

**INVESTICIJE U  
HRVATSKOJ:  
Trendovi, struktura,  
(ne)efikasnost**

# Sažetak

Investicije u Hrvatskoj bile su relativno efikasne do početka XXI stoljeća. Zatim je uslijedilo razdoblje neefikasnih ulaganja. Od 2015. godine efikasnost investicija ponovo se popravlja. S obzirom na obnovljeni rast u razdoblju 2015.-2017., investicije u Hrvatskoj su efikasnije od europskog prosjeka iako nisu efikasne kao u osam od deset drugih bivših socijalističkih država, danas članica EU.

U strukturi novih investicija više ne dominiraju građevine. Raspored novih investicija između građevina s jedne i strojeva i opreme s druge strane ravnomjeran je. Međutim, Hrvatska zaostaje u pogledu ulaganja u intelektualno vlasništvo. Taj podatak treba promatrati u korelaciji s relativno malim ulaganjima u R&D i slabom razinom obrazovanja.

U širem smislu, Hrvatska do sada nije uspjela prijeći iz razvojne faze ekstenzivnih ulaganja, koju prati velika važnost fizičke infrastrukture i tehnološke efikasnosti, u razvoj zasnovan na znanju i inovacijama. Kada su investicije na temelju starog razvojnog modela zastale, nisu pronađeni novi izvori rasta. Pad investicijske aktivnosti, prvenstveno vođen smanjenjem važnosti državnih investicija, uzrokovao je veliku oscilaciju gospodarske aktivnosti i produljenu recesiju.

Turističke, trgovačke i prometne investicije sada najbrže rastu, ali u strukturi prema djelatnostima i dalje pretežu investicije u prerađivačkoj industriji koje također zadnjih godina bilježe rast. Rastu i investicije u opskrbnim sektorima (električna energija, plin, para, klimatizacija), no zabrinjava da investicije u zbroju za sve ostale sektore i dalje stagniraju. To je odraz fundamentalnih slabosti, nepovjerenja, nejasnog smjera politike, zanemarenog razvitka tržišta kapitala i institucionalnih slabosti.

Oko 53% novih investicija financira se iz vlastitih sredstava. Velika ovisnost o vlastitim sredstvima upućuje na dvije ključne mjere: (1) rasterećenja poduzetnika, osobito od poreza na dobit i (2) razvoj zanemarenog tržišta kapitala. Hrvatska je posve nestala sa srednjoeuropske mape tržišta kapitala u proteklih deset godina, no još uvijek je prisutna na mapi izravnih ulaganja (FDI). U privlačenju izravnih stranih ulaganja još uvijek leže određeni potencijali, no za to je potrebno urediti institucionalni okvir. Drugi najvažniji izvor su krediti i financijski leasing; dva najvažnija izvora financiraju oko četiri petine investicija, tako da se drugi izvori poput proračuna, EU fondova i ostalih izvora na koje je javnost fokusirana, važnošću ne mogu usporediti s prva dva privatna izvora. Ključne su institucionalne reforme koje mogu smanjiti rizike naplate i investiranja.

---

► Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.

# Sadržaj

➤	SAŽETAK	2
➤	UVOD	4
➤	GLAVNI POJMOVI I KRATKI PRIKAZ TEORIJA O INVESTICIJAMA	5
➤	TRENDOVI, STRUKTURE, USPOREDBE	10
➤	EFIKASNOST INVESTICIJA U HRVATSKOJ	29
➤	UMJESTO ZAKLJUČKA: PERSPEKTIVE	32
➤	LITERATURA	34

# UVOD

Investicije su jedna od najslabije istraženih ekonomskih tema u Hrvatskoj. Najozbiljniji raniji ekonomski rad na ovu temu datira iz 2004. To samo po sebi dovoljno govori o pažnji koju društvo posvećuje ovoj temi. Moguće je da u prevladavajućem poimanju gospodarstva kao «igre nulte sume» raspodjela postojećeg kolača predstavlja važniju temu od rasta. Međutim, investicije dolaze u prvi plan kada se postavi pitanje kako povećati kolač koji se raspodjeljuje. Investicije su čarobna formula koja povećava kolač u dugom roku.

O investicijama se znaju neke opće stvari. Na primjer, poznato je da se Hrvatska prije krize 2008./09. snažno oslanjala na investicije u infrastrukturu i nekretnine. Nakon toga su državne investicije kao i investicije u građevine naglo splasnule. U krizi su usporedno splasnule i privatne investicije.

Poznato je i da zadnjih godina snažno rastu investicije u turizam, ali je isto tako poznato da Hrvatska u međunarodnim usporedbama ne ulazi u zemlje koje su atraktivne za ulaganja. Cilj ove analize je pružiti detaljniji uvid u trendove, strukturu, međunarodne usporedbe i (ne)efikasnost investicija u Hrvatskoj, kako bi se pokrenula stručna i javna rasprava o ovom prevažnom pitanju.

Analiza se sastoji od četiri dijela. Prvo se ukratko definiraju pojmovi i prikazuju glavne makroekonomske teorije o investicijama. U drugom dijelu prikazuju se trendovi, struktura i međunarodne usporedbe. U trećem dijelu prikazuju se rezultati analize efikasnosti investicija. Četvrti, najkraći dio, donosi zaključke i raspravu o perspektivama.

# GLAVNI POJMOVI I KRATKI PRIKAZ TEORIJA O INVESTICIJAMA

**Efikasnost  
investicija  
mnogo je važnija  
odrednica  
gospodarskog  
rasta od visine  
omjera investicija  
i BDP-a**

Investicije u kapital najvažniji su pokretač dugoročnog gospodarskog rasta. Povećanje zalihe kapitala i kapitalne opremljenosti rada može povećati produktivnost i životni standard. Može, ali ne mora. U tome važnu ulogu ima vidljivi kapital u obliku građevina, postrojenja i opreme, što uključuje i transportnu opremu. Međutim postoje mnogi drugi čimbenici koji utječu na to hoće li se ulaganje pretočiti u gospodarski rast. Efikasnost investicija mnogo je važnija odrednica gospodarskog rasta od same visine omjera investicija i BDP-a (Lovrinčević, Mikulić i Marić, 2004).

U razvijenim modernim gospodarstvima čija sposobnost za rast proizlazi iz inovativnosti, a ne iz efikasnosti (točnije, problemi efikasnosti smatraju se riješenima), a kojima Hrvatska još ne pripada, intelektualna imovina ima sve važniju ulogu. Neopipljivi oblici imovine predstavljaju prijelazni oblik prema manje vidljivim investicijama, od kojih se neke statistički ni ne vode kao ulaganja. Na primjer, povrati na ulaganja često zavise o snazi brenda nekog proizvoda ili usluge. Snaga brenda zavisi o složenom spletu faktora kao što su ulaganja u marketing i odnosi s kupcima, te u reputaciju i društvenu odgovornost. Dio tih izdataka ima kombinirani karakter operativnog troška i ulaganja, te ih je statistički teško obuhvatiti.

Posebno je teško obuhvatiti takozvane društvene tehnologije koje utječu na visinu i efikasnost investicija i produktivnost rada. One također uključuju vidljive tehnologije, kao što su ulaganja u fizičku infrastrukturu ili digitalizaciju javne uprave, ali i manje vidljive kao što su kvaliteta obrazovanja, inovativnost i kvaliteta formalnih institucija (npr. efikasnost i pravičnost pravosuđa ili tržišta kapitala). Jednako je važna kvaliteta neformalnih institucija kao što su radna etika, povjerenje, spremnost na odricanje od kratkoročnih nagrada, prihvaćanje i brzina ispravljanja pogrešaka, sposobnost za dugotrajnu timsku suradnju u stabilnim radnim skupinama. Zbog velike širine uključenih utjecaja, u društvenim znanostima razvijen je koncept društvenog kapitala koji obuhvaća kulturne norme. Društveni kapital nije mjerljiv s gledišta nacionalne statistike, iako su sociolozi razvili neke tehnike njegova približnog mjerenja.

Sve vrste kapitala utječu na produktivnost rada, rast i postizanje željene razine gospodarskog razvitka. Rast i razvoj stoga ne zavise samo o vidljivim i evidentiranim ulaganjima u kapital, nego i o načinima kako se kapital i rad kombiniraju u proizvodnim procesima. Te načine također nazivamo tehnologijama, iako se ne radi o strojevima. Radi se o institucionalnim i drugim neopipljivim tehnologijama za koje dobar kategorijalni aparat još nije razvijen. Ekonomisti u tom kontekstu često spominju fundamentalne, kulturne faktore gospodarskog razvitka (Acemoglu, 2009).

Produktivnost rada, dakle, ne zavisi samo o uloženom kapitalu, nego i o ukupnoj produktivnosti faktora proizvodnje. Ukupna produktivnost rada i kapitala u analizama se pokazuje kao neobjašnjena veličina ili takozvani rezidual - tehnološki progres. Robert Solow (1956) prvi je pokazao da se štednja i investicije mogu povećati, a da to nema utjecaja na rast; ključ leži u produktivnosti koja zavisi o tehničkom napretku - pomalo mutnom konceptu koji obuhvaća sve utjecaje koji nisu povezani s više angažiranog rada i kapitala, nego s njihovim efikasnijim kombinacijama.

Ova analiza pokazuje da bi neefikasnost investicija mogla biti važan razlog slabog rasta ukupne produktivnosti faktora proizvodnje. Analiza otkriva i neke uzroke takvog stanja. Među njima je

## Očekivanja imaju snažan utjecaj na investicije

najvažnija uska veza između neefikasnosti investicija i uloge države.

Uloga društva i države u investicijskim procesima prelazi okvire državnih infrastruktura i pružanja javnih usluga u užem smislu. Mnogi neopipljivi kapitali usko su povezani s time kako vlast funkcionira i odlučuje. Međutim, tradicionalna ekonomska teorija nije poznavala tako kompleksnu ulogu države. Definirala je njezine dvije bitne uloge: (a) povećanje ekonomske efikasnosti kroz pružanje infrastrukturnih usluga i (b) makroekonomsku stabilizaciju (anti-krizna ili protu-ciklička uloga). Ona služi olakšanju dugoročnog rasta kroz ublažavanje kratkoročnih fluktuacija ekonomske aktivnosti.

Prema formulaciji Johna Maynarda Keynesa (1936), investicije su shvaćene kao fenomen kratkoga roka. One osim o cijeni kapitala i dohotku, zavise i o kolebljivim očekivanjima. Keynes je razlikovao kratkoročna i dugoročna očekivanja. Točno je predvidio da će investicije biti izrazito kolebljive zbog konfuzije između različitih vrsta očekivanja. Kratkoročna očekivanja su ideje o budućnosti koje ljudi mogu racionalno formirati sa svojim ograničenim kognitivnim kapacitetima i informacijskim tehnologijama. Na primjer, poduzetnik može pouzdano razmatrati nekoliko tromjesečja unaprijed: kakva će biti potražnja, što će se događati na tržištu inputa, što radi konkurencija, kako se razvija tehnologija. Međutim, najveći dio investicija izlazi izvan okvira kratkog vremenskog horizonta. Investicije najviše zavise o dugoročnim očekivanjima, o tome što će se događati u sljedećih pet do deset, dvadeset, ili čak pedeset godina ako je riječ o stambenim nekretninama. Keynes je smatrao da je tako daleka budućnost neprovidna, ali je uočio da neki ljudi ne podnose neizvjesnost. Djelatni su njoj usprkos. Dio poduzetnih pojedinaca pribjegava samozavaravanju: pomisle da su njihova kratkoročna očekivanja zapravo dugoročna. Ti ljudi su pokretani posebnim, kako je Keynes to nazvao, sangvističkim duhom koji pokreće (eng. animal spirit).

No budućnost se često pokaže drukčijom od očekivanja. To dovodi do propasti ulaganja i nasumičnih uspjeha (investicijski proces i tržište kapitala kao igra na sreću). U investicijama je, dakle, jako malo ekonomske racionalnosti. To povremeno isplivava na površinu i uzrokuje velike oscilacije investicija i ekonomskih ciklusa. Zbog toga je Keynes vladi namijenio posebnu stabilizacijsku i investicijsku ulogu.

Vladini prihodi se kolebaju mnogo manje od prihoda pojedinih poduzetnika. Vlada ima moć pokretanja održivih ulaganja s povratima u vremenskim horizontima koji prelaze horizonte pojedinaca. Takva su na primjer ulaganja u infrastrukturu koja vraćaju uloženo u veoma dugim vremenskim razdobljima. Prema ovoj teoriji, vlada vidi dalje u budućnost od pojedinaca, može čekati povrat dulje od pojedinaca, može mobilizirati kapital u mnogo većim iznosima od pojedinaca i može trasirati razvoj svojim ulaganjima. Vlada tako pruža most prema nerazvidnom dugom roku, u kojem smo, kao pojedinci, svi mrtvi. Samo država i dalje živi. Treba imati u vidu da je Keynes pisao u vrijeme kada su mogućnosti mobilizacije privatnih kapitala bile neusporedivo manje nego danas kada privatni kapital financira i svemirske letove.

Javne infrastrukture smanjuju transportne i komunikacijske troškove manjih projekata koji su dohvatljivi kapacitetima pojedinaca. Uz to, ako se državne investicije dogode u vrijeme naleta rizika, pesimizma i kriza, vlada će suzbizi krize potaknute investicijskim ciklusima. Takva je anti-ciklička fiskalna odnosno investicijska politika. Keynes i kejnzejanci su naglasili njezin značaj razvivši koncept investicijskog multiplikatora. Multiplikator pokazuje da jedinica povećanja investicija ili državne potrošnje povećava ukupni dohodak za više od jedinice.

Ova HUB analiza pokazuje da su hrvatske vlasti primijenile kejnzejanski recept na početku XXI stoljeća. Međutim, učinile su to na dvostruko pogrešan način. Prvo, zanemarile su anti-cikličku funkciju države. Umjesto nešto sporijih i bolje pripremljenih investicijskih projekata od kojih je dobar dio mogao

pričekati financiranje iz EU fondova, hrvatske vlasti su financirale dugoročna ulaganja u trajnu fizičku infrastrukturu iz financijskih zaduženja ograničene ročnosti. To je dovelo do pretjeranog napuhavanja ekonomske aktivnosti i velikog prelijevanja na uvoz koji je smanjio multiplikator prije izbijanja krize 2008./09. Međutim, kada se udar krize dogodio, proračun je bio financijski potpuno iscrpljen i država visoko zadužena uz visoke kamatne stope, te bez fiskalnog kapaciteta za djelovanje protiv krize. Investicije su naglo zaustavljene u sred krize, što je produbilo krizu. Fiskalna i investicijska politika vlade imale su dakle pro-ciklički, a ne anti-ciklički karakter.

Drugo, Hrvatska je veoma kasno - početkom XXI stoljeća - primijenila razvojnu strategiju zasnovanu na povezivanju fizičkih ulaganja u infrastrukturu s povećanjem efikasnosti. Bio je to dovršetak modela socijalističkog razvitka koji je imao iste ciljeve. Hrvatska nije bila jedina država s takvim vremenskim zaostatkom; isto se dogodilo širom Nove Europe, naročito na Baltiku, te u Bugarskoj i Rumunjskoj. Spomenute zemlje dočekale su koristi od članstva u EU kako bi započele s historijski zakašnjelim ulaganjima u dovršetak fizičke infrastrukture, no hrvatske vlasti, pritiskute i potaknute od strane glasača nakon 2000., nisu mogle čekati. Projekt auto-ceste Zagreb-Split bio je nedosanjani san Prolječara iz 1971. Plan Prolječara bio je ekonomski usklađen s njihovim vremenom, ali se iz poznatih razloga počeo realizirati tek tridesetak godina kasnije.

Opisani model rasta zasnovan na efikasnosti i fizičkoj infrastrukturi posvuda je - i na Istoku i na Zapadu - zapao u krizu još sedamdesetih i osamdesetih godina prošloga stoljeća. Tada je započela transformacija ekonomskog rasta iz tradicionalnog oblika zasnovanog na povećanju efikasnosti u nove oblike razvoja intenzivne znanjem, informacijama i inovacijama. Hrvatske vlasti nisu bile dorasle upravljanju tim procesima. Štoviše, nisu ih dovoljno dobro poznavale. Međutim, dvije linije ekonomske misli razvijene u zadnjoj četvrtini prošloga stoljeća ukazivale su na veliku transformaciju i potrebu za pronalaženjem nove uloge države u skladu s novim odrednicama rasta.

Jedna linija se povezuje s teorijom endogenog rasta čiji je najistaknutiji predstavnik Paul Romer (1986). No slavni Kenneth Arrow razvio je glavne ideje još davne 1962. Teorija pokazuje da učimo kroz investiranje i proizvodnju (eng. learning by doing). S vremenom postajemo sve bolji i efikasniji. Ako uz to ulažemo u istraživanja i razvoj (R&D), postajemo inovativni što se prevodi u rastuće prinose. Klasična kompetitivna tržišta i fizička infrastruktura koja smanjuje troškove nije dovoljna za razvoj uz rastuće prinose, u čijem generiranju ključnu ulogu ima znanje. Potrebna je državna intervencija u procese učenja, istraživanja i inoviranja.

Sličan rezultat dobiven je drugom linijom istraživanja u okviru ekonomske povijesti, čiji je najistaknutiji predstavnik britanski ekonomski povjesničar Joel Mokyr (1994, 2002). Prateći tehnološki razvoj od Prve industrijske revolucije do danas, Mokyr je ustanovio nezamjenjivu ulogu tržišta i poduzetnika u razvoju primijenjenog ili korisnog znanja (pojam je Kuznetsov, 1965). Praktično znanje, techne, primjenjuje se u proizvodnim procesima, oblikovanju proizvoda i usluga te trgovini i distribuciji radi prilagođavanja procesa, proizvoda i usluga potrebama potrošača.

Prisutnost takozvanog korisnog znanja u potrošačkim aplikacijama poput pametnog telefona svakodobno se nalazi na testu upotrebe; feedback prema trgovcima i proizvođačima odvija se preko cijena, prodanih količina i zarada. Ta povratna informacija je trenutačna, egzaktna i stalna. S druge strane, postoji fundamentalno, ili kako ga je Mokyr nazvao, propozicijsko znanje. To je znanje koje je mnogo teže (skuplje) verificirati i koje mora biti slobodno (tj. pristup tome znanju ne smije biti skup) kako bi se na njemu, primjenom korisnih znanja, mogli graditi konkretni proizvodi i usluge za tržište. Takav je slučaj sa znanjima i tehnologijama koje su danas na primjer ugrađene u internet i ekrane pametnih telefona. Kompetitivna tržišta nailaze na ograničenja u pogledu efikasne organizacije skupih procesa verifikacije i raspoloživosti rezultata istraživanja uz nizak trošak, što umanjuje

**U Hrvatskoj  
nedostaju  
istraživanja  
efikasnosti investicija  
i njihove strukture.  
Nema podloga za  
razvoj kvalitetnih  
politika**

njihovu sposobnost za rješavanje problema proizvodnje propozicijskog znanja. To vrijedi neovisno o djelotvornosti tržišta u primjeni tehnice. Rješavanje ovog problema poziva na aktivnu ulogu države u razvoju i verifikaciji fundamentalnog znanja koje služi za podlogu praktičnim inovacijama. Mokyr u zadnjoj knjizi *Culture of Growth* (2017) zapaža da uspjeh društava u proizvodnji i primjeni znanja prije svega zavisi o kulturnim normama znatiželje, kritike, istraživanja i otvorenosti. To zapažanje okreće pažnju prema uvodno spomenutim, neopipljivim društvenim kapitalima kao ključnim odrednicama rasta produktivnosti i životnog standarda u dugom roku.

Hrvatske vlasti i građani do unazad nekoliko godina nisu posvećivali pažnju temama i politikama vezanima uz koncept modernog ekonomskog rasta. Pažnja i rasprave su se iscrpljivale u kratkoročnim kejnzejanskim perspektivama, uz neizbježnu dopunu o pitanjima tečaja i monetarne politike. No, ti faktori također nemaju učinak na rast u dugom roku, osim u vrlo posebnim okolnostima. Razvoj u dugom roku uvijek i svuda zavisi o ukupnoj proizvodnosti faktora i fundamentalnim faktorima koji ju određuju. Jedan od njih je efikasnost investicija (Lovrinčević, Mikulić i Marić, 2004).

U Hrvatskoj do sada nije bilo raširenog razumijevanja o tome koliko je i zašto je efikasnost investicija u ovom stoljeću niska (rad Lovrinčevića i ostalih odnosi se na devedesete). Nije bilo niti mnogo rasprave o karakteru hrvatskog gospodarskog rasta. Investicije su ostale jedna od najslabije istraženih ekonomskih tema sve dok Bičanić i Deskar-Škrbić (2018) nisu pokazali nekoliko važnih rezultata: (a) investicije u Hrvatskoj su izrazito kolebljive i pro-ciklične; (b) veza između investicija i (realnih) kamatnih stopa je veoma slaba; (c) pad investicija u krizi koja je izbila 2008./09. najviše je koreliran s padom BDP-a u Hrvatskoj i euro području i (d) udjel investicija u BDP-u, koji je nešto veći od 20%, manji je nego u daljoj prošlosti, ali sada ne odstupa bitno od prosjeka EU i tranzicijskih zemalja. Ahec Šonje (2018) je pokazala i ekstremno nisku efikasnost hrvatskih investicija u ovom stoljeću.

Uz to, već dulje vrijeme je poznato da institucije poput javne administracije i pravosuđa te sveprisutni troškovi i dugoročni rizici poslovanja ne čine Hrvatsku atraktivnom investicijskom destinacijom. Pokušaji iz prošlog desetljeća da se kroz Nacionalno vijeće za konkurentnost komuniciraju pitanja kvalitete obrazovanja, dobrih politika i transformacije gospodarstva zasnovanog na efikasnosti u gospodarstvo zasnovano na inovativnosti, relativno su brzo zamrli. S približavanjem ulaska u EU i samim ulaskom, dogodila su se dva nova i važna procesa. Prvo, učestale su statističke usporedbe s drugim zemljama članicama. Sve češće se progovara o relativno malim ulaganjima u R&D i slabim obrazovnim rezultatima, što je bilo teško za prihvatiti zbog sukoba s naslijeđenom ideološkom i posve pogrešnom naracijom o dobro obrazovnoj i sposobnoj radnoj snazi. Drugo, s početkom intenzivnijeg korištenja EU fondova multiplicirali su se projekti poticanja poduzetničke i inovacijske infrastrukture, reforme obrazovanja i sl. Ozbiljna javna sredstva utrošena su u to. Međutim, rezultata koji bi pokazivali efikasnost ove vrste javnih ulaganja odnosno investicijskih poticaja za sada nema. Nasuprot tome, ima naznaka njihove neučinkovitosti (Šonje, Nikolić i Brklača, 2018; Srhoj, Škrinjarić i Radas, 2018). Može se zaključiti da u Hrvatskoj postoji vidljiv pomak prema projektima koji su u skladu s modernom teorijom rasta, ali javna administracija tek uči kako strukturirati ove vrste intervencija uz pomoć sredstava iz EU fondova.

U takvom ambijentu vrlo se malo zna o visini i strukturi privatnih ulaganja. Javni dojam zavisi o medijskim kampanjama. U njima prednjači turistički sektor, iako su investicije prerađivačke industrije i dalje mnogo veće od investicija u hotelijerstvu i turizmu. Struktura investicija - sektorska, namjenska i prema izvorima financiranja - o kojoj se do sada u javnosti praktički nije raspravljalo, zauzima značajan dio ove analize. Cilj prikazati u što se i kako u Hrvatskoj ulaže.

Sve ukazuje na to da se Hrvatska nalazi u zakašnjeljoj tranziciji iz tradicionalnog razvojnog modela



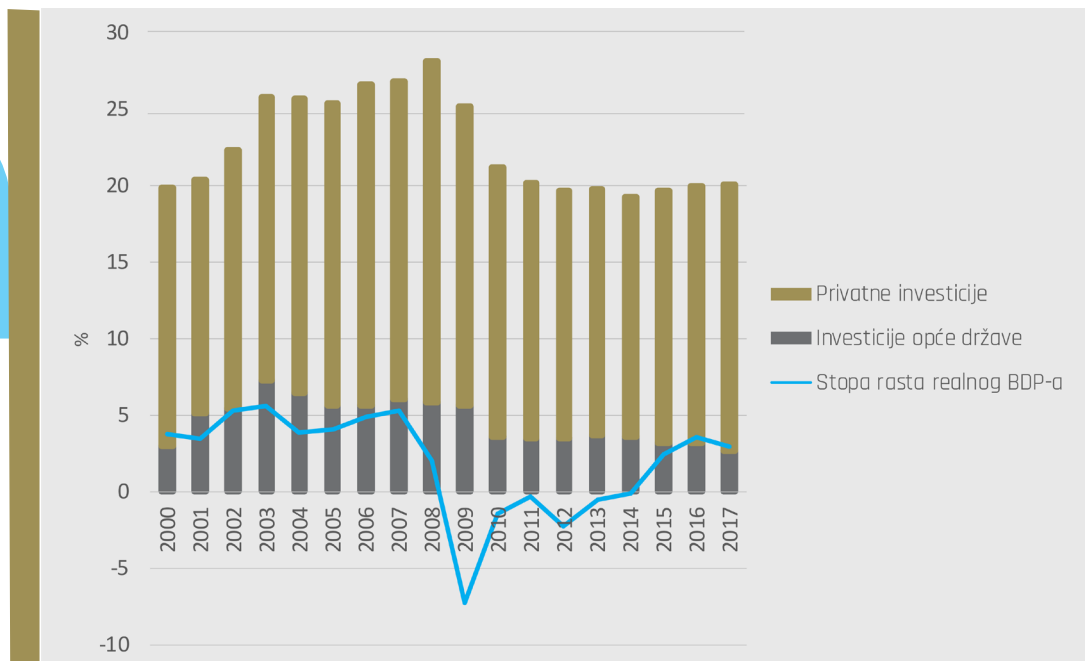
ekstenzivnog investiranja i rasta u fazu gospodarskog rasta zasnovanog na učenju i inovacijama. Najveća smetnja transformaciji dolazi iz društva čije norme ne pogoduju razvoju inovativnosti, te od vlade koja nije na vrijeme razvila kapacitete za transformaciju tradicionalnih uloga države kao regulatora i investitora u fizičku infrastrukturu, u moderne uloge investitora ili podupiratelja ulaganja u znanje, istraživanja i razvoj te inovacije. U nastavku analize uvodno iznesene teze nastoje se podrrijeti kroz brojke.

# TRENDOVI, STRUKTURE, USPOREDBE

Pod pojmom «investicije» najčešće se podrazumijevaju bruto investicije u fiksni kapital. One ne uključuju investicije u zalihe koje se statistički uključuju u ukupne investicije. S druge strane, uključuju amortizaciju. Bruto investicije bez amortizacije su neto ili nove investicije. Najveći dio ove stavke čine ulaganja u građevine, postrojenja i opremu svih sektora nacionalnog gospodarstva. Međutim, u novije doba sve veća je važnost ulaganja u intelektualno vlasništvo. Investicije uključuju ulaganja svih sektora nacionalnog gospodarstva - sektora poduzeća (financijskih i nefinancijskih), kućanstava, opće države i ne-profitnih jedinica.

Podatak o investicijama u Hrvatskoj 2018. u trenutku pisanja ove analize još nije objavljen. Međutim, s visokim stupnjem sigurnosti može se procijeniti da iznosi između 20,1%, koliko je omjer investicija i BDP-a iznosio 2017., i 20,5% BDP-a. Prema dostupnim podacima za tri tromjesečja 2018., udjel nije značajno rastao. Prosjek za EU-28 2017. iznosi 20,2%. Slika 1 pokazuje da se udjel investicija u BDP-u u Hrvatskoj povećavao od početka prošlog desetljeća do 2008. Tada je postignut maksimum od 28,1%. Zatim su uslijedile dvije godine brzog pada i konsolidacija omjera na razini malo nižoj od 20%. Na kraju promatranog razdoblja vidi se blagi rast omjera investicija, koji približno korespondira s gospodarskim oporavkom nakon šestogodišnje krize 2009.-2014. Sličnu dinamiku slijede investicije sektora opće države (one su dio ukupnih investicija), s time da je njihov vrh bio 2003. Tada je, uz udjel u BDP-u od 7,3%, postignuta najveća mobilizacija javnih resursa na projektu izgradnje autoceste A1 Zagreb-Split.

**Slika 1.**  
**Udjel investicija u BDP-u i stopa rasta BDP-a 2000.-2017.\***



Izvor: Eurostat i DZS

\*Državne investicije procijenjene su za 2000.. Privatne investicije uključuju i dio državnih izvan sektora opće države. Npr. investicije HAC-a i HŽ-a su uključene u investicije opće države jer se ta poduzeća konsolidiraju u sektor opće države. Neka druga poduzeća koja ne udovoljavaju kriterij konsolidacije poput INA-e uključena su u privatni sektor.

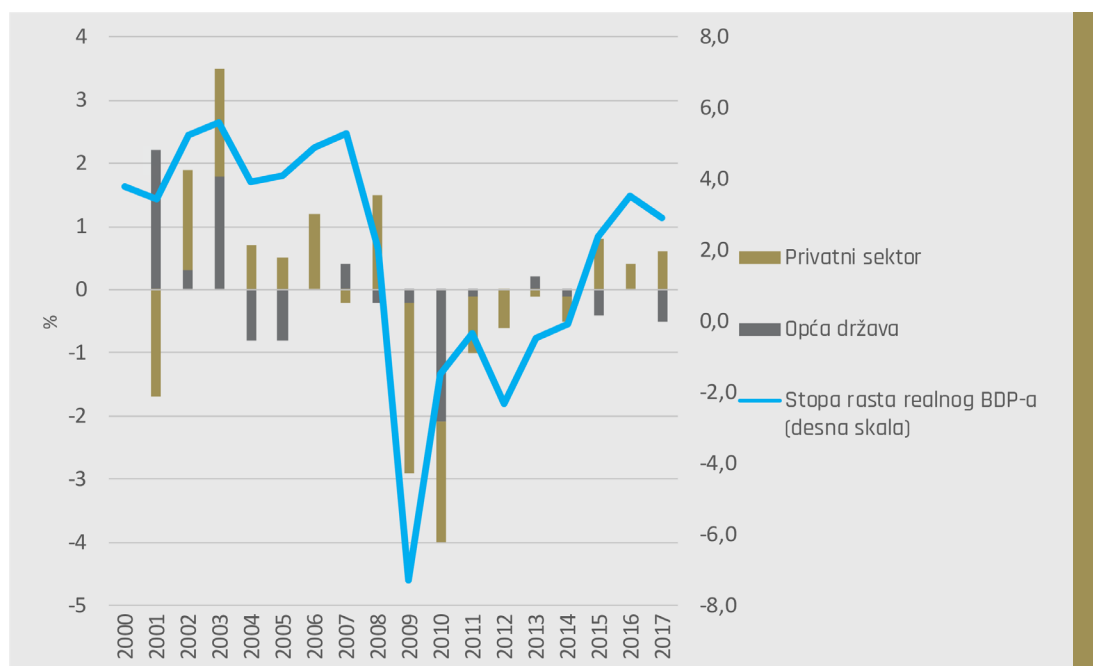
**Velika fluktuacija državnih investicija imala je jači utjecaj od onog koji sugeriraju suhe brojke**

Nakon naglog pada 2010., udjel državnih investicija u BDP-u više se nije oporavio. Uz aktualnih 2,7% također se kreće oko prosjeka za EU-28. Međutim, kako je sada mnogo nove infrastrukture, veliki dio od tih 2,7% čini amortizacija. Iz prikazanog se ne može izvesti zaključak o manje važnoj ulozi državnih naspram privatnih investicija jer su druge veće. Tri su razloga za to.

Prvo, slika zavarava u pogledu relativne snage varijacija privatnih i državnih investicija zbog različitih veličina sektorskih investicija (privatne su, kao i u svim drugim zemljama, veće). Međutim, koeficijent varijacije koji se računa kao omjer standardne devijacije i prosjeka tri puta je veći za državne nego za privatne investicije (0,3 naspram 0,11). To znači da državne investicije stvaraju relativno veću varijaciju u gospodarstvu.

Drugo, državne investicije imaju demonstracijski efekt - efekt prelijevanja na ponašanje privatnog sektora. One afirmiraju određene sektore i tvrtke, u ovom slučaju građevinske, kao što se dogodilo prije krize 2008./09. Vladini investicijski projekti (autoceste, ceste, sportske dvorane, javne zgrade) potiču rast i konkurenciju građevinskih poduzeća, jačaju njihov politički utjecaj, ukazuju i drugim investitorima na poželjan smjer ponašanja, a državna administracija brže i bolje reagira pri pojavi favoriziranog tipa novog projekta. Oko nekretninskih projekata strukturiraju se složeni i teško razlučivi privatni i javni interesi, nerijetko povezani sa sumnjama u korupciju dužnosnika ili menadžera u državnom sektoru. Cijeli ambijent se prelijeva na privatni sektor. Građevinski ciklus privatnog sektora sigurno nije vođen samo, a možda ni pretežno efektom prelijevanja ponašanja državnog sektora, ali je utjecaj sigurno bio prisutan. Ovo treba dobro zapamtiti kako se ekstremna varijacija investicijske aktivnosti, čiji su razmjeri prikazani u nastavku, ne bi ponovila. .

Treće, slika 2 pokazuje promjene udjela investicija u BDP-u, odvojeno za privatne i državne investicije. Ove su promjene važne, jer mjere snagu šokova kojima su dvije investicijske komponente utjecale na ekonomsku aktivnost.



**Slika 2. Privatne i državne investicije: promjene udjela u BDP-u 2001.-2017.**

Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni

**Privatne investicije snažno su se smanjile na početku krize (2009.), a državne investicije su se priključile godinu dana kasnije**

Državne investicije pokrenule su investicijsku aktivnost 2001., u doba kada se udjel privatnih investicija nakon krize 1999.-2000. nalazio u padu. Privatne investicije su se priključile javnima godinu dana kasnije, te su do izbijanja krize bilježile rastući doprinos BDP-u. S druge strane, udjel državnih investicija, nakon maksimuma 2003. (sjetite se: 7,3% BDP-a), ostao je na visokoj razini i nije se mnogo mijenjao. Udjel privatnih investicija još jednom snažno raste (za više od jednog postotnog boda BDP-a) neposredno prije krize 2008., ali nakon toga počinje pad i razvoj krizne dinamike koja je pokazala pro-cikličku narav investicija u Hrvatskoj.

Državne investicije prvo se malo smanjuju 2008. i 2009. U 2009. ostaju iznenađujuće visoko, unatoč krizi. Održavanje državne investicijske aktivnosti nije bilo izazvano težnjom djelovanja protiv krize nego nastojanjem da se pokrenuti infrastrukturni projekti dovrše prije no što kriza udari punom snagom. U tu svrhu i nakon izbijanja krize koristili su se nepovoljni komercijalni krediti koji će kasnije narušiti vladin fiskalni kapacitet i dovesti do toga da je tek 2018. završen ciklus refinanciranja kredita za autoceste po prihvatljivijim kamatnim stopama. Pritom je vladina investicijska aktivnost prije krize bila na tako visokoj razini, da se investicije nisu mogle povećati u krizi radi djelovanja protiv nje (anti-ciklička politika). Nije bilo tehničkih kapaciteta za to (državni organizacijski napor već je bio na maksimumu), ni izvora financiranja (u krizi se pokazalo da javni dug eksplodira i da je fiskalni kapacitet države iscrpljen).

Takva dinamika investicija razlikuje se od dinamike u većini zemalja Nove Europe. One su anti-cikličkim investicijskim politikama uspijevale zadržati ili povećati udjel državnih investicija u BDP-u u razdoblju krize. Propust Hrvatske u vođenju anti-cikličke fiskalne i investicijske politike jedan je od važnih faktora dubine i trajanja krize (uočite „rupu“ u kretanju BDP-a na Slici 2.)

Privatne investicije su se snažno smanjile već 2009. mjereno i apsolutnim iznosom i udjelom u BDP-u što ukazuje na posebno snažnu kontrakciju. Državne investicije punom se snagom priključuju kontrakciji BDP-a od 2010., kada je ključni dio ciklusa investicija u autoceste bio završen. Država se tada suočila s financijskim ograničenjem ostavši u najgorem trenutku bez fiskalnog kapaciteta.

U sljedeće četiri krizne godine nije bilo promjena vrijednih pažnje sve dok se pri izlasku iz krize 2015.-2017. nije pojavio blagi oporavak privatnih investicija. Udjel državnih nastavio je padati, što nije posve loša vijest. To znači da u ovoj fazi oporavka nema opasnosti od velike pogreške u alokaciji resursa kakva se dogodila u prvom desetljeću ovoga stoljeća, što je produljilo recesiju i onemogućilo uvjerljiviji oporavak. Općenito, treba očekivati veću efikasnost privatnih investicija i zabilježiti da se one oporavljaju očekivanim smjerom, ali veoma sporo.

Vrijedi sumirati razloge zašto se oporavak državnih investicija u novoj (trenutačnoj) razvojnoj fazi suočava s dvije vrste ograničenja.

Prvo, financijska konsolidacija HAC-a i ARZ-a uslijedila je tek nakon početka oporavka i fiskalne konsolidacije. Ona tek u protekle tri godine rezultira smanjenjem javnog duga s maksimalnih 84,1% BDP-a 2014. na očekivanih 71% potkraj 2019. Izgradnja fiskalnog kapaciteta nakon velikih pogrešaka u vođenju fiskalne politike u pravilu traje mnogo godina. Dok taj proces ne završi, država neće imati kapacitete za poduzimanje velikih investicija unatoč novootvorenim mogućnostima kroz korištenje EU fondova.

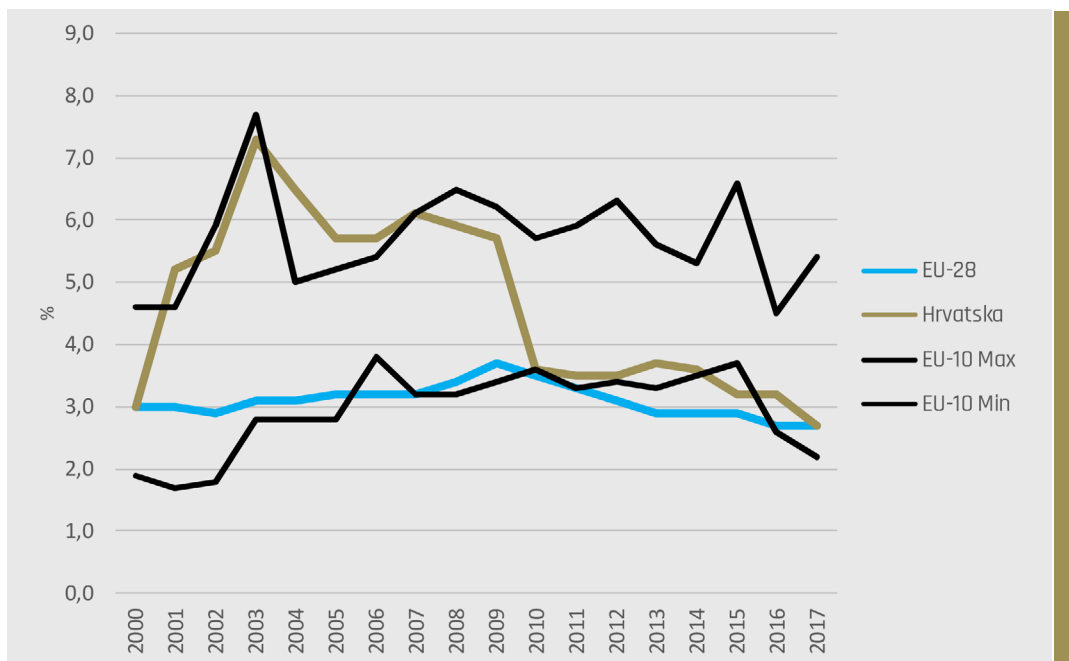
Drugo, s dovršetkom bitnih dijelova infrastrukture, i uz početak osjetnijeg smanjenja broja stanovnika, fizička ulaganja države vjerojatno gube značaj za dulje vremensko razdoblje. Preostaje upotpunjavanje fizičke infrastrukture (Pelješki most, luke, željeznica) i održavanje fizičke imovine. U tome leži određeni potencijal za buđenje državnih investicija, ali to ni izbliza ne može dovesti do

ponavljanja državnog investicijskog uzleta iz prvog desetljeća XXI stoljeća.

Bitni razvojni izazovi danas se vežu uz teže opipljive kapitale i složenije projekte poput stvaranja i zaštite intelektualnog vlasništva, digitalizacije i razvoja informacijske infrastrukture uz poticanje istraživanja i razvoja i inovacija, ulaganja u znanje kroz obrazovne procese, te povećanja vlastite operativne efikasnosti vladina sektora. Informacijske autoceste u tome igraju mnogo važniju ulogu od asfaltnih. Za prijelaz iz fizičkog u moderan svijet znanja i informacija mnoge političke elite i administracije ovoga svijeta, pa tako i Hrvatska, nemaju kapacitete. Učenje je tek počelo.

**Ulaganja u intelektualno vlasništvo imaju sve veću važnost danas**

Slika 3. pokazuje razmjere šoka: pokazuje kako se udjel državnih investicija u BDP-u od 2001. do 2009. tj. u fazi velikog ciklusa ulaganja u fizičku infrastrukturu držao daleko iznad prosjeka EU, i kako se zatim urušio. 2010. je bila kritična godina.



**Slika 3. Udjel državnih investicija u BDP-u u Hrvatskoj, EU i zemljama Nove Europe 2000.-2017.**

Skupinu EU-10 čine Bugarska, Češka, Estonija, Litva, Latvija, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija. Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni

Zemlje poput Bugarske, Estonije, Poljske i Slovenije kasnije su gradile nove infrastrukture, nisu se u tu svrhu zaduživale na finansijskom tržištu kao Hrvatska, obilato su koristile EU fondove i tek nedavno zaključile investicijski ciklus ili se još u njemu nalaze. Investirajući kroz krizu više nego hrvatske vlade, vlade u zemljama EU-10 uspjele su ublažiti udar krize i pomoći oporavak prema klasičnom obrascu kejnezijanske politike. U Hrvatskoj je u kratkom roku od samo jedne godine na početku krize (2010.) «nestalo» 2 do 3 postotna boda državnih investicija, što se drugdje nije dogodilo.

**Privatne investicije su se kretale slično kao u drugim državama Nove Europe, a državne su zabilježile najveći pad**

**Tablica 1. Promjene u sektorskoj strukturi investicija kroz dva razdoblja 2001.-2009. i 2010.-2017**

Tablica 1. prikazuje sektorsku strukturu investicija za dva razdoblja, 2001.-2009. i 2010.-2017. Prosječni udjel državnih investicija u BDP-u u zemljama EU-10 povećan je s 4,2% BDP-a u prvom na 4,3% BDP-a u drugom razdoblju, dok je u Hrvatskