

Broj 80

Veljača 2025.

TROŠKOVI FINANCIRANJA, EURO I GOSPODARSKI RAST: SKRIVENA VEZA

HUB Analize izrađuje Arhivanalitika. Izneseni su stavovi autora, koji ne predstavljaju stavove HUB-a ili članica HUB-a.

Sažetak

Hrvatska je u proteklih deset godina prošla kroz dugo razdoblje nominalne financijske konvergencije koje se objašnjava fiskalnom prilagodbom i procesom priključenja europodručju. Ukupni troškovi financiranja koji obuhvaćaju kamate i naknade usporedivi su sa slovenskim, iako Slovenija ima znatno bolji kreditni rejting odnosno niži rizik i dostigla je viši stupanj socioekonomskog razvitka od Hrvatske. Troškove financiranja u Hrvatskoj više nema smisla uspoređivati s troškovima u zemljama srednje i istočne Europe koje su zadržale vlastite valute. To se odnosi i na usporedbe s Češkom, iako je ta zemlja dostigla stupanj razvoja i kreditni rejting kao Slovenija. Pojedine kamatne stope poput stopa na stambene kredite i kredite poduzećima usporedive su i sa zahtjevnijim orijentacijskim vrijednostima, na primjer s kamatnim stopama u Njemačkoj. Nakon dvije godine u europodručju ovi trendovi su stabilni, što znači da se radi o strukturnoj konvergenciji koja nije slučajna ili prolazna; nije iscrpljena samim trenutkom zamjene valuta koji se zbilo pred više od dvije godine.

Realna konvergencija koju mjerimo realnim dohotkom po stanovniku također je ubrzana. Međutim, s približavanjem Hrvatske pragu od 80% prosječnog realnog dohotka EU postaje jasno da će se nominalna konvergencija i povećanje konkurentnosti po toj osnovi gotovo dovršiti znatno prije nego što Hrvatska dostigne prosječnu razinu gospodarskog razvitka Europske unije. Drugim riječima, u proteklih desetak godina obrano je nisko voće financijske konvergencije. Njezini su učinci u najvećoj mjeri već uključeni u dostignuti stupanj gospodarskog razvitka. Stoga će u narednim godinama, pored očekivanog slabljenja doprinosa EU sredstava, troškovi financiranja također davati sve manji doprinos brzini gospodarskog rasta. U takvim uvjetima postavlja se pitanje što je u financijskom sektoru još moguće učiniti kako bi se u drugom dijelu ovoga desetljeća osnažio doprinos financijskog sektora gospodarskom rastu. Odgovor leži u poticanju razvoja tržišta kapitala. Razvoj tržišta kapitala može dati neposredan poticaj rastu produktivnosti i realnih dohodaka i otklanjanju trenutačnih ograničenja koja djeluju na strani ponude hrvatskog gospodarstva.

Uvod

Ubrzanje gospodarskog rasta u Hrvatskoj u razdoblju od 2021. do 2024. godine uglavnom se objašnjava velikim priljevom europskih sredstava i s time povezanom fiskalnom ekspanzijom, kao da je riječ o prolaznim cikličkim učincima povećane ukupne potražnje koji će nestati nakon što val priljeva europskog novca prođe. Rasprave se vode kao da niti jedan drugi čimbenik rasta nije bio na djelu proteklih godina. Može li se uistinu sav rast objasniti samo sredstvima EU? Nema prijepora o tome da je priljev EU sredstava koji se kreće između 4 i 5% BDP-a na bruto osnovi¹ dao važan doprinos gospodarskom rastu. Nema prijepora niti o tome da se Hrvatska treba pripremati za razdoblje od 2027., a naročito nakon 2030. godine, kada će se relativna važnost europskih sredstava smanjiti. Međutim, ubrzanje gospodarskoga rasta od 2021. do 2024., pogotovo u kontekstu pokrenutoga rasta u ranijem razdoblju 2015. - 2019. kada priljev europskoga novca još nije bio značajan, ne može se objasniti samo bespovratnim europskim sredstvima. Brojni čimbenici dali su svoj doprinos. Na primjer: (1.) širenje visokog obrazovanja i općenito poboljšanje kakvoće javnih usluga,² (2.) efikasnost privatnih investicija i općenito poboljšanje kakvoće alokacije faktora proizvodnje – kapitala i rada – zatim, (3.) sve dublja povezanost s gospodarskim subjektima i tokovima na jedinstvenom europskom tržištu, (4.) financijska stabilnost, ulazak u bankovnu uniju i Europski tečajni mehanizam 2020., (5.) ulazak u europodručje i Schengen 2023., (6.) rast kreditnoga rejtinga i zadnje ali ne i najmanje važno, (7.) autonomno pokretanje poduzetništva koje je danas u Hrvatskoj možda najdinamičnije u zadnjih stotinu godina. S obzirom na velike promjene koje su se događale u proteklih desetak godina, lista mogućih objašnjenja ubrzanja rasta uistinu je široka. Međutim, desetljeće 2015. - 2024. presječno je epohalnim događajima – pandemijom i iznimnom inflacijom – tako da ekonomska analiza doprinosa pojedinih čimbenika rasta nije moguća. Ona je teška i u mirnijim vremenima kada faktori rasta djeluju sa značajnim vremenskim pomacima i isprepliću se na načine koji nisu lako dokučivi teorijskim i ekonometrijskim alatima. S obzirom da slabo razumijemo složene uzroke rasta, te se plašimo razvoja događaja kada priljev europskih sredstava oslabi, nismo dobro pripremljeni za raspravu o tome što je proteklih godina bilo dobro, a što loše, odnosno, što Hrvatska treba promijeniti da bi se rast po razmjerno visokim stopama nastavio i nakon 2027. odnosno 2030. godine.³ Loše je što nemamo preciznije analitičke odgovore premda je riječ o generacijski važnom pitanju čiji će odgovor odrediti uspjeh ili neuspjeh hrvatske konvergencije prema prosjeku realnog dohotka po stanovniku Europske unije. Zasad se može procijeniti da će, u

Brojni čimbenici utjecali su na ubrzanje gospodarskoga rasta povrh sredstava EU, među njima i troškovi financiranja koji su konvergirali prema prosjecima EU i europodručja.

¹ Prije odbitka hrvatskog doprinosa proračunu EU.

² Udjel populacije u dobi od 15 do 64 godine sa završenim tercijarnim stupnjem obrazovanja povećan je prema podacima Eurostata s 18,2% 2013. na 24,9% 2023., a komparativni podaci OECD-a (indeks PMR) pokazuju usko približavanje podataka za Hrvatsku prema prosjeku vrijednosti za članice OECD-a ([Arhivanalitika, 2024](#)).

³ Spominjemo 2027. odnosno 2030. godinu, jer će povlačenje sredstava temeljem Nacionalnog plana oporavka i otpornosti (NPOO) biti dovršeno do kraja 2026. Nakon toga će nastupiti prvi manji pad relativne važnosti europskih sredstava. Korištenje sredstava iz Višegodišnjeg financijskog okvira 2021.-2027. (VFO) nastaviti će se do 2030. godine, a od tada će na raspolaganju biti novi europski proračun odnosno VFO 2028.-2034. Međutim, relativan značaj tih sredstava vjerojatno će biti znatno manji po dvije osnove: prvo, hrvatski BDP će biti znatno veći nego u vrijeme kada su pregovarani VFO 2021.-2027. i NPOO, što će značiti manji udjel Hrvatske u alokaciji, i drugo, nepredvidive političke promjene i predstojeći proces pregovaranja novog sedmogodišnjeg proračuna ukupnu vrijednost financijske omotnice čine neizvjesnom.

nedostatku novog ubrzanja rasta produktivnosti, rast iznad 80% prosjeka EU biti neusporedivo teži i sporiji od rasta koji je bio potreban za prijelaz puta od 70% prosječne razine realnog dohotka po stanovniku EU 2021. do 80%, koliko procjenjujemo dostižnim za Hrvatsku 2025. ili 2026. godine.

U ovoj analizi usredotočit ćemo se na financijske čimbenike rasta. Zadnjih smo godina preplavljeni dramatičnim vanjskim šokovima, pandemijom i zatvaranjem te ruskom agresijom na Ukrajinu i inflacijom, pa smo zbog toga propustili uočiti koliko se teret nominalnih i realnih ukupnih troškova financiranja, i to kamata i naknada za sve sektore – državu, kućanstva i poduzeća, relativno smanjio kao udjel u dodanoj vrijednosti. Radi se o dugoročnom trendu rasterećenja od troškova financiranja koje nije prolazna ili ciklička pojava koja bi se mogla objasniti samo jednim ili malim brojem događaja kao što je zamjena kune eurom. Dugoročni trendovi nalaze se pod strukturnim utjecajima kao što su stupanj internacionalizacije financijskog sustava, fiskalni kapacitet države, financijska stabilnost, uređenost institucija i kvaliteta propisa i nadzora, intenzitet tržišnog natjecanja, pritisci na povećanje efikasnosti, tehnološke promjene i inovacije. Proces pristupanja europodručju imao je učinak katalizatora nabrojanih pojava. Njihove učinke na gospodarski rast teško možemo izravno mjeriti, ali ih možemo posredno procijeniti kroz promatranje dugoročnih trendova, te iz toga izvesti zaključke o budućnosti gospodarskog rasta u Hrvatskoj.

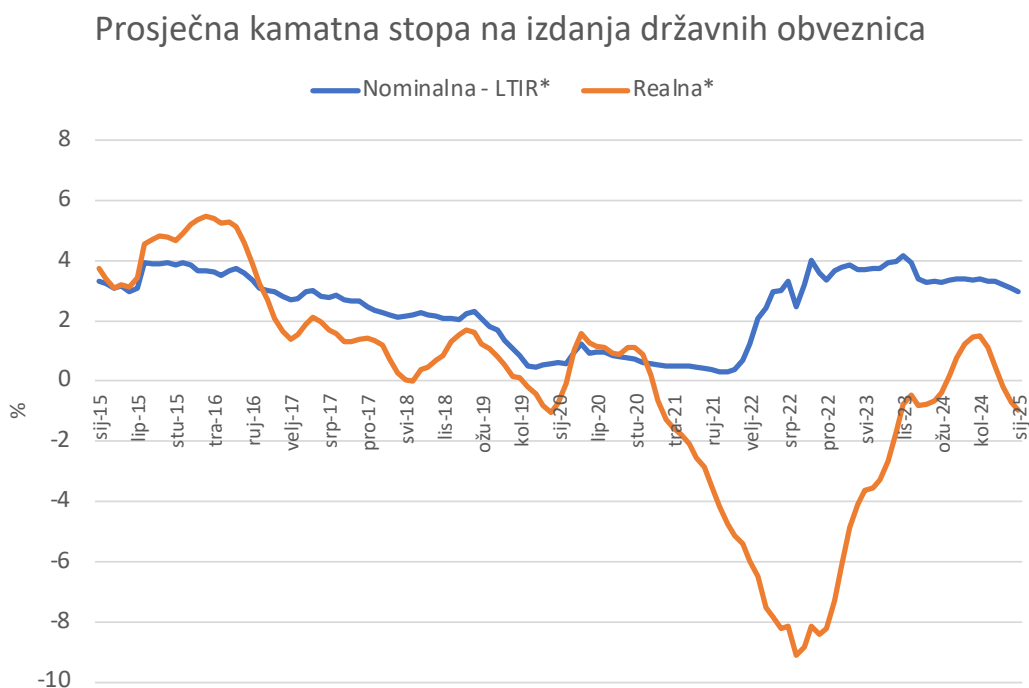
Prvi dio analize prikazuje dugoročne trendove troškova financiranja. U drugom dijelu prikazuje se analiza gospodarskog rasta kako bi se informirano raspravljalo o tome što prikazani trendovi znače za daljnji razvoj hrvatskog gospodarstva, te o tome kako postići ubrzanje rasta produktivnosti u Hrvatskoj.

