % i u segmentima denominiranim u eurima i u švicarskim francima. Do kraja 2013. loši krediti za kućanstva denominirani u švicarskim francima povisili su se na 13,3 %, dok je za portfelj denominiran u eurima odgovarajuća brojka bila 8,6 %. Iako su banke prenijele rizik deviznog tečaja za te kredite na dužnike (od kojih su mnogi nezaštićeni), velika prednost koju dužnici daju kreditima vezanima za strane valute svejedno stvara neizravan kreditni rizik za banke. Postojanje tog rizika objašnjava zašto je posljednjih godina HNB zauzeo konzervativan stav prema bankovnim razinama kapitala.

Bankovni uvjeti likvidnosti sve su bolji. S povećanim strahom od rizika u privatnom sektoru, povećao se i obujam depozita, a financiranje depozita postalo je jeftinije za banke. To je u kombinaciji s dostupnijim domaćim financiranjem s pomoću uloga građana (depoziti) dovelo do poboljšanja omjera kredita i depozita (prikaz 3.44) te je time omogućeno velikim bankama da otplate strane izvore likvidnosti (kreditne linije i međubankovni krediti) i smanje ovisnost o financiranju matičnih društava. Time se smanjila razina ranjivosti u financiranju hrvatskih društava kćeri. Obratno, banke srednje veličine povijesno se više oslanjaju na domaće izvore financiranja, pa na njih manje utječe moguće vanjsko razduživanje. Omjeri kredita i depozita niži su od onih u drugim zemljama koje su imale brz rast kredita u novijoj povijesti i koje bi trebale podupirati ponovni rast kredita kada opet naraste potražnja.



Hrvatske banke i dalje su profitabilne, ali svejedno postoji nekoliko izvora pritiska na profitabilnost. Ubrzano razduživanje u korporativnom sektoru znači da se mnogi krediti ne obnavljaju, čime se smanjuje sposobnost banaka da ostvare kamatni prihod. Padom kvalitete imovine i razduživanjem negativno se utječe na poslovne rezultate hrvatskih banaka, a i marže su pod pritiskom. Dobit banaka opala je za 28 % u 2012. u odnosu na prethodnu godinu i za procijenjenih 70 % u 2013. u odnosu na prethodnu godinu, ali i dalje je ostala pozitivna i viša nego u susjednim zemljama za vrijeme trajanja krize, djelomično zahvaljujući velikoj fleksibilnosti u pogledu prilagodbe kamatnih stopa u prošlosti kao i zbog nedavnog unaprjeđenja učinkovitosti poslovanja. Očekuje se da će 2014. dobit biti pod još većim pritiskom s obzirom na strože propise o rezervacijama za zaostatke u kasnoj fazi (povećanje za 10 % godišnje neovisno o vrednovanju kolaterala), nove minimalne korektivne faktore za vrednovanje nekretnina kao kolaterala te smanjenje obujma kreditiranja.

Pod pritiskom su kamatne marže hrvatskih banaka. Razlog tome je uglavnom slaba potražnja za kreditima za kućanstva i nefinancijske korporacije te preusmjeravanje kreditiranja prema manje rizičnim klijentima (sektor opće države i državna poduzeća), gdje je kamatna stopa koja se naplaćuje uglavnom niža. Nadalje, kamatni prihod također je opao zbog povećanog broja loših kredita i različitih propisa o utvrđivanju kamatnih stopa. Kombinirani učinak tih faktora očituje se u najnižim neto kamatnim maržama od 2008. sa

smanjenjem godišnjeg neto kamatnog prihoda s 2,9 % prosječne imovine u 2011. na 2,5 %. Iako se kamatna marža smanjuje, banke imaju malo prostora za povećanje stopa kreditiranja s obzirom na slabo gospodarstvo.