I Dugoročni trendovi

Slika 1 prikazuje vremensku seriju nominalnog i realnog prinosa na hrvatske dugoročne državne obveznice iz koje se vide dvije ključne stvari:

1. Ubrzanje inflacije, koje je započelo s proljećem 2021., dovelo je do naglog rasta nominalnih kamatnih stopa na državne obveznice. Ciklus rasta je u cijelosti završen prije ulaska Hrvatske u europodručje u siječnju 2023. Od tada se ova kamatna stopa nalazi u blagom padu.
2. Realna kamatna stopa prošla je kroz rupu izazvanu visokom inflacijom od proljeća 2021. do kraja 2023., no u duljoj vremenskoj perspektivi ima padajući trend te se u trenutku izrade ove analize i dalje koleba oko nule.

Slika 1



*LTIR (eng. long-term interest rate) je vagani prosječni prinos na hrvatske državne obveznice koji HNB računa i objavljuje u tablici G8.b. Realna kamatna stopa računata je kao omjer nominalne kamatne stope u obliku $(1+i)$ i godišnje stope inflacije u istom obliku. Za računanje realne kamatne stope bitna je očekivana, a ne trenutačna inflacija. Očekivana inflacija konstruirana je kao 3-mjesečni prosjek unaprijed, tj. kao prosjek godišnje inflacije u mjesecu t , za koji se uzima nominalna kamatna stopa, u mjesecu $t+1$ i mjesecu $t+2$. Izvor: HNB, izračun autora

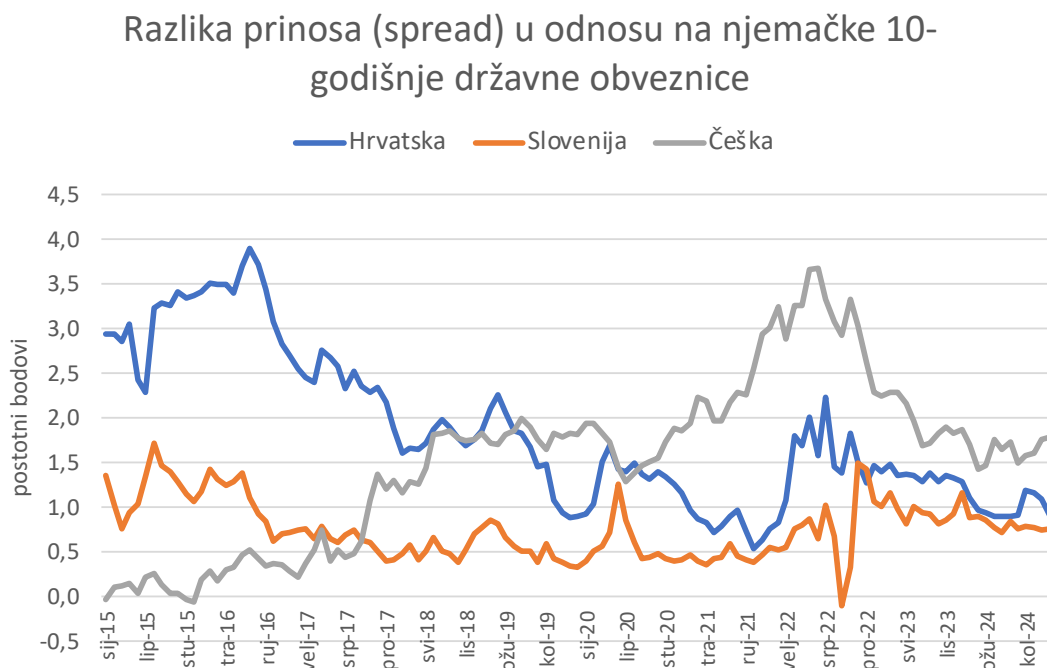
Važnost prikazanog kretanja i potencijalni učinak na rast lakše ćemo pojmiti ako promotrimo kretanje razlika 10-godišnjih prinosa (eng. *spread*) između hrvatskih, slovenskih i čeških državnih obveznica u odnosu na prinose njemačkih državnih obveznica iste ročnosti (Slika 2). Slovenija je zanimljiva jer je u cijelom promatranom razdoblju bila članica europodručja sa značajno boljim kreditnim rejtingom od Hrvatske. Češka je zemlja s rejtingom koji je isti kao slovenski (AA-) i koja je zadržala vlastitu valutu. Slovenija i Češka gospodarski su razvijenije od Hrvatske s realnim dohotkom po stanovniku oko 90% prosjeka EU. Nama razvojno bliže Poljska, Mađarska i Rumunjska nisu uključene u usporedbu jer su njihovi prinosi puno viši i kolebljiviji od prinosa u Češkoj. Stoga, sve što u nastavku zaključimo iz usporedbe s najstrožim kriterijem – Češkom – vrijedi i za ostale istočnoeuropske članice EU s vlastitim valutama.

Hrvatski spread (premija rizika) konvergirao je prema slovenskom. Konvergencija prema češkom spreadu ranije je dovršena, a zadnjih godina Češka divergira prema gore.

Slika 2 pokazuje dvije ključne stvari:

1. Hrvatski spread je ustrajno konvergirao prema slovenskom od sredine 2016. do jeseni 2021. kada je inflacijski šok uzrokovao prolaznu varijaciju. Nakon ulaska u europodručje 2023. blisko kretanje spreadova je nastavljeno.
2. Češki spread se snažno odvojio od hrvatskog prema gore prije inflacijskoga udara, na jesen 2020., i nastavio se razdvajati u razdoblju visoke inflacije. Nakon prolaska vala inflacije spread je smanjen, ali je ostao trajno povišen i trenutačno ponovo divergira.

Slika 2



Izvor: Eurostat

Konvergencija hrvatskog i slovenskog prinosa dugoročni je trend koji je u velikoj mjeri dovršen. Najbrža približavanja Hrvatske i Slovenije odvijala su se u valovima u dugom roku: prvo približavanje zbivalo se od sredine 2016. do kraja 2017. godine kada je Hrvatska započela fiskalnu prilagodbu izašavši iz procedure prekomjernog deficita (lipanj 2017.); drugo se dogodilo tijekom 2019. kada je hrvatski rejting izašao iz kategorije „smeća“, a nakon što je 2018. službeno objavljena namjera priključenja europodručju; treće je bilo tijekom 2021. nakon što je Hrvatska 2020. pristupila bankovnoj uniji i Europskom tečajnom mehanizmu i započela snažan oporavak nakon pandemijske recesije.

Konvergencija troškova financiranja povezana je s pristupanjem europodručju, ali ne u smislu jednokratnog događaja zamjene valuta, već u smislu dugotrajnog procesa.

U početku inflacijskog ciklusa koji je započeo na proljeće 2021., kada je hrvatska još uvijek imala vlastitu valutu, hrvatski spread je očekivano reagirao jače od slovenskog, no snaga hrvatskih i slovenskih reakcija približno je ujednačena prema kraju 2022. godine kada je zamjena kune eurom postala izvjesna. Nasuprot tome, reakcija češkog prinosa ne samo da je bila jača u uvjetima vanjskog inflacijskog šoka, nego se potvrđuje kao trajna. Razlog divergencije leži u tome što Češka u promatranom razdoblju nije koristila financijski štit konvergencije prema europodručju te joj nisu mogli pomoći ni iznimno dobar kreditni rejting (AA- uz stabilne izglede) niti korištenje bespovratnih EU sredstava (u Češkoj je njihova važnost manja nego u Hrvatskoj i iznosi oko 1,5% BDP-a). Pri tome razlike češkog i hrvatskog spreada ne proizlaze samo iz varijabilnosti valutnog rizika, nego i iz značajnih povratnih učinaka pristupanja europodručju na kvalitetu politika, osobito na fiskalnu politiku. Ti učinci su trajali kroz dulje vremensko razdoblje prije zamjene kune eurom.

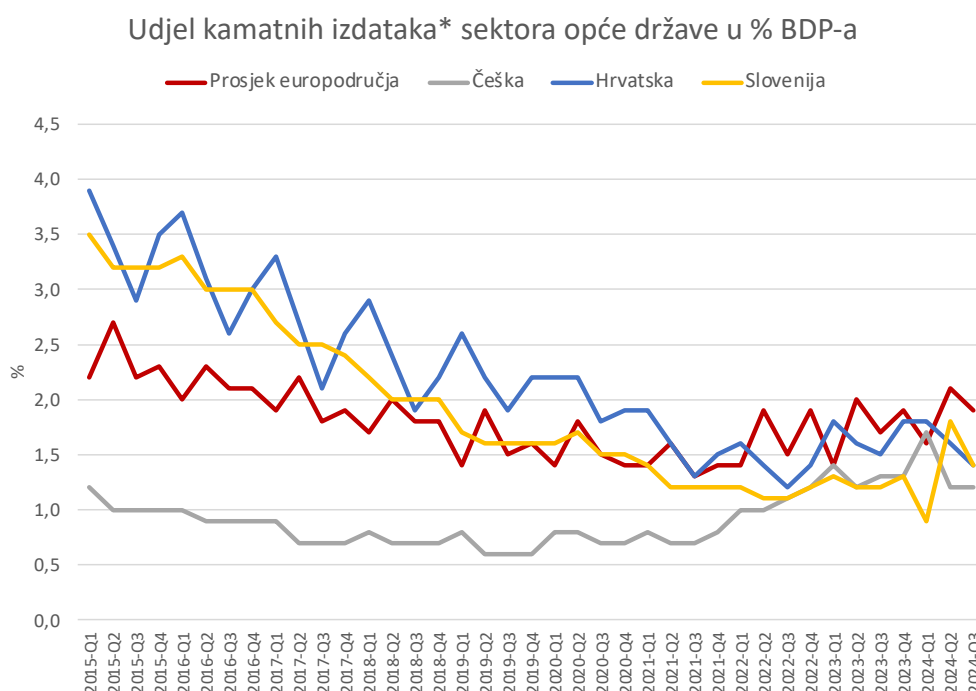
Tako su potvrđene najave iz razdoblja prije priključenja Hrvatske europodručju o tome da će priključenje monetarnoj uniji dovesti do nižih troškova financiranja (kamatnih stopa) za hrvatske subjekte. Iako je ova najava od strane dijela kritičara eura često pogrešno tumačena kao navodno iznevjerena najava da će kamatne stope pasti nakon što euro bude uveden, najava je oduvijek komunicirana u relativnom iskazu: kao najava da će kamatne stope biti niže nego što bi bile u slučaju da se Hrvatska nije otisnula na put zamjene kune eurom. Slučaj Češke, a još više primjeri Poljske, Mađarske i Rumunjske, svojevrsni su historijski laboratorij za usporedbu s alternativnim scenarijem neuvođenja eura koji se u Hrvatskoj nije dogodio.

Došlo je do velikog rasterećenja javnog sektora od plaćanja kamata u postotku BDP-a.

Učinak prikazanih kretanja na gospodarski rast i razvoj teško je izolirati iz skupa svih mogućih varijabli koje utječu na rast. Ipak, možemo izlučiti dva mjerljiva učinka koji imaju dugoročni strukturni karakter. Prvi je rasterećenje državnog proračuna od troškova financiranja. Kroz to se širi fiskalni kapacitet za rasterećenja i/ili druge produktivnije javne rashode i/ili za protucikličko djelovanje u krizama. Drugi učinak odnosi se na smanjenje relativnog troška financiranja privatnog sektora, čemu je posvećen veći dio analize u nastavku.

Na Slici 3 je prikazano kako se udjel kamatnih izdataka opće države u BDP-u od 2015. godine naovamo spuštao prema prosjeku europodručja, da bi od 2022. godine trajno ostao ispod prosjeka. Na kraju promatranog razdoblja omjeri su identični u Hrvatskoj i Sloveniji (1,4%). Češka zbog niskog omjera javnog duga i BDP-a ima niži omjer od Hrvatske, Slovenije i prosjeka europodručja, no smjer kretanja je suprotan: omjer raste. Podatak za Češku na kraju trećeg tromjesečja 2024. (1,2%) samo je 16% niži od hrvatskoga (1,4%) iako je omjer javnog duga i BDP-a Češke (43,6%) 27% niži od hrvatskoga omjera (59,7%).

Slika 3



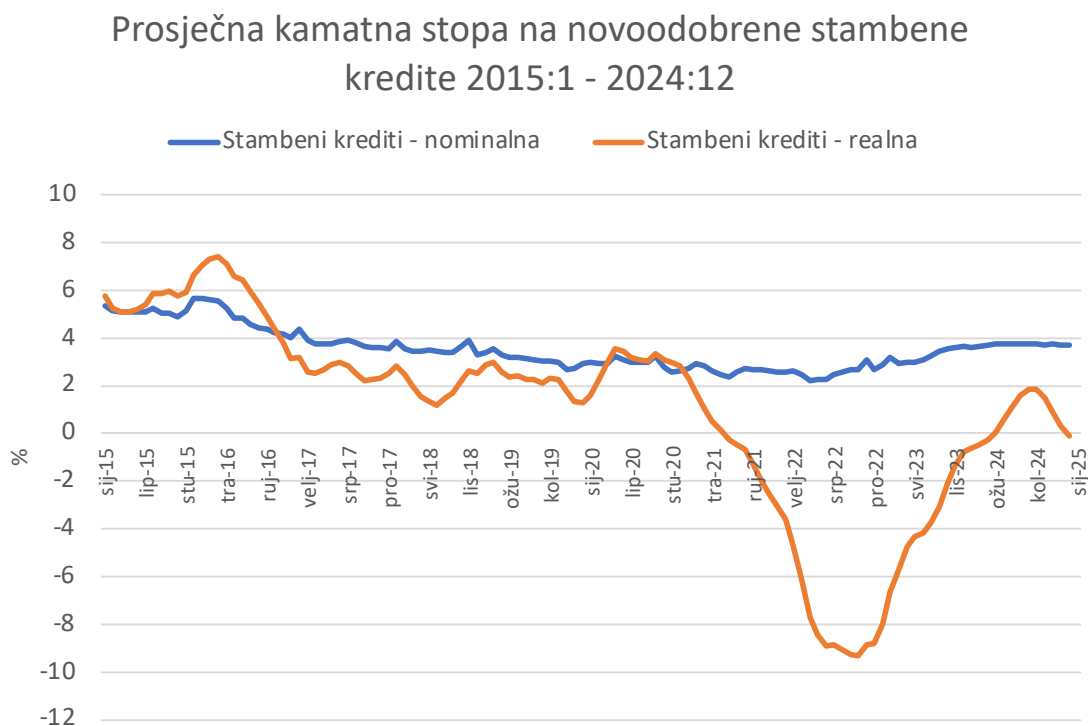
*Kamatni izdaci (eng. interest expenditure) uključuju ukupne troškove financiranja.

Izvor: Eurostat

Drugi kanal koji je djelovao kroz troškove financiranja privatnog sektora vidimo na slikama 4 i 5 koje prikazuju kretanje prosječnih nominalnih i realnih kamatnih stopa na novoodobrene kredite stanovništvu. Kretanje je veoma slično kretanju prosječnih prinosa na dugoročne državne obveznice, no kolebanja su manja. Stanovništvo je putem banaka zaštićenije od prijenosa kamatnih šokova nego državni sektor.⁴ Od minimuma do maksimuma zadnjeg ciklusa inflacije i rasta kamatnih stopa Europske središnje banke, kada je prekonoćna kamatna stopa ECB-a povećana s -0,50% na 4,00%, desetogodišnji prinos na hrvatske državne obveznice povećao se za oko 4 postotna boda (Slika 1), a prosječne kamatne stope na stambene i ostale kredite stanovništvu približno upola - malo manje od 2 postotna boda. Razlika u brzinama kamatnog prijenosa objašnjena je u analizama kamatnog prijenosa u ranijim izdanjima HUB Analiza [76](#) i [78](#). Najvažnije je primijetiti da se realna kamatna stopa na stambene kredite i dalje kreće oko nule, a kamatna stopa na ostale kredite istog je trenda ali je oduvijek malo veća zbog većeg rizika ostalih kredita kućanstvima koji su slabije osigurani od stambenih kredita.

Na kamatne stope na tržištu kredita prenijelo se približno svega pola povećanja temeljne kamatne stope u Eurosustavu, a realna kamatna stopa na stambene kredite i dalje se koleba oko nule.

Slika 4

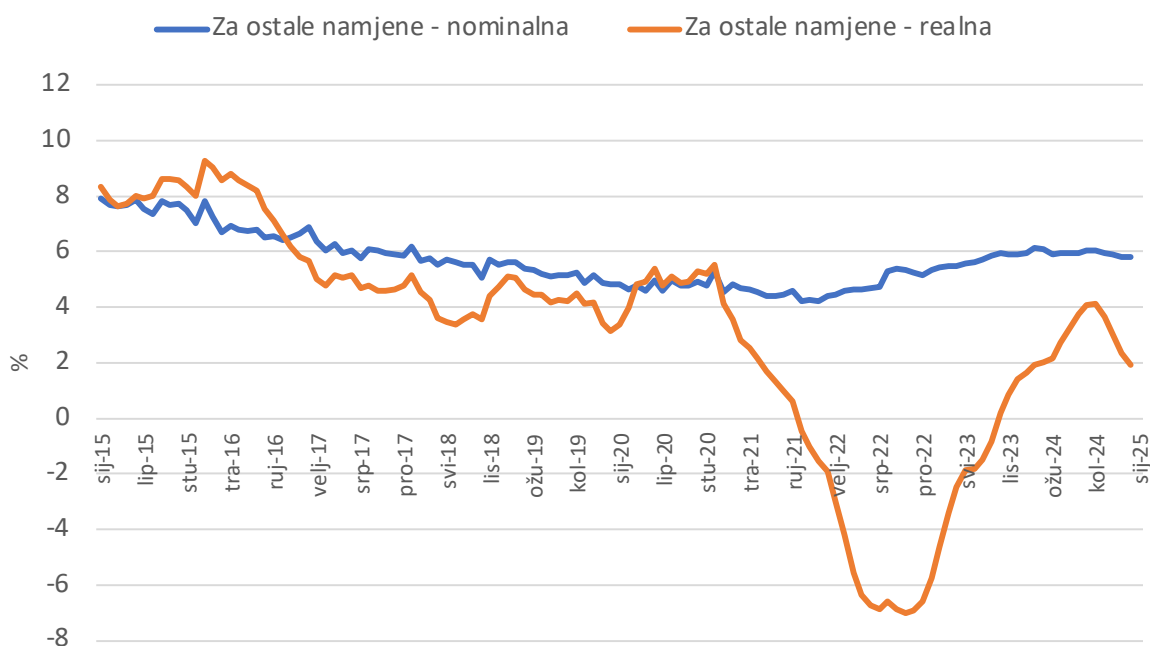


Izvor: HNB, Tablica G2, izračun autora

⁴ Desetogodišnji koeficijent korelacije na mjesečnim podacima između nominalnih prinosa na državne obveznice i prosječnih kamatnih stopa na stambene kredite iznosi 0,61, a za prosječne kamatne stope na ostale kredite iznosi 0,72.

Slika 5

Prosječna kamatna stopa na novoodobrene ostale kredite stanovništvu 2015:1 - 2024:12



Izvor: HNB, Tablica G2, izračun autora

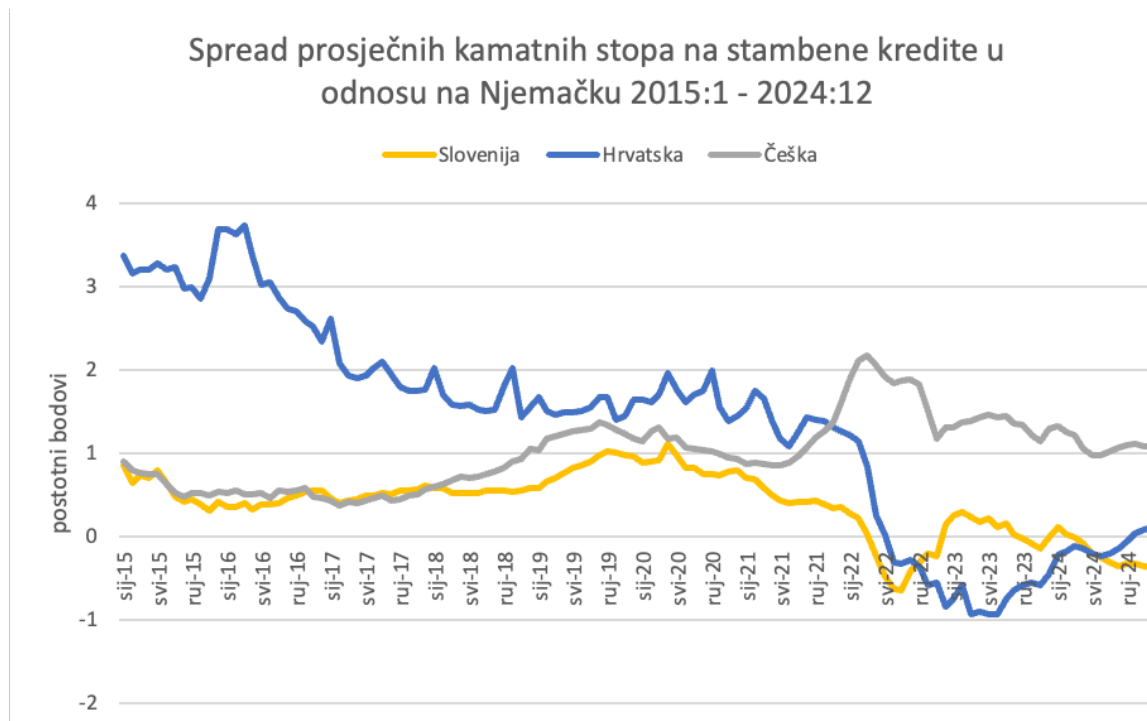
Slika 6 u nastavku pokazuje kako su se kretali odnosi kamatnih stopa na stambene kredite prema prosjeku za Njemačku.⁵ Kao i u analizi troškova financiranja države, u usporedbi je osim Slovenije samo Češka: sve što vidimo iz usporedbe s Češkom vidjeli bismo i u usporedbi s Poljskom, Mađarskom i Rumunjskom, samo u još većoj mjeri. Prosječne kamatne stope na stambene kredite stanovništvu u Hrvatskoj su konvergirale prema prosjeku za Njemačku (spread je oko nule), no prosjek ovih kamatnih stopa u Češkoj divergira nakon vanjskog šoka proteklih godina. Štoviše, Hrvatska je zbog sporijeg kamatnog prijenosa u početku zadnjeg ciklusa rasta kamatnih stopa Europske središnje banke jedno vrijeme imala značajno niže prosječne kamatne stope na stambene kredite od Njemačke i Slovenije. Potkraj 2024. došlo je do kratkotrajnog odstupanja prema gore u odnosu na Sloveniju, no obnovljeno tržišno natjecanje u uvjetima pada kamatnih stopa ECB-a (više detalja o tome u nastavku) vjerojatno će spriječiti daljnje širenje razlike.

To potvrđuje tezu da je bankarski sustav amortizirao prienos kamatnog ciklusa europodručja u razdoblju najbržeg rasta kamatnih stopa u povijesti monetarne unije. Rast kamatnih stopa ECB-a odvijao se od kraja proljeća 2022. do kraja ljeta 2023. kada je temeljna kamatna stopa u Eurosustavu povećana s -0,5 na 4,0%. Razlog djelovanja zaštitnog kišobrana pristupanja europodručju unatoč rastu kamatnih stopa leži u u naglom spuštanju stope obvezne rezerve i rastu viška slobodnih sredstava na računima rezervi banaka kod HNB-a. U našem malom

⁵ Usporedba prosječnih kamatnih stopa za ostale kredite stanovništvu nije prikazana zbog različitih klasifikacija i intenziteta korištenja različitih vrsta ostalih kredita u različitim zemljama te zbog kratkih vremenskih serija za Hrvatsku u bazi podataka Europske središnje banke, no ispravna usporedba dala bi sličan trend i navela na isti zaključak kao kod stambenih kredita.

eksperimentalnom laboratoriju koji obuhvaća tri zemlje možemo identificirati snagu tog učinka koji je imao i jači ex ante i slabiji ex post dio u odnosu na trenutak zamjene valuta. Naime, približavanje Hrvatske Češkoj bilo je postupno od 2015. do 2021., da bi od 2022. do sredine 2023. divergencija Hrvatske prema dolje bila naglo ubrzana.

Slika 6



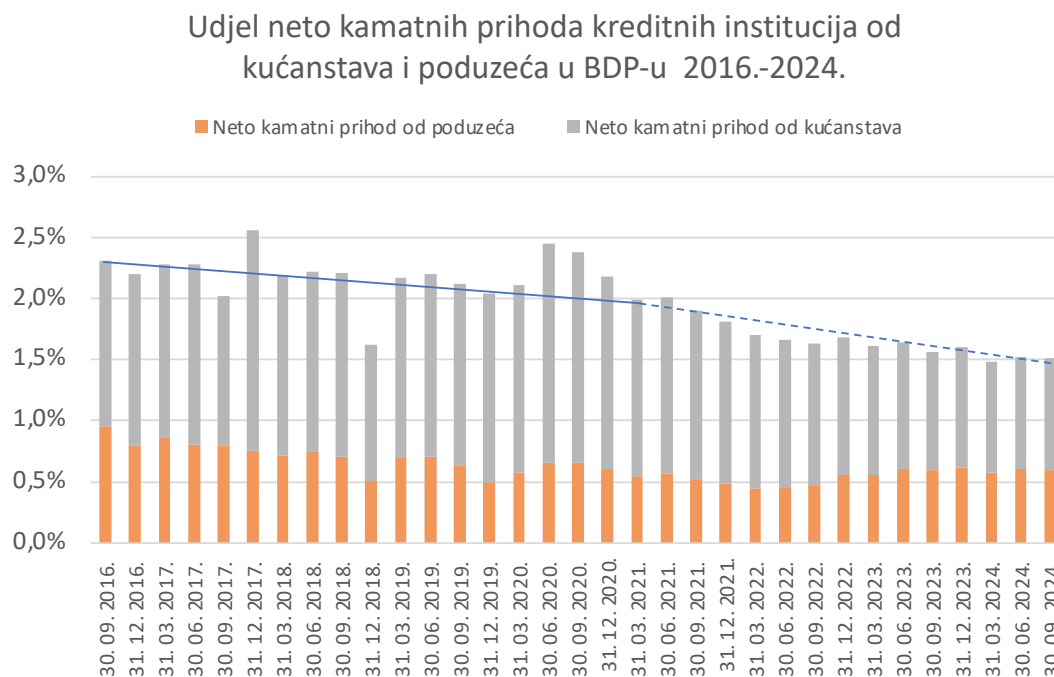
*Podaci za Sloveniju i Njemačku su ukupan trošak posudbi (eng. cost of borrowing) za stambene kredite iz baze podataka ECB-a. U toj bazi ne postoji tako duga vremenska serija za Hrvatsku, ali usporedbom podataka nakon ulaska Hrvatske u europodručje s dužom vremenskom serijom iz baze HNB-a može se utvrditi da su odstupanja HNB-ove vremenske serije minimalna (2 bazna boda u prosjeku) te je na slici prikazan HNB-ov podatak. Podatak za Češku je iz baze CNB-a ARAD i odnosi se na prosječni ukupan dugoročni trošak posudbi za stanovništvo. Izvor: ECB Data Portal, HNB Tablica G2 i CNB ARAD, izračun autora

U toku 2024. godine spread u odnosu na Njemačku u Hrvatskoj je normaliziran, no i dalje se koleba oko nule. Čvrsto je ukotvijen oko prosjeka monetarne unije. Iz toga možemo zaključiti da prikazani učinak konvergencije kamatnih stopa nije privremen nego trajan.

Smanjenje, odnosno konvergencija kamatnih stopa povezana je s dugoročnim padom udjela neto kamatnog prihoda u BDP-u. Slika 7 prikazuje smanjenje ovog udjela s 2,31% BDP-a na početku razdoblja za koje su raspoloživi podaci HNB-a potkraj 2016., na 1,51% BDP-a u trećem tromjesečju 2024. Smanjenje je ravnomjerno raspoređeno između poduzeća, za koja ukupno smanjenje iznosi 0,36% BDP-a i kućanstava, za koja ukupno smanjenje iznosi 0,44% BDP-a.⁶

⁶ Radi štednje prostora u analizi nisu posebno prikazane usporedbe kamatnih stopa na kredite poduzećima. Međutim, obrazac njihova kretanja veoma je sličan kretanju obvezničkih prinosa. Trenutačno se kreću oko prosjeka europodručja s time da je korelacija s kamatnom stopom Europske središnje banke najveća kod ove vrste kamatnih stopa.

Slika 7



*U nazivniku omjera je sezonski i kalendarski prilagođeni tromjesečni BDP koji računa Eurostat. Udjel je anualiziran.

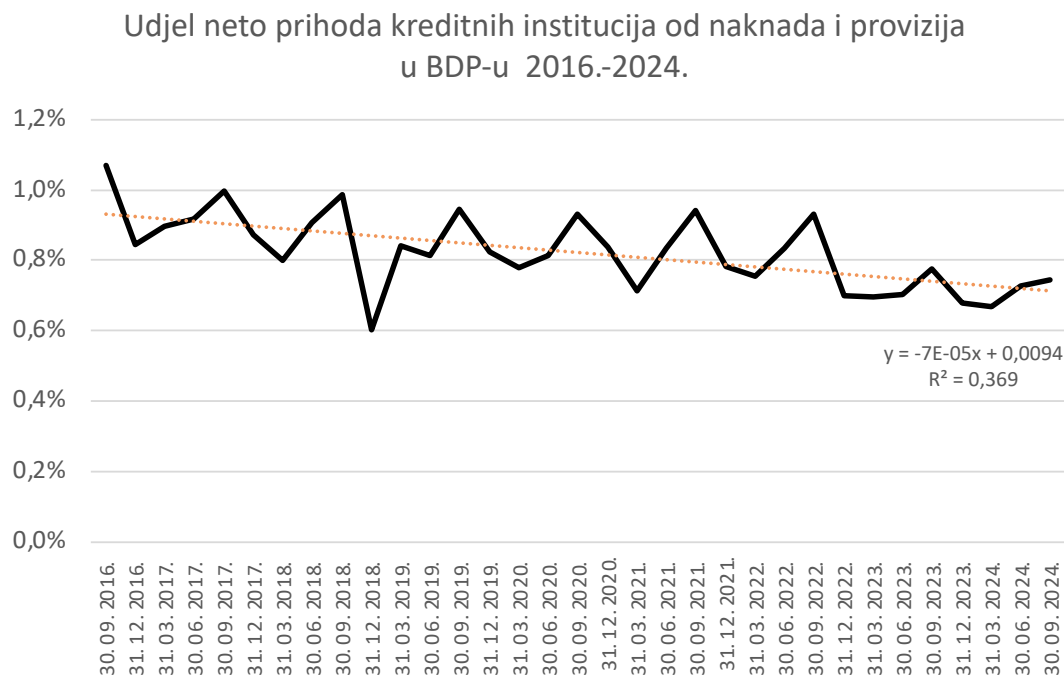
Izvor: HNB, Eurostat, izračun autora

Trend pada prikazanih udjela bio je vrlo blag do kraja 2020. U vrijeme pandemijskog zatvaranja 2020. zabilježeno je kratkotrajno povećanje omjera zbog pada ne samo realnog nego i nominalnog BDP-a. Unatoč tome, zamišljeni trend prije pandemije na Slici 7 položeniji je od trenda u ovom desetljeću. To znači da je duž procesa pristupanja europodručju, tj. nakon pristupanja Hrvatske bankovnoj uniji i Europskom tečajnom mehanizmu 2020., te prije i poslije same zamjene kune eurom u siječnju 2023., koncentriran gotovo cjelokupan učinak rasterećenja privatnog sektora mjereno udjelom neto kamatnog prihoda u BDP-u.

Rasterećenja po osnovi naknada i provizija iznose oko 0,3% BDP-a u dugom roku.

Financijski tereti ne uključuju samo kamate. Naknade i provizije isto tako predstavljaju dio troškova financiranja i, u širem smislu, korištenja financijskih usluga kreditnih institucija. Statistika ne omogućava odvojeno sektorsko praćenje neto prihoda banaka od naknada i provizija koje plaćaju kućanstava i poduzeća, no to ne priječi konstrukciju ukupnog omjera neto prihoda od naknada i provizija u postotku BDP-a. To je prikazano na Slici 8. Udjel neto prihoda kreditnih institucija od ukupnih naknada i provizija u BDP-u smanjen je s 1,07% na početku promatranog razdoblja na 0,75% u u trećem tromjesečju 2024. Dugoročni trend je značajno nagnut prema dolje, ali se u dugom roku ne vidi lom trenda kao kod neto kamatnog prihoda na Slici 7. Zbog toga kod ovog pokazatelja možemo govoriti o dugoročnom djelovanju strukturnih obilježja sustava kao što je intenzitet konkurencije koji dovodi do tehnološkog napretka i veće efikasnosti financijskog posredovanja.

Slika 8



*U nazivniku omjera je sezonski i kalendarski prilagođeni tromjesečni BDP koji računa Eurostat. Omjeri su anualizirani.

Izvor: HNB, Eurostat, izračun autora

Zbirni dugoročni učinak smanjenja troškova kroz oba kanala - kroz neto kamatni prihod naplaćen od kućanstava i poduzeća i ukupan neto prihod od naknada i provizija – iznosi 1,12% BDP-a u razdoblju od trećeg tromjesečja 2016. do trećeg tromjesečja 2024. Ukupan neto trošak financiranja i korištenja financijskih usluga kreditnih institucija za sektore kućanstava i poduzeća s uključenim kamatama i svim provizijama i naknadama smanjen je s 3,38 na 2,26% BDP-a. Od toga se 0,80% BDP-a ili 71% ukupnih ušteda odnosi na smanjenje udjela neto kamatnog prihoda (što je približno ravnomjerno raspoređeno između kućanstava i poduzeća), a 0,32% BDP-a ili 29% na smanjenje udjela neto prihoda od naknada i provizija u BDP-u.

U ukupnom učinku rasterećenja dominira pad udjela neto kamatnog prihoda koji su platila poduzeća i kućanstva za oko 0,8% tekućeg BDP-a.

U nastavku tražimo odgovore na dva pitanja koja uvode u razmatranje učinaka prikazanih kretanja na gospodarski rast:

1. Je li Hrvatska prema razinama i trendovima prikazanih udjela ukupnih troškova financiranja i korištenja financijskih usluga kreditnih institucija u BDP-u posebna u usporedbi sa sličnim državama, ili se radi o sveprisutnom trendu?⁷
2. Iskrivljuju li prikazani udjeli u BDP-u neke druge, važnije odnose opterećenja, na primjer, relativne terete osobnih dohoda?

⁷ Iako je u ovoj analizi riječ samo o financijskim izdacima koji nastaju za klijente iz njihovih odnosa s kreditnim institucijama, to jest najvažniji izvor troškova financiranja i reprezentativan je za ostale troškove mimo banaka.

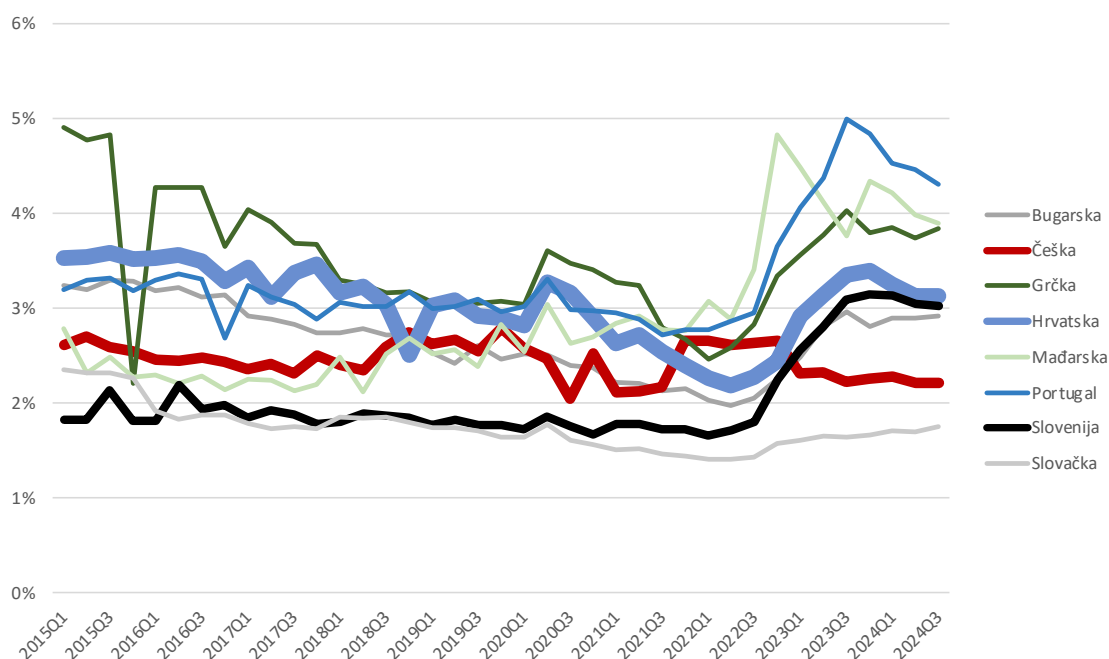
Baze međunarodno usporedivih podataka nisu toliko detaljne kao HNB-ove, ali možemo uspoređivati trendove neto kamatnog prihoda iskazanog udjelom u BDP-u. Ukupan neto kamatni prihod nije rastavljen na sektorske tokove, što znači da uključuje i prihode banaka u poslovima s državom i središnjim bankama. Zbog toga je u neto kamatnom prihodu na sljedećoj slici sadržan učinak remuneracije – kamate koju Eurosustav plaća bankama na rezervni novac. Češka narodna banka ne plaća remuneraciju. Države članice EU koje su uvrštene na Sliku 9 izabrane su uz uvjet da u bazi ECB-a imaju potpune i čiste vremenske serije bez neobjašnjivo velikih varijacija, da imaju ne manje od tri i ne znatno više od oko deset milijuna stanovnika (kako bi se izbjegao neobjašnjeni učinak ekonomija razmjera na razlike u vrijednostima pokazatelja među zemljama), da na slici budu predstavljene zemlje u i izvan europodručja i da budu na sličnom stupnju razvoja. Naime, kada bi se usporedba radila s najrazvijenijim državama, na primjer nordijskima, efekt relativne zaduženosti (dug/BDP) koja je tamo puno veća umanjio bi usporedivost podataka. U svakom slučaju, na Slici 9 nas više zanimaju promjene nego razlike u razinama vrijednosti pokazatelja. Češka, Hrvatska i Slovenija istaknute su debljim linijama. Iz Slike 9 možemo zaključiti sljedeće:

Udjel neto kamatnog prihoda u BDP-u u Hrvatskoj sada je sličan kao u Sloveniji.

1. Hrvatska je bilježila dugoročni trend pada udjela i po ulasku u europodručje u potpunosti je konvergirala Češkoj i Sloveniji. Kretanje je nakon toga usklađeno sa Slovenijom s kojom Hrvatska sada zauzima sredinu slike gdje je i Bugarska.
2. Grčka, Mađarska i Portugal bilježe znatno veće udjele neto kamatnog prihoda u BDP-u, dok je češki udjel ostao nizak zbog neplaćanja remuneracije, a Slovački je ostao relativno nizak zbog niže likvidnosti tamošnjih banaka koja ograničava njihov kamatni prihod od remuneracije rezervi u Eurosustavu. No i u slučaju Slovačke, nasuprot Češkoj, vidi se početak ciklusa rasta udjela.

Slika 9

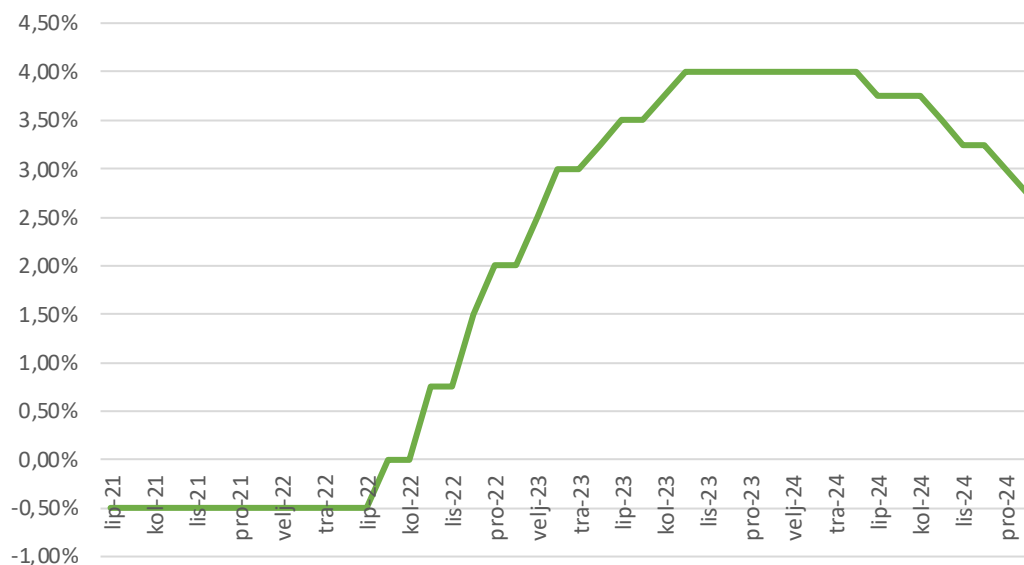
Udjel ukupnog neto kamatnog prihoda u BDP-u 2015.-2024.



Izvor: ECB Data Portal, Eurostat, izračun autora

Slika 10

Kamatna stopa na prekonoćni depozit u Eurosustavu u zadnjem kamatnom ciklusu



Izvor: ECB

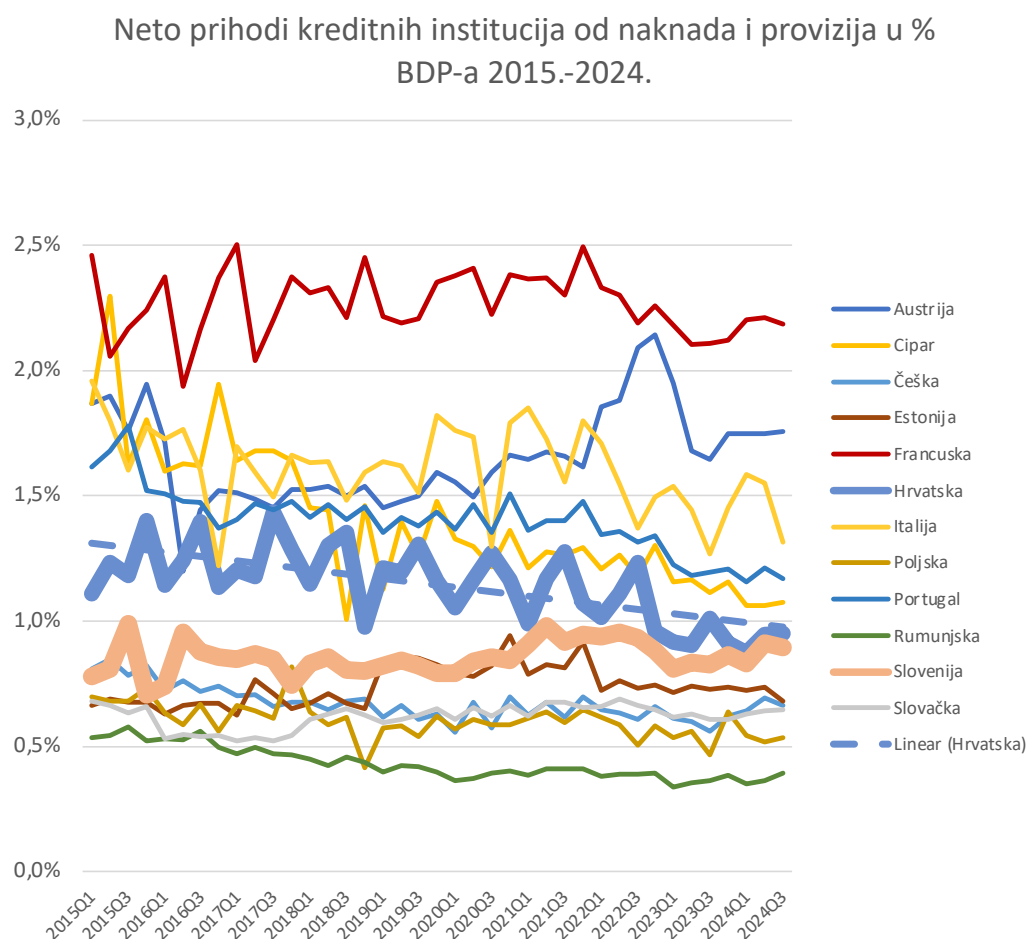
Kako je povećani kamatni prihod od remuneracije rezervnoga novca na računima kod središnjih banaka privremen, možemo očekivati da će se linije država članica europodručja na Slici 9 vraćati prema strukturnom dugoročnom trendu nakon normalizacije kamatnih stopa koja je u Eurosustavu već započela. Kao što vidimo na Slici 10, kamatna stopa na prekonoćni depozit Eurosustava smanjena je s maksimuma od 4,0% (vrijedila je od rujna 2023. do svibnja 2024.) na aktualnih 2,75%. U trenutku dovršetka analize očekuje se da će tijekom 2025. dalje padati. Vizualnom usporedbom Slika 9 i 10 lako je zapaziti usku korelaciju između udjela neto kamatnih prihoda u BDP-u koji su prikazani na Slici 9 za članice europodručja Portugal, Grčku, Hrvatsku i Sloveniju, te u nešto manjoj mjeri za Slovačku, i glavne kamatne stope u Eurosustavu.

Počeo je pad temeljne kamatne stope Eurosustava što će se vjerojatno nastaviti i doprinijeti normalizaciji udjela neto kamatnog prihoda u BDP-u u skladu s dugoročnim trendom.

Promatranju dugoročnih strukturnih trendova možemo se vratiti kroz usporedbu kretanja udjela neto prihoda od naknada i provizija u BDP-u. Taj udjel nije pod utjecajem monetarne politike u Eurosustavu. Manje je osjetljiv na to ima li država koju promatramo vlastitu valutu ili koristi euro. U većoj mjeri je osjetljiv na strukturne utjecaje kao što su ekonomije razmjera, gospodarski rast i razvoj, širina spektra ponude financijskih usluga izvan užeg obuhvata tradicionalnih usluga, a na ovaj udjel utječu i tehnološki napredak i intenzitet konkurencije. Stoga nas na Slici 11, kao i pri usporedbi na Slici 9, prvo zanimaju dugoročni trendovi. Potom ćemo tumačiti razlike u razinama vrijednosti pokazatelja među zemljama vodeći računa da su te razlike od sekundarne važnosti jer odražavaju strukturne razlike u obuhvatu financijskih usluga koje obavljaju banke.

Usporedba uključuje širi skup država članica EU. Nisu uključene države članice za koje u bazi nedostaju podaci, ili se vide očite greške ili neobjašnjive metodološke promjene u podacima (Belgija, Bugarska, Njemačka, Španjolska, Finska, Litva, Latvija, Mađarska, Nizozemska, Irska, Švedska). Isključeni su i Luksemburg i Malta koji djelomično funkcioniraju kao financijske oaze. Slika 11 potvrđuje dugoročni padajući trend udjela neto prihoda od naknada i provizija u BDP-u u Hrvatskoj.⁸ Hrvatska i Slovenija istaknute su debljim linijama kako bi se ponovo naglasila velika razlika (viši omjer) u Hrvatskoj pred deset godina i potpuna konvergencija koja je ostvarena u međuvremenu. Gornja linija je Francuska, donja Rumunjska. Osim Rumunjske, ispod Hrvatske i Slovenije nalaze se druge bivše socijalističke zemlje – Češka, Slovačka, Estonija i Poljska. Stoga prikazane razlike u razinama ovih udjela treba tumačiti dostignutim stupnjevima financijskog, a ne samo općeg gospodarskog razvitka, što pokazujemo u nastavku.

Slika 11



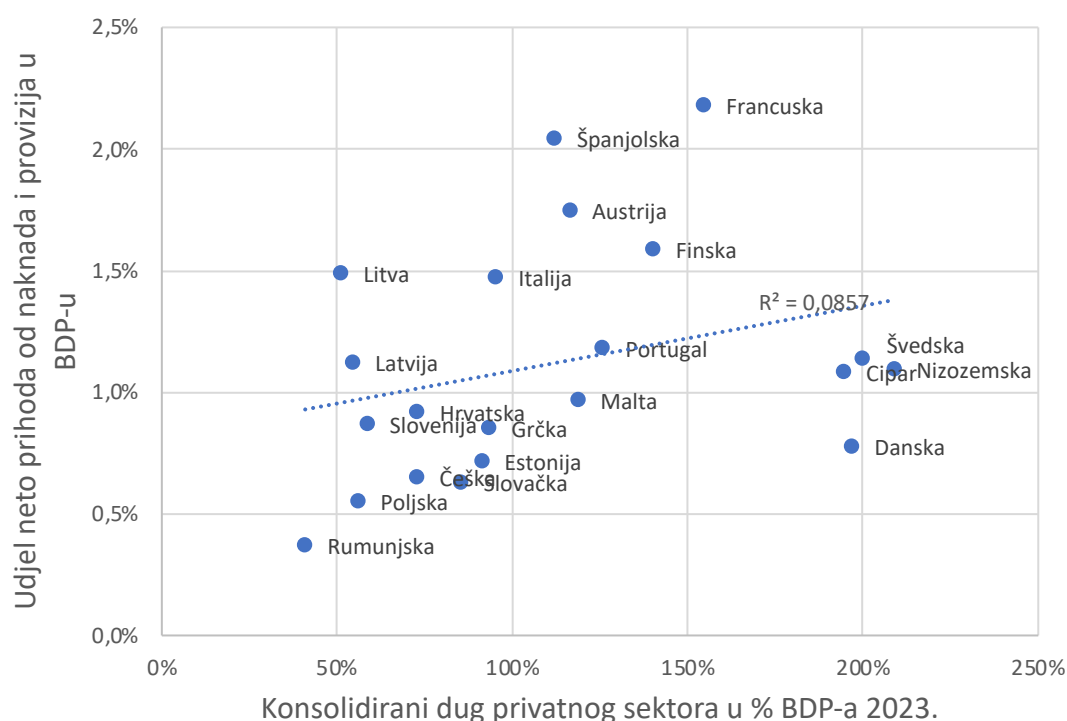
Izvor: ECB Data Portal, Eurostat, izračun autora

⁸ Prikazani omjeri su anualizirani. Prema međunarodno usporedivoj metodologiji ECB-a ovaj omjer je za približno 0,2% BDP-a veći nego prema metodologiji HNB-a. To se objašnjava konsolidacijom: podatak iz baze podataka ECB-a nije konsolidiran, dok podatak HNB-a jest. Zbog toga je omjer iz HNB-ovih podataka manji. Omjer konstruiran iz baze podataka HNB-a relevantniji je za klijente jer je izveden nakon konsolidacije računa. Međutim, to ne umanjuje relevantnost podataka ECB-a za međunarodne usporedbe jer se ista metodologija primjenjuje za sve zemlje.

Na Slici 12 promatramo vezu između pokazatelja financijskog razvitka – omjera ukupnog konsolidiranog duga privatnog sektora i BDP-a – koji je prikazan na osi x i udjela neto prihoda od provizija i naknada u BDP-u. Obuhvat država je širi nego na Slici 11 jer možemo zanemariti nedostajuće podatke ili metodološke varijacije iz ranijih godina budući da uspoređujemo podatak za 2023. na osi x s prosjekom za zadnja četiri raspoloživa tromjesečja od Q4 2023 do Q3 2024 na osi y. Između razine financijskog razvitka i udjela naknada i provizija u BDP-u postoji očekivana pozitivna veza, a Hrvatska ima niži udjel od očekivanog (nalazi se ispod regresijske linije). Međutim, veza je veoma slaba (nizak koeficijent determinacije) zbog četiri države koje odstupaju visinom financijskog razvitka i niskim udjelom neto naknada i provizija (Cipar, Nizozemska, Danska i Švedska). To je rezultat iznimnih volumena poslovanja i specifičnih načina organizacije financijskih sektora, što je u tim zemljama povezano s visokim udjelima sektora kreditnih institucija u BDP-u. Na Slici 13 otklonjen je utjecaj četiri spomenute zemlje. Koeficijent determinacije osjetno je povećan, a Hrvatska je priljubljena uz regresijsku liniju s donje strane. Znači da Hrvatska ima upravo onoliki omjer neto prihoda od naknada i provizija u BDP-u kakav očekujemo s obzirom na dostignuti stupanj financijskog razvitka.

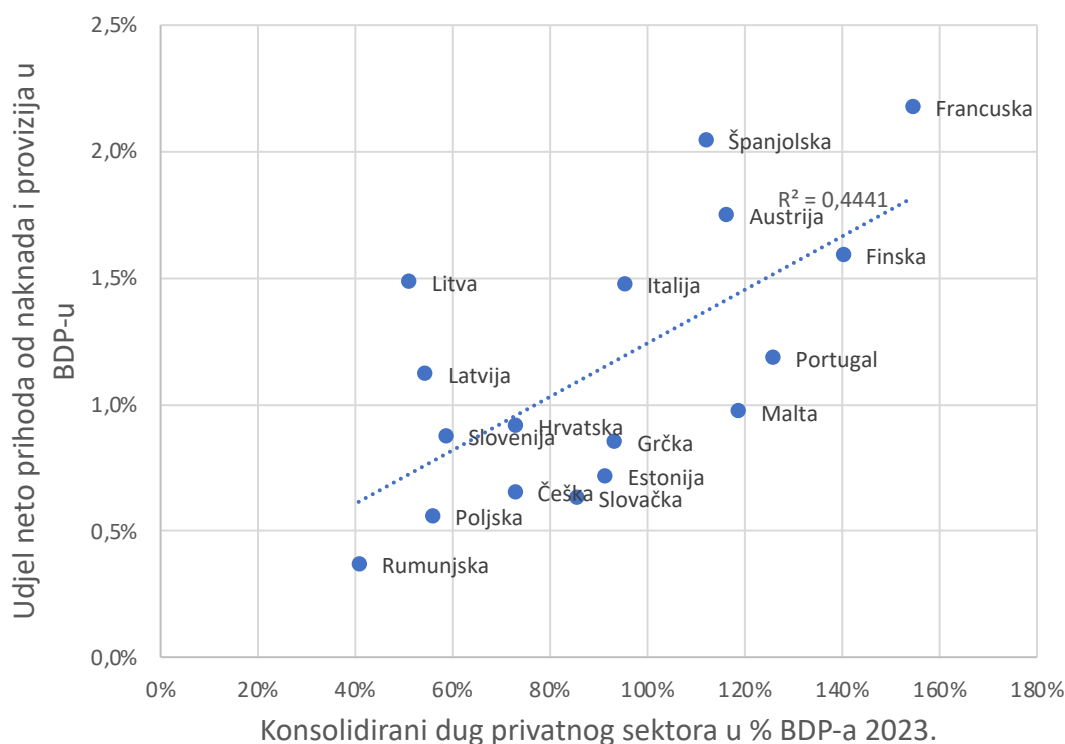
Hrvatska ima očekivani (može se tumačiti kao prosječni) udjel neto prihoda od naknada i provizija kreditnih institucija u BDP-a s obzirom na dostignuti stupanj financijskog razvitka.

Slika 12



Izvor: ECB Data Portal, Eurostat, izračun autora

Slika 13 bez Cipra, Danske, Nizozemske i Švedske



Izvor: ECB Data Portal, Eurostat, izračun autora

II Utjecaj na gospodarski rast

Prvi dio analize pokazao je financijska troškovna rasterećenja koja su u proteklih deset godina nastupila za vladin i privatni sektor u Hrvatskoj. Ishodišta rasterećenja nalaze se u funkcioniranju financijskog sektora i reformama koje su bile povezane s pristupanjem europodručju što se nadogradilo na strukturno konsolidiran i internacionaliziran bankovni sektor. Zamjena kune eurom bio je jednokratni događaj koji je plijenio pažnju, pa smo propustili registrirati složene učinke procesa pristupanja u dugom roku. Dio promjena osjetio se puno prije zamjene valuta. Takav je bio na primjer slučaj s utjecajem na fiskalnu prilagodbu, početkom osjetnijeg smanjenja kamatnih stopa i padom udjela neto prihoda od naknada i provizija u BDP-u. Dio promjene nastupio je neposredno prije zamjene valuta: na primjer, snažna konvergencija svih vidova troškova novca. Dio smo osjetili nakon zamjene: na primjer, spori prijenos kamatnog šoka i praktički dovršetak kamatne konvergencije.

Utjecaj konvergencije troškova financiranja na gospodarski rast će s vremenom oslabiti.

Zbog složenog rasporeda ovih učinaka u vremenu i odgođenih učinaka na rast, uz dodatak vanjskih šokova poput pandemije i inflacijskih iznenađenja koji su mutili sliku, nije bilo moguće izolirati i pouzdano kvantificirati utjecaj opisanih čimbenika na gospodarski rast. No, razumno je pretpostaviti da je pozitivan utjecaj postojao i da će se nastaviti. Postavlja se pitanje koliko utjecaj konvergencije troškova financiranja može biti snažan u budućnosti.

Utjecaj troškova financiranja na rast moramo tumačiti uz nužan oprez. Opres je nužan zbog toga što u slučaju uspješne monetarne i financijske konvergencije i manje uspješne realne konvergencije (dostizanja prosječnog realnog dohotka po stanovniku EU) mogu nastati makroekonomske neravnoteže. One mogu omesti dugoročni proces rasta i razvoja oko kojega u Hrvatskoj u ovom trenutku postoji određen optimizam. Drugim riječima, previše dobrog (rasterećenja financijskih troškova) moguća je situacija jer je u velikom monetarnom području moguće da monetarna politika (kamatne stope) koja odgovara najvećem dijelu cjeline (na primjer Njemačkoj, Francuskoj, Španjolskoj i Nizozemskoj) ne mora odgovarati manjem dijelu monetarne unije (na primjer Hrvatskoj i Malti). U Hrvatskoj se sve češće spominje da monetarna politika Eurosustava nije optimalna za nas. Međutim, uz standardne instrumente fiskalne politike koji nacionalnim vlastima stoje na raspolaganju za korekciju eventualnih makroekonomskih neravnoteža, bankovna i monetarna unija pojedinim državama omogućavaju dodatne prilagodbe uz pomoć makrobonitetnih instrumenata koje HNB već koristi. Prema tome, kratkoročna odstupanja od optimalnog stanja cijele monetarne unije ne predstavljaju nepremostiv problem. Dugoročne strukturne koristi od priključenja europodručju nastavljaju djelovati i u takvoj situaciji.

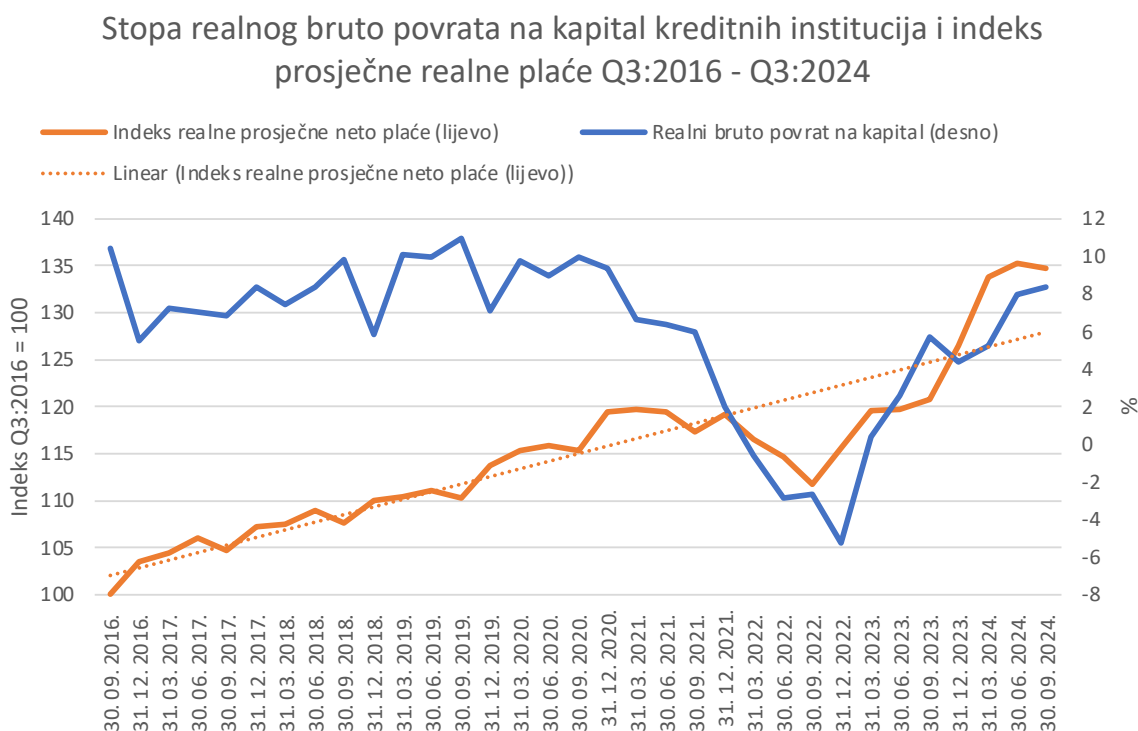
U drugom dijelu analize skrećemo pažnju na fundamentalnu promjenu koja je nastupila u vidu promjene relativne cijene faktora proizvodnje – kapitala i rada. Naime, prvi dio analize može se tumačiti kao prikaz dugoročnog procesa rasterećenja gospodarske aktivnosti od realnog troška kapitala. Zanimljivo je razmotriti što se tijekom toga procesa događalo s realnim troškom rada i iz impliciranog odnosa relativne cijene kapitala i rada izvesti zaključke o jazu između trenutačnih i poželjnih karakteristika dugoročnog gospodarskog rasta u Hrvatskoj.

Slika 14 prikazuje kretanje indeksa prosječne realne neto plaće. To je dobra aproksimacija kretanja ukupnog realnog troška rada po zaposlenom. Usporedo pratimo kretanje realne stope povrata na ukupan regulatorni kapital koji je uložen u hrvatske banke. Ova stopa povrata nije standardni povrat na kapital „ROE“. Osim što je korigirana za inflaciju (kao i prosječna plaća), prikazana stopa povrata konstruirana je prije poreza i bez učinaka neto kamatnih i ostalih prihoda iz poslova s državom, središnjom bankom i drugim financijskim institucijama te bez troškova rizika, dakle bez stavki s kratkoročnim kolebanjima. Radi se o aproksimaciji fundamentalnog realnog bruto povrata na kapital. Računa se kao zbir neto kamatnih prihoda iz poslova s kućanstvima i poduzećima i neto prihoda od ukupnih naknada i provizija umanjениh za administrativne troškove poslovanja, podijeljeno s uloženim kapitalom.⁹ Osim što daje prikaz realnog omjera i trenda, ovako konstruiran povrat na kapital otklanja dio učinka kamatnog ciklusa koji djeluje mimo poslova s privatnim sektorom. U ovom fundamentalnom pokazatelju ne vidi se utjecaj privremeno povećanog prihoda od remuneracije rezervnog novca u Eurosustavu:

Realna fundamentalna (bruto) stopa povrata na kapital tek je vraćena na razinu dugoročnog prosjeka.

⁹ Za potrebe ovog izračuna u nazivniku je korišten iznos regulatornog kapitala. Iz brojnika su isključene i druge kolebljive stavke koje nisu glavni depozitno-kreditni posao banaka kao što su prihodi od trgovanja i drugih ulaganja vlastitog kapitala. Deflacioniranje je provedeno istom metodom kao za realne plaće – unazad u vremenu, a ne unaprijed prema očekivanoj inflaciji kao što bi bilo ispravno za pokazatelj prinosa, kako različite metode deflacioniranja ne bi uzrokovale razlike u kretanjima pokazatelja. Realna prosječna plaća izračunata je iz mjesečnih podataka kao prosjek za tri mjeseca u tromjesečju. Mjesečna realna prosječna plaća izračunata je deflacioniranjem nominalne plaće isplaćene u mjesecu za protekli mjesec cijenama u tom mjesecu, što je drugačije od metode DZS-a koji realne plaće računa deflacioniranjem nominalne plaće isplaćene za prethodni mjesec cijenama u mjesecu.

Slika 14



Izvor: HNB, DZS, izračun autora

Iz Slike 14 izvodimo dva glavna zaključka:

1. Realni bruto fundamentalni povrat na kapital kreditnih institucija kretao se stabilno između 7 i 10% na godinu do početka inflacijskog ciklusa na proljeće 2021. Uslijedio je pad zbog inflacije, koji je trajao do ulaska u europodručje uz negativne stope realnog povrata na vrhuncu inflacijskoga vala 2022. - 2023. U toku 2024. uslijedio je oporavak, ponajviše zahvaljujući usporavanju inflacije, no stopa je tek vraćena na razinu dugoročnog prosjeka. Iz prikazanih kretanja nije moguće identificirati trend. Ako inflacija ostane trajno povišena iznad 2%, dugoročni trend bi se s vremenom mogao pokazati kao padajući no još uvijek je moguće očekivati i stabilnu razinu između približno 7 i 10% u dugom roku.
2. Indeks realne prosječne plaće u istom razdoblju bilježi snažan rastući trend po prosječnoj dugoročnoj stopi od 3,7% na godinu. Inflacijski ciklus od proljeća 2021. do početka 2024. oborio je indeks realne plaće ispod trenda na sličan način kao što je utjecao i na realni bruto fundamentalni povrat na kapital banaka. Međutim, od prošle godine realne plaće su izbile iznad dugoročnog trenda.

Iako između fundamentalnog realnog povrata na kapital koji je uložen u banke i ukupnog realnog povrata na kapital u cijelom gospodarstvu sigurno ne postoji savršena korelacija, veličina i uloga bankarskog sektora ukazuju na to da bi se prikazani realni bruto povrat na kapital mogao smatrati aproksimacijom kretanja ukupne stope realnoga povrata na kapital u gospodarstvu. Ukupan regulatorni kapital hrvatskih banaka na dan 30.9.2024. iznosio je 8,2 milijarde eura ili oko 10% BDP-a. Radi se o važnom dijelu ukupnog kapitala uloženog u hrvatsko gospodarstvo. Prema podacima FINA-e za 2023. godinu, ukupan kapital i rezerve hrvatskih

poduzeća s uključenim državnim poduzećima iznosio je oko 85 milijardi eura što znači da kapital uložen u hrvatske banke čini približno desetinu vrijednosti sveukupnog kapitala uloženog u sva hrvatska poduzeća, ako i banke smatramo poduzećima. Drugo, banke i poduzeća su u istom čamcu: kada jednima ide dobro, dobro ide i drugima, i obratno. Ako prihvatimo da je fundamentalni bruto povrat na kapital uložen u banke aproksimacija stope realnog povrata na kapital za cijelo gospodarstvo, otvara se pitanje što možemo posredno zaključiti o karakteristikama gospodarskoga rasta ako u relativno kratkom povijesnom razdoblju dođe do stagnacije ili pada realnog doprinosa kapitala uz brzi rast realnog doprinosa rada?

Ovo nije pitanje raspodjele. Kroz prizmu raspodjele moglo bi se zaključiti da je dobro ako dolazi do preraspodjele u korist rada. Međutim, na prikazani odnos prvenstveno utječe proizvodna strana, strana ponude. Iz perspektive Solow-Swan proizvodne funkcije gospodarstva može se izvesti predviđanje da brzi pad relativne cijene kapitala u odnosu na rad može ukazivati na nedostatak ključnog supstrata dugoročnog rasta produktivnosti, takozvane ukupne produktivnosti faktora proizvodnje ili tehnološkog napretka. Ovu tezu moramo pojasniti.

Postoje tri načina kako proizvodnja u nacionalnoj ekonomiji može rasti u dugom roku:

1. Povećani angažman radnika kroz veći broj radnih sati ili veći broj zaposlenih (no u tom slučaju nema rasta produktivnosti rada i realne prosječne plaće; za rast produktivnosti i prosječne kupovne moći potrebni su (2) i/ili (3)).
2. Veći angažman kapitala po radniku (bolja kapitalna opremljenost rada, na primjer razlika u produktivnosti poliklinika odnosno razlika dijagnostike i liječenja sa i bez ultrazvuka): u ovom slučaju događa se rast produktivnosti i realnih plaća, ali je taj rast ograničen ako nema faktora (3).
3. Inovacije i tehnološki napredak: djeluju ako netko izmisli puno bolji ultrazvuk koji u praksi odmijeni druge slične tehnologije, ili jednostavnije, svoj novi proizvod plasira novim kupcima na novom tržištu; u ovu kategoriju doprinosa rastu ulaze i svi drugi čimbenici rasta koji nisu obuhvaćeni s (1) i (2), na primjer širenje znanja, povećanje kvalitete institucija i politika, efikasnost administracije, smanjenje korupcije i slično.

U gospodarstvima čiji razvoj uključuje značajan dio faktora (3) - ukupne faktorske produktivnosti - realne plaće (realni troškovi rada) u dugom roku bit će veći nego u gospodarstvima gdje se rast produktivnosti zasniva samo na faktoru (2). U inovativnim gospodarstvima realni povrati na kapital bit će otporni na pad i povremeno će prolaziti kroz izboje rasta. S druge strane, u gospodarstvima u kojima je rast produktivnosti povezan isključivo s faktorom kapitalne opremljenosti rada (2: napredak dolazi kroz nabavku više ultrazvučnih uređaja koji su izmišljeni i već su u širokoj uporabi drugdje), imat ćemo razdoblja brzog razdvajanja realne stope povrata na kapital i realne stope nadnica, a krajnji doseg produktivnosti i životnog standarda (stvarne kupovne moći) bit će niži nego u gospodarstvu sa snažnom prisutnošću faktora (3). Razvojni limit se dostiže kada se opremljenost rada kapitalom (poznati omjer K/L) približi omjeru u drugim zemljama. U našem primjeru s ultrazvukom to će se dogoditi kada broj UZV aparata po broju pacijenata dostigne neki standard razvijenoga svijeta. U toku procesa rasta koji je zasnovan isključivo na rastu K/L, dakle

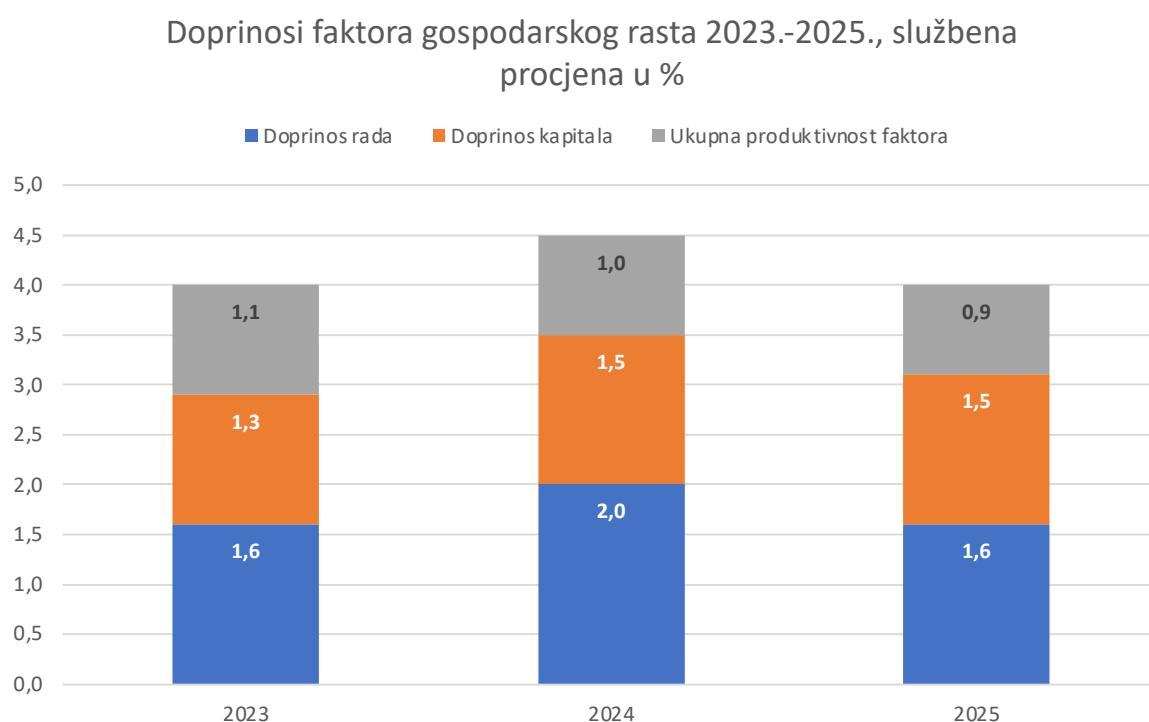
Produktivnost i rast životnog standarda dolaze ili od ulaganja novog kapitala po radniku, ili od tehnološkog napretka.

bez doprinosa ukupne faktorske produktivnosti, realna stopa povrata na kapital nalazit će se u padu.¹⁰

Prema trenutačnim službenim procjenama doprinosa faktora rasta (Slika 15), faktor (3) je u Hrvatskoj značajan. Ta procjena doprinosi veoma visokoj Vladinoj procjeni potencijalnog rasta hrvatskog gospodarstva po stopi od oko 4%. Međutim, ukupna produktivnost faktora računa se kao rezidual proizvodne funkcije što je podložno značajnim pogreškama procjene. Ne možemo biti uvjereni da je prikazana procjena dobra. Mogući razlog sumnje prikazan je na Slici 16. Na njoj pratimo kretanje produktivnosti rada (realne vrijednosti proizvodnje po zaposlenom) i realnog jediničnog troška rada (eng. RULC) koji se mjeri kao odnos realnih plaća (Slika 14) i stvarne produktivnosti rada. Rast RULC-a može značiti slabljenje cjenovne konkurentnosti i najaviti ulazak u fazu makroekonomske neravnoteže u kojoj će uslijediti usporavanje rasta jer se neće ostvariti neki od očekivanih doprinosa faktora rasta sa Slike 15.

Službena procjena ukupne faktorske produktivnosti veoma je visoka.

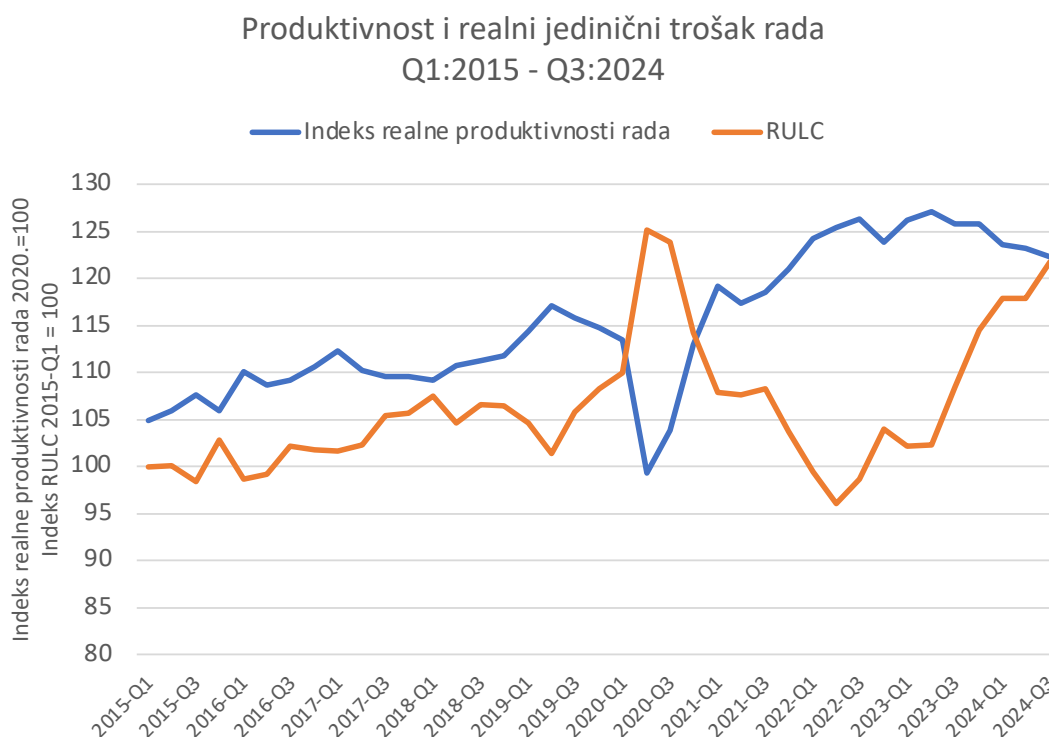
Slika 15



Izvor: Vlada RH, Nacrt proračunskog plana Republike Hrvatske za 2025. godinu, studeni 2024., str. 21.

¹⁰ Dokaz ove tvrdnje sadržan je u dodatku na kraju analize.

Slika 16



Izvor: Eurostat, DZS, izračun autora

Troškovi financiranja uklapaju se u ovo tumačenje na sljedeći način: kako je u Hrvatskoj financijska konvergencija u velikoj mjeri dovršena kao što je prikazano u ovoj analizi, doprinos daljnjih financijskih rasterećenja gospodarskom rastu u budućnosti bi mogao biti ograničen. Voće nominalne financijske konvergencije s niskih grana obrano je u proteklih nekoliko godina. Postavlja se pitanje što bi se u bankarskom sustavu u užem smislu i u financijskom sektoru u širem smislu trebalo dogoditi kako bi realna konvergencija prema prosjeku razvijenosti EU na temelju faktora rasta 2 (kapitalna opremljenost rada) i faktora 3 (ukupna faktorska produktivnost) bila nastavljena sličnim tempom kao u prvoj polovini ovog desetljeća?

III Umjesto zaključka: ulaganja kapitala, ukupna produktivnost faktora i financijski sektor

O doprinosu bankarskog i financijskog sektora rastu produktivnosti kroz poticaj investicijama (rast omjera kapital/rad) i jačanje ukupne faktorske produktivnosti nema smisla raspravljati izvan šireg konteksta ekonomskih politika. Banke pružaju financijske usluge drugima, pa njihov utjecaj ne zavisi samo o ponudi kredita i financijskih usluga nego i o potražnji za njima. Na primjer, ako administracija ne poveća efikasnost i ne poboljša poslovnu i investicijsku klimu, privatni sektor će manje investirati. Potražnja za investicijskim kreditima bit će manja za dane uvjete financiranja. Zbog toga banke i financijski sektor trebaju reforme koje potiču investicije (opremanje rada kapitalom radi rasta produktivnosti i realnih plaća) jednako kao što ih trebaju i poduzetnici, zaposleni i građani. Povećanje efikasnosti administracije tipična je reforma ove vrste među koje spadaju i druge politike koje potiču ukupnu faktorsku produktivnost, kao na

primjer reforme u obrazovnom sustavu i pravosuđu. Pri tome ne možemo ispustiti iz vida najvažniju reformu u koju je financijski sektor izravno uključen, a koja isto tako izravno može povećati i opremljenost radnika kapitalom i ukupnu faktorsku produktivnost. Radi se o razvoju tržišta kapitala.

Tržište kapitala u Hrvatskoj nije dovoljno likvidno. Broj izdavatelja i kupaca vrijednosnica je malen. Nedostaju brojni tipovi vrijednosnica koji su izravno povezani s investicijskim projektima – municipalne obveznice, sekuritizirane obveznice, pokrivene obveznice, korporativne obveznice, konvertibilne obveznice i sl. Nekada se smatralo da je nedostatak šireg spektra financijskih instrumenata posljedica nedostajuće regulative, no regulativna ograničenja u međuvremenu su otklonjena i opet se gotovo ništa nije promijenilo. Smanjena ambicija izdavanja novih vrijednosnica, osim kada je riječ o klasičnim obveznicama koje izdaje središnja država, jednim se dijelom može objasniti izdašnošću EU sredstava koja zasad pokrivaju potrebe za financiranjem javnih investicijskih projekata. No, to će se uskoro promijeniti. Javni sektor će u narednim godinama, a osobito nakon zaključenja NPOO-a potkraj 2026., trebati jači oslonac na financiranje putem tržišta kapitala.

Usto, optimalizacija strukture kapitala postojećih poduzeća i pojava novih izdavatelja i izdanja imaju ozbiljan potencijal pružanja potpore gospodarskom rastu nakon što je financijska konvergencija gotovo dovršena. Da bi se taj potencijal ostvario, treba podići i zahtjeve i očekivanja od Vladina plana za razvoj tržišta kapitala koji će predstavljati važan kotačić na putu pristupanja Hrvatske OECD-u.

Tema razvoja tržišta kapitala izlazi izvan okvira ove analize. Ipak možemo, aktualnosti radi, naznačiti nekoliko kritičnih područja i mjera koje bi takav plan trebao uključiti:

1. Uvrštenja/IPO i prikupljanje kapitala kroz nova izdanja dionica državnih poduzeća koja su u svojem poslovanju dominantno okrenuta tržištu.
2. Integracija Zagrebačke i Ljubljanske burze čiji je Zagrebačka vlasnik i uklapanje burzi u uniju tržišta kapitala EU (eng. *Capital Markets Union*).
3. Dobivanje statusa *Emerging Market*.¹¹
4. Ukidanje poreza na kapitalnu dobit za male investitore na Zagrebačkoj burzi.
5. Porezni poticaji za kupce i izdavatelje vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi.
6. Pokretanje javnih i javno-privatnih izdanja pokrivenih obveznica i sekuritiziranih financijskih instrumenata.

Razrada ovih mjera i njihovo proširenje prelaze okvire ove analize čija je svrha bila pokazati da je nisko voće financijske konvergencije već obrano. Ono je doprinijelo realnoj konvergenciji Hrvatske do oko 80% realnog dohotka po stanovniku EU. Nastavak konvergencije bit će puno zahtjevniji proces. Zahtijevat će politike i reforme koje imaju strukturni karakter i sposobnost da snažno povećaju opremljenost radnika kapitalom i probude ukupnu produktivnost faktora proizvodnje. Ako takve politike i reforme izostanu, akumulirat će se makroekonomske neravnoteže koje će usporiti buduću realnu konvergenciju Hrvatske prema prosječnom realnom dohotku Europske unije.

¹¹ Zainteresirani čitatelj može koristiti studiju Udruge CFA Hrvatska *Podloga za strategiju razvoja tržišta kapitala* (2024.) u kojoj je iznesen niz korisnih preporuka vezano uz stjecanje ovog statusa.

Dodatak: proizvodna funkcija

Na temelju proizvodne funkcije Solow-Swan tipa,

$$Y(t) = K(t)^\alpha (A(t)L(t))^{1-\alpha}$$

gdje je Y realni output, t je indeks za vrijeme, K je realni kapital uloženi u proizvodnju, α je elastičnost outputa s obzirom na uloženi kapital, L je rad angažiran u proizvodnji, a A je tehnološki napredak (takozvani rezidual proizvodne funkcije koji objašnjava promjene outputa koje nisu objašnjene promjenama angažmana K i L), može se pokazati da je realna stopa povrata na kapital dana izrazom

$$\frac{\partial Y}{\partial K} = \frac{\alpha A^{1-\alpha}}{\left(\frac{K}{L}\right)^{1-\alpha}}$$

što znači da u uvjetima bez tehnološkog napretka ($A=1$) realna stopa povrata na kapital stalno opada proporcionalno ulaganju kapitala tj. rastu omjera K/L u nazivniku izraza.