Kao posljedica raznih mjera kojima se regulira utvrđivanje kamatnih stopa mogli bi se stvoriti brojni negativni učinci na gospodarstvo i dužnike. Postoje tri različite vrste režima kreditnih stopa koje banke moraju primjenjivati. Prvo, utvrđena je maksimalna kamatna stopa od 3,23 % na kredite za građanstvo denominirane u švicarskim francima, što je niža stopa od one koja se primjenjuje na druge kredite unatoč činjenici da se novi krediti denominirani u švicarskim francima nisu prodali posljednjih pet godina. Drugo, određena je gornja granica za maksimalnu kamatnu stopu koja se može naplatiti klijentima kao zatezna kamata (11 % za građanstvo i 15 % za društva). Uz negativan utjecaj na sposobnost banaka da ostvare kamatni prihod, još je jedan negativni učinak te regulacije činjenica da bankama možda nije profitabilno kreditirati dužnike koji su manje kreditno sposobni, a postoji i rizik da će neki dužnici morati tražiti kredite od zajmodavaca koji nisu jednako dobro regulirani. Treće, pri utvrđivanju kamatnih stopa od banaka se traži da odaberu jednu od pet referentnih vrijednosti i maržu. Većina je velikih banaka odabrala Euribor, čija je razina trenutačno najniža dosad, a posljedica toga jest da će kamatne stope za klijente vjerojatno samo rasti. Također, Euribor možda i nije pouzdani pokazatelj troškova financiranja hrvatskih banaka s obzirom na to da one moraju internalizirati i marže CDS-a. Iako je ta mjera poduzeta u cilju povećanja transparentnosti za klijente u pogledu stopa kreditiranja koje banke naplaćuju, njome se riskira stvaranje nefleksibilnosti tržišta i smanjenje tržišnog natjecanja, što potencijalno dovodi do rezultata koji su suprotni od željenih. Nadalje, time bi se mogla ograničiti sposobnost banaka da odobravaju kredite realnom gospodarstvu.

Čini se da slab rast kredita za privatni sektor odražava smanjenu potražnju za kreditima s obzirom da je loše makroekonomsko ozračje navelo kućanstva i nefinancijske korporacije na razduživanje. S obzirom na to da je Hrvatska pretrpjela pet uzastopnih godina krize, potražnja za kreditima snažno je opala. Slabija potražnja odnosi se uglavnom na mala i srednja poduzeća (MSP) i

Tablica 3.2:

Analiza rezervacija kapitala i rezervacija za gubitke po kreditima

	u milijardama EUR		u %	u milijardama EUR
Postojeći regulatorni kapital (neto)	6,4	19,8		6,4
Ukupna rizikom ponderirana imovina	32,4			32,4
Prilagođena rizikom ponderirana imovina (manje rezervacija)				
Postojeće rezervacije (stopa pokrivenosti)	2,3	43		3,8
Obvezne dodatne rezervacije	0,9	17,0		1,5
Ukupne obvezne rezervacije	3,2	60		5,3
Ukupno loših kredita	5,4	15,3		8,8
Ukupno kredita	35,2			35,2
Novi regulatorni kapital (neto)	5,5	16,9		4,9

Izvor: službe Komisije

dugoročne kredite. Unatoč tome, prema izvješću HNB-a, mala i srednja poduzeća i dalje trebaju pristup kreditima u svrhu obrtnog kapitala te kako bi refinancirala postojeći dug, ali su suočena i sa strožim bonitetnim standardima.⁽⁶¹⁾ Prema najnovijoj anketi EIB-a o kreditiranju u skupini zemalja CESEE, kreditni uvjeti za hipoteke, velika društva te dodjele dugoročnih kredita postroženi su, a očekuje se da će se u predstojećim mjesecima još više postrožiti. Stroži bonitetni standardi djelomično su posljedica sve većeg straha banaka od rizika, što nije samo rezultat prethodno spomenutih ograničenja kamatnih stopa već i potrebe da rizici i kapital ostanu pod kontrolom. Anketom EIB-a utvrđeno je da se unatoč i dalje slaboj potražnji za kreditima očekuje njezino povećanje, a jedan od razloga je pozitivan učinak mjera za restrukturiranje duga.

Odgovor banaka na smanjenu privatnu potražnju za kreditima veći je broj dodijeljenih kredita državnim subjektima, no time bi se mogli prouzročiti problemi u budućnosti. Ukupan iznos kredita koje monetarne financijske institucije odobravaju hrvatskom gospodarstvu dosegno je vrhunac u ožujku 2012. kada je iznosio 46,9 milijardi EUR. Iznos kredita za sektor opće države i državna poduzeća od tada se

povećao, ali se iznos kredita za ostatak gospodarstva smanjio (vidi okvir 3.6.). Krediti za privatni sektor smanjili su se za 2,2 milijarde EUR ili za gotovo 5 % od njihova vrhunca, a to je rezultat velikog pada u području kredita za nefinancijske korporacije. Bankovni su krediti za nefinancijske korporacije do listopada 2013. opali za 12,6 % od najvećeg iznosa u ožujku, dok su krediti za kućanstva opali za 4 %. Slaba potražnja za kreditima za kućanstva vjerojatno odražava, među ostalim, pogoršane uvjete tržišta rada, posebno povećanje stope nezaposlenosti. Suprotno tome, krediti za opću državu u porastu su i dosegli su 11 % rasta tijekom prvih deset mjeseci 2013. u odnosu na prethodnu godinu (vidi prikaz 4. u okviru 3.1). Iz perspektive jedino bankovnih/kreditnih rizika, rast u području kredita za državna poduzeća ne mora nužno biti problem uz uvjet da su poduzeća kreditno sposobna. Međutim nastavak takvih trendova ne bi bio u skladu sa smanjenom ulogom države u gospodarstvu. Mogle bi se pojaviti i sumnje u dugoročnije redovno poslovanje mnogih državnih poduzeća. Nadalje, postoje važne potencijalne obveze za vladu povezane s jamstvima za državna poduzeća. U konačnici, bit će važno osigurati da strukturni zaokret u bankovnoj sklonosti preuzimanja rizika ne bude na štetu novijih privatnih društava.

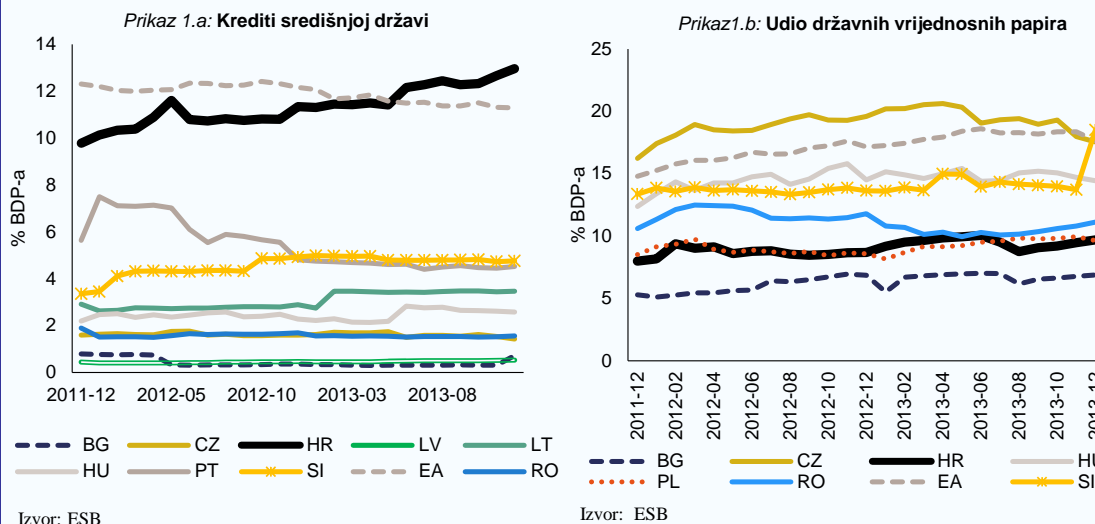
⁽⁶¹⁾ Moguće je da sve stroži bonitetni uvjeti odražavaju strože austrijske preporuke nadzornih tijela kojima se od društava kćeri traži da smanje svoje omjere kredita i depozita na razinu ispod 120 %.

Okvir 3.6: Izloženost banaka općoj državi i državnim poduzećima

Rast kredita središnjoj državi od 2011. povećavao se gotovo neprekidno (s 9,8 na 12,3 % BDP-a). Iako je riječ o visokim razinama u usporedbi s ostalim zemljama skupine CEE, one nisu iznimka u kontekstu iznosa za europodručje (prikaz 1.a). Krediti središnjoj državi iznose oko 10 % bankovne imovine (5,5 milijardi EUR) i koncentrirani su u velikim privatnim bankama. Razlog je porasta pad potražnje za kreditima iz privatnog sektora i njime se omogućava bankama da djelomično nadoknade smanjeni kamatni prihod i ograničava kreditni rizik.

Iako su se krediti korporativnom sektoru smanjili za 4 % u rujnu 2013. u usporedbi s prethodnom godinom, iza te brojke skrivaju se različiti trendovi za privatna društva i državna poduzeća. Hrvatska državna poduzeća predstavljaju 13 % dobiti društava, ali apsorbiraju 23 % kredita društava. ⁽⁶²⁾ Obujam kredita privatnim društvima u rujnu 2013. opao je za 9 % u usporedbi s prethodnom godinom, a bankovni krediti državnim poduzećima povećali su se za 10 %. Osim čimbenika potražnje, banke mogu smatrati da državna poduzeća predstavljaju niži kreditni rizik od ostalih nefinancijskih korporacija. Državna jamstva (eksplicitna ili implicitna ⁽⁶³⁾) i njihov sektor djelatnosti koji je često usko povezan s javnim uslugama (npr. komunalne usluge) također mogu biti čimbenik u pogledu uočenog smanjenog kreditnog rizika sektora. Međutim takva kreditna politika može dovesti do loše raspodjele kapitala u hrvatskom gospodarstvu i onemogućiti potrebno restrukturiranje korporativnog sektora, posebno državnih poduzeća s upitnom održivosti. Bude li se s njom nastavilo, postoji i rizik da poduzeća u privatnom vlasništvu, a posebno novija, inovativnija društva, neće moći u velikoj mjeri pridonijeti hrvatskom oporavku jer će biti u lošijem kreditnom položaju u usporedbi s državnim poduzećima.

Udio državnih vrijednosnih papira u hrvatskim bankama iznosi 8 % bankovne imovine i 9 % BDP-a. Bio je u skromnom porastu do prvog tromjesječja 2013., ali od tada opada (prikaz 1.b). Udio državnih vrijednosnih papira ključan je kako bi banke ispunile zahtjeve za likvidnost i u slučaju potrebe imale pristup likvidnosti središnje banke. Veliku većinu obveznica (oko 90 %) drže najveće banke, a male banke uglavnom drže trezorske zapise.



Preraspodjelom bankovnih kreditnih portfelja subjektima javnog sektora (središnja država i javna poduzeća) iz prethodnog dijela teksta omogućeno je bankama da djelomično kompenziraju negativan pritisak na profitabilnost koji je rezultat loše potražnje za kreditima iz privatnog sektora. Taj razvoj može biti jedan od čimbenika kojim je omogućeno hrvatskim bankama da tijekom posljednjih godina postignu više razine profitabilnosti od banaka u drugim zemljama u regiji (s rastom povrata na prosječnu imovinu na 1,3 % i povrata na prosječni temeljni kapital na 6,8 %). Ti se trendovi međutim moraju pomno pratiti kako bi se osiguralo da se krediti ne dodjele pogrešno.

Čišćenjem bilance i ostalim inicijativama trebalo bi se potpomognuti jačanje sposobnosti banaka da pomognu gospodarstvu. Među čimbenicima koji utječu na bankovnu profitabilnost i time ograničavaju njihovu sposobnost kreditiranja velika je količina loših kredita u kombinaciji s neučinkovitostima sudova koje bi mogle onemogućiti sposobnost banaka da riješe problem loših kredita. Očekuje se da će nedavne revizije predstečajnog postupka biti od pomoći u tom području. Inicijative raznih matičnih banaka u cilju rješavanja loše imovine unutar svojih grupacija dodatni je pozitivan čimbenik kojim bi se moglo pomoći da se oslobode nova sredstva za kreditiranje tijekom sljedeće godine. Europska komisija i EIB predlažu i inicijativu za poticanje kreditiranja MSP-ova pružanjem sredstava tih dviju institucija te kako bi se omogućila podjela rizika i/ili jamstva za financijska sredstva iz poslovnih banaka. Moguće je da će takve inicijative biti izrazito korisne, posebno ako je ozračje obilježeno povećanim strahom od rizika, no banke bi trebale paziti da ne ugroze standarde kreditiranja.

Visokim razinama kapitala trebalo bi se omogućiti hrvatskim bankama da realiziraju sva potrebna daljnja povećanja omjera pokrivenosti rezervacijama. Unatoč nedavnom povećanju razine rezervacija, one su i dalje niže nego prije, ali više razine kapitala pružaju važan zaštitni sloj. Omjer pokrivenosti rezervacija krajem 2013. bio je 43 %, a uključivanjem općih rezervacija za dobre kredite iznosio je 49 %.⁽⁶⁴⁾ Iako se omjer pokrivenosti naglo povećao tijekom prošle godine (jedan od razloga su novi nadzorni propisi uvedeni u lipnju 2013. o dodatnim korektivnim faktorima za kolateral u obliku nekretnina), i dalje je nizak u usporedbi s prošlim razinama (2007. iznosio je 52 %) i s prosjekom europodručja od oko 60 %.

Jednostavna analiza osjetljivosti ukazuje na to da su hrvatske banke za sada i dalje adekvatno kapitalizirane. Sa zabilježenom stopom adekvatnosti osnovnog kapitala od 19,8 % krajem rujna 2013. banke u Hrvatskoj kapitalizirane su mnogo iznad prosjeka EU-a i iznad zahtjeva iz

⁽⁶⁴⁾ Procjena je HNB-a da se novom obvezom viših rezervacija smanjila dobit banaka za 37 %.

Basela.⁽⁶⁵⁾ Jednostavnom analizom osjetljivosti ukazuje se na to da će se, s obzirom na omjer pokrivenosti rezervacijama od 60 % i loše kredite u iznosu od 25 %, adekvatnost kapitala smanjiti na 15 %, što je i dalje iznad minimalnog zahtjeva od 13 % (tablica 3.2). Ti zaštitni slojevi čine se dovoljno visoki da bi mogli pokriti moguće gubitke u budućnosti. Međutim taj je zaključak samo privremen jer se ne temelji na detaljnim analizama bilanci pojedinačnih banaka.

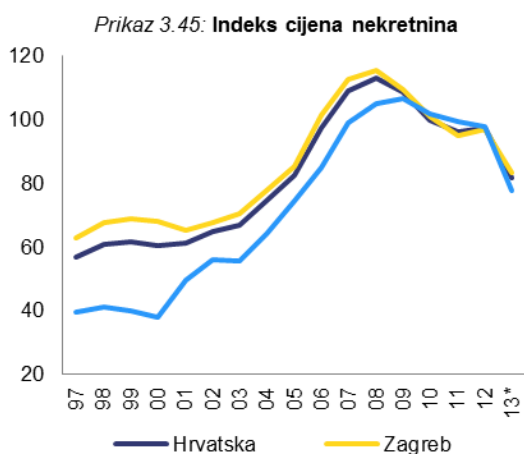
Četiri najveća hrvatska društva kćeri bit će dio sveobuhvatne procjene koju provodi ESB preko svojih matičnih banaka. U kontekstu jedinstvenog nadzornog mehanizma (SSM) ESB će zajedno s relevantnim nacionalnim nadležnim tijelima provesti sveobuhvatnu procjenu tijekom 2014. Sastojat će se od nadzorne provjere, preispitivanja kvalitete imovine i testa otpornosti na stres. Međutim trebalo bi se uzeti u obzir da se procjenom možda neće pružiti mnogo informacija o situaciji u hrvatskom bankarskom sektoru s obzirom na to da će se određeni kreditni portfelji izraditi na razini grupacije, pa procjena neće u potpunosti odražavati okolnosti hrvatskih društava kćeri. S obzirom na to postoji mogućnost razmatranja mogu li se dodatne dijagnostičke nadzorne mjere poduzeti iz hrvatske perspektive kako bi se dopunila sveobuhvatna procjena i na taj način pružile sve potrebne dodatne informacije. SSM-om će se nadzor matičnih banaka glavnih hrvatskih društava kćeri prebaciti na ESB, a mehanizmom će se pružiti i mogućnost da se unaprijede prekogranični nadzor i suradnja između matičnih nadzornih tijela i nadzornih tijela domaćina, uključujući i nadzorna tijela domaćina koja nisu u okviru SSM-a, poput HNB-a.

Iako je moguće da će daljnji pad cijena nekretnina utjecati na kvalitetu imovine banaka, osobito vrednovanjem kolaterala, postoje čimbenici koji bi mogli pridonijeti smanjivanju rizika. Cijena nekretnina u Hrvatskoj gotovo se udvostručila u pet godina do 2008., a otad je njihova cijena opala za otprilike

⁽⁶⁵⁾ Makrobonitetnim alatima koji su se upotrebljavali od 2004. do 2008. (obvezna visoka pričuva za bankovne inozemne obveze, obveza visoke devizne likvidnosti) povećale su se kapitalne pozicije banaka i potaknule strane matične banke da omoguće veliki dio financiranja u obliku temeljnog kapitala.

30 % (prikaz 3.45).⁽⁶⁶⁾ Usporedno s tim, razduživanje sektora nekretnina započelo je krajem 2012. Međutim banke su u određenoj mjeri zaštićene od rizika povezanih s nekretninama zahvaljujući relativno niskim omjerima kredita i vrijednosti nekretnina te jamstvima. Unatoč tome je HNB, svjestan rizika koji bi mogli prijetiti bankovnim bilancama zbog daljnjeg pada cijena nekretnina, konzervativno uveo dodatne korektivne faktore za kolateral u obliku nekretnina u lipnju 2013. (vidi gore).

omogućuje li se njime da restrukturirano poduzeće iz njega izađe kao uistinu održivo poduzeće koje stoga ispunjuje uvjete za kreditiranje.



Izvor: izračun službi Komisije; HNB; * - T1 - T3

Učinkovitošću pravnog sustava utjecat će se na sposobnost banaka da riješe pitanje problematičnih kredita. Pravnim sustavom koji dobro funkcionira može se doprinijeti ubrzanju prilagodbe na velike promjene cijena nekretnina i oporavak nakon njih. Primjerice, prepreke sposobnosti banaka da realiziraju vrijednost kolaterala za kredite vjerojatno bi značile da bi takav kolateral ponovno došao na tržište s velikim zaostatkom. U vezi s korporativnim kreditima hrvatska su nadležna tijela u 2013. uvela predstečajni okvir kako bi ubrzala postupak restrukturiranja i otplate poduzeća u poteškoćama te izbjegla dugotrajan stečajni postupak u mjeri u kojoj je to moguće (vidi okvir 3.4.). Taj novi predstečajni postupak nije imao savršen početak djelomično zbog rupa u zakonu te ga se moralo revidirati. Valja vidjeti da li se njima prikladno uravnotežuju prava vjerovnika i dužnika, rezultira li taj postupak pravodobnim restrukturiranjem poduzeća (u operativnom i dužničkom smislu) te

⁽⁶⁶⁾ Izvor: Izvješće o financijskoj stabilnosti, 2013.

4. POLITIČKI IZAZOVI

POLITIČKI IZAZOVI

Nakon razdoblja ekspanzije, u kojemu je došlo do akumuliranja neravnoteža, Hrvatska trenutno prolazi kroz razdoblje dugotrajne recesije u kojoj do izražaja dolazi niz vanjskih i unutarnjih rizika. Obratom kretanja na tekućem računu od 2009. kao osobite slabosti istaknuti su visoka razina vanjskih obveza, nekonkurentan izvoz, korporativni dug i zaduženost javnog sektora. Strukturne slabosti pridonijele su tim neravnotežama, uključujući lošu poslovnu klimu i nefunkcionirajuće tržište rada. Državna poduzeća još uvijek imaju dominantnu ulogu u nekim sektorima, ali često su visoko zadužena i slabo profitabilna. Ti čimbenici pridonose slabijem potencijalu rasta, čime se otežava čišćenje bilance u privatnom sektoru i povećavaju nužni naporu u području fiskalne konsolidacije.

Vanjska održivost i izvoz

Veća održivost vanjskog položaja Hrvatske, u cilju poticanja rasta, uvjetovana je poboljšanjem konkurentnosti i širenjem izvoza izvan okvira turizma. Iako su troškovi rada od 2009. blago narasli u usporedbi s konkurentima, ti trendovi smanjit će troškove rada na konkurentne razine samo ako su trajni, a njima bi se ostvarile veće koristi kada bi se kombinirali s poboljšanjima netroškovne konkurentnosti, uključujući i u poslovnom okruženju. To su preduvjeti za privlačenje izravnog stranog ulaganja visoke kvalitete u Hrvatskoj, obnovu njezine industrije, ponovno stvaranje ravnoteže te polaganje temelja za održiv rast i otvaranje radnih mjesta. Održavanje snažnih monetarnih i fiskalnih politika usmjerenih na stabilnost strateški je od ključne važnosti s obzirom na visoku razinu vanjskih obveza i razmjer obveza denominiranih u stranim valutama u financijskom, nefinancijskom i javnom sektoru.

Zaduženost i razduživanje

U vezi s prezaduženošću privatnog sektora važno je osigurati uvjete za neometan nastavak razduživanja, među ostalim i zahvaljujući pravilnom funkcioniranju režima za stečajne postupke i restrukturiranje duga. Od koristi bi bilo i financijsko posredovanje koje ispravno funkcionira posebno kako bi se osiguralo da je

kredit pravilno dodijeljen unutar gospodarstva dok se razduživanje nastavlja. Orijentiranje bankovnog kreditiranja u okviru korporativnog segmenta moglo bi se pratiti, posebno u pogledu razina duga i sumnji u pogledu dugoročne održivosti nekih subjekata u javnom vlasništvu. Uklanjanjem određenih ograničenja koje banke imaju u vezi s utvrđivanjem kamatnih stopa može se pridonijeti učinkovitom financijskom posredovanju. I dalje će, u suradnji s domaćim nadzornim tijelima, biti važno pažljivo pratiti i nadzirati sistemske banke. Zbog toga će se sveobuhvatnom tekućom procjenom koju provodi ESB obuhvatiti četiri najveće banke, i to preko njihovih matičnih društava. Prostora ima i za razmatranje uvođenja dodatnih nadzornih i dijagnostičkih mjera iz hrvatske perspektive.

U vezi s rizicima za trenutnu krivulju javnog duga, nužne su visokokvalitetne mjere strukturne fiskalne konsolidacije kao dio jasne i vjerodostojne ukupne strategije za konsolidaciju javnih financija. Usklađenosti s ciljevima postupka zbog prekomjernog deficita i zahtjevima iz Pakta o stabilnosti i rastu pridonijelo bi se usmjerivanju hrvatskog duga na put održivosti. Mogu se razmotriti mnoge prateće politike. Prijenosom poreza na manje mobilne čimbenike moglo bi se potaknuti sudjelovanje na tržištu rada i rast te veće fiskalne olakšice. Daljnjom prodajom imovine i koncesijskim aranžmanima mogao bi se generirati prihod za otplatu duga i smanjenje financijskih rizika od potencijalne socijalizacije gubitaka u poduzećima pod državnim nadzorom. Potpora trajnom smanjenju deficita i duga mogla bi se ostvariti znatnim smanjenjem subvencija poduzećima te boljim usmjerivanjem socijalnih davanja, učinkovitijim sustavom socijalne zaštite i vjerodostojnim fiskalnim institucijama i pravilima na svim državnim razinama.

Rast, zapošljavanje i poslovna klima

Hrvatska je u recesiji pet uzastopnih godina, a na vidiku je tek blag oporavak. Rast i zapošljavanje poželjni su ciljevi sami po sebi, a njima bi se olakšalo i razduživanje privatnog sektora, poboljšali fiskalni omjeri, ojačale banke, a vanjske obveze postale bi održivije. Stoga su strukturne reforme, uključujući tržište rada, postale još važnije. One bi se dopunile nastojanjima da se

učinkovito mobiliziraju sredstva EU-a radi poticanja mogućeg rasta u širem gospodarstvu.

Razmjeri nedostatne zaposlenosti i gospodarske prilagodbe velik su politički izazov. Stopa zaposlenosti najniža je u Europskoj uniji od 2009. i ostala je niska tijekom čitavog gospodarskog ciklusa. Reforme koje se trenutačno provode na tržištu rada mogle bi se dopuniti popratnim inicijativama za poticanje pravne sigurnosti te povećanje brzine i učinkovitosti u rješavanju radnih sporova na sudovima. Sveobuhvatan odgovor mogao bi uključivati i, ako bude potrebno, prilagodbu broja institucija i politika koje utječu na funkcioniranje tržišta rada. Kao nastavak nedavno poduzetih koraka u cilju poboljšanja usmjerenja socijalnih davanja, mogla bi se preispitati potpora za nezaposlenost i druga davanja kako bi se smanjio rizik od poticanja neaktivnosti. Pomnim praćenjem i poticanjem učinkovitosti aktivnih politika na tržištu rada, uz njihovo istodobno širenje na ranjive skupine, pridonijelo bi se suočavanju s nezaposlenošću i neskladom u ponudi i potražnji vještina.

Nadležna tijela prepoznala su potrebu za strukturnim politikama u cilju promicanja uobičajene prilagodbe i ponovne uspostave ravnoteže te poticanja konkurentnosti. Određeni su koraci poduzeti u tom smjeru. Među mjerama koje su nedavno donesene promjene su propisa u području poticanja ulaganja kojima se pojednostavljuju postupci i uvode novi poticaji za ulagače te smanjenje socijalnih doprinosa u cilju poticanja sudjelovanja radne snage. Nadležna su tijela uvela i izmjene propisa o stečaju kojima je cilj znatno olakšavanje izlaska s tržišta te su pojednostavnila postupke za odobravanje građevinskih dozvola kako bi pokušala oživiti taj sektor.

IZVORI

- Aiyar, Sh., Ch. W. Calomiris i T. Wieladek (2012.), "Does Macro-Pru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment", *National Bureau of Economic Research Working Paper, 17822*, veljača 2012.
- Benkovskis, K. i J. Woerz (2012.), „Non-Price Competitiveness Gains of Central, Eastern and Southeastern European Countries in the EU Market”,
http://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/compnet/Non_price_competitiveness_gains.pdf?3eb262d9c736a808ea8b625ff9a6ef40.
- Hrvatska narodna banka (2008.), „Bilten 141”, *Tromjesečno izvješće, str.13. – 23.*, listopad 2008.
- Hrvatska narodna banka (2013.a), „Bilten o bankama 26”, kolovoz 2013.
- Hrvatska narodna banka (2013.b), „Bilten 194”, *Tromjesečno izvješće, str.13. – 23.*, srpanj 2013.
- Hrvatska narodna banka (2013.c), *Financijska stabilnost*, srpanj 2013.
- Cull, R. i M. Soledad Martinez Peria (2010.), „Foreign Bank Participation in Developing Countries. What Do We Know about the Drivers and Consequences of this Phenomenon?”, *World Bank, Policy Research Working Paper, 5398*, kolovoz 2010.
- Demirgüç-Kunt, A., R. Levine i H. G. Min (1998.), „Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency and Growth in Seongtae Lee (ed.)”, *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, Seoul, Korea: The Bank of Korea, 1998., str. 83. – 115.
- Europska središnja banka (2012.), „Financial Stability Challenges for EU Acceding and Candidate Countries: Making Financial Systems more Resilient in a Challenging Environment”, *Occasional Paper Series No. 136*, rujan 2012.
- Europska središnja banka (2014.), „Note on the comprehensive assessment”, veljača 2013.
- Europska komisija (2012.), „Labour Market Developments in Europe”, *European Economy 5/2012*
- Europska komisija (2013.a), „Assessment of the 2013 Economic Programme for Croatia”, svibanj 2013.
- Europska komisija (2013.b), „Quarterly Report on Price and Cost Competitiveness”, treće tromjesečje 2013.
- Europska komisija (2014.), „European Economic Forecast, Winter 2014”, *European Economy 2/2014*
- Europska investicijska banka (2013.), „CESEE Bank Lending Survey - H2-2013”, prosinac 2013.
- Fitch Ratings (2013.), „Croatia Full Rating Report”, listopad 2013.
- Galac, T. i E. Kraft (2000.), „Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?”, *Hrvatska narodna banka, Pregledi, S-4*, prosinac 2000.
- Galac, T. i E. Kraft (2012.), „Monetary and Financial Policies for 'De-Euroization' – A Case Study of Recent Croatian Experience”, *Comparative Economic Studies, 54, str. 443. – 470.*, 2012.
- Gardó, S. (2010.), „Macrofinancial Stability in Croatia in the Wake of the Global Crisis: Risks and Policy Responses”, *Focus on European Economic Integration Q3/10*, Austrijska središnja banka, 2010.
- Holzner, M. (2013.), „Impact of Croatian EU Accession on Regional Trade Patterns”, *wiiw Policy Note No. 10*, lipanj 2013.
- Hrvatska Narodna Banka (2014.), „Financijska Stabilnost”, broj 12, 2014.
- Međunarodni monetarni fond (2008.), „Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment – Update”, *IMF Country Report No. 08/160*, svibanj 2008.
- Međunarodni monetarni fond (2012.a), „Staff Report for the Article IV Consultation”, studeni 2012.
- Međunarodni monetarni fond (2012.b), „Republic of Croatia: Selected Issues”, studeni 2012.

- Međunarodni monetarni fond (2013.), "Financing Future Growth: The evolving role of Banking Systems in CESEE", travanj 2013. http://www3.weforum.org/docs/WEF_TT_Competitiveness_Report_2013.pdf
- Kraft, E. i T. Galac (2011.), „Macroprudential Regulation of Credit Boom and Busts: The Case of Croatia”, World Bank Policy Research Working Paper 5772, kolovoz 2011.
- Schneider F. (2013.), „Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2013: A Further Decline”, <http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2012/ShadEcEurope31.pdf>
- Sopek P. (2011.), „Testing the sustainability of the Croatian public debt with dynamics models”, *Financial Theory and Practice*, 2011.
- Stamm, U. i M. Macovei (2007.), „External imbalances in Croatia – A matter of concern?”, *ECFIN Country Focus, Volume 4, Issue 6*, 2007.
- Stojčić, N., M. Bečić. i P. Vojinić (2012.), „The Competitiveness of Exports from Manufacturing Industries in Croatia and Slovenia to the EU-15 Market: A Dynamic Panel Analysis”, *Hrvatski ekonomski pregled: svezak 14., br. 1., str. 69. – 105.*, 2012.
- Tkalec, M. i M. Verbič (2013.), „A new look into the prevalence of balance sheet or competitiveness effect of exchange rate depreciation in a highly euroised economy”, *Post-Communist Economies, svezak 25., br. 2., str. 225. – 240.*, 2013.
- Varga, J. i J. in 't Veld (2009.), „A Model-based Impact of EU Structural Funds on the New Member States” *European Economy, Economic Papers. 371*, ožujak 2009.
- Svjetska banka (2011.), „Employment Protection Legislation and Labour Market Outcomes: Theory, Evidence and Lessons for Croatia”, *Croatia Policy Notes*, srpanj 2011.
- Svjetski gospodarski forum (2013.), „The Travel and Tourism Competitiveness Report 2013, Reducing Barriers to Economic Growth and Job Creation”, 2013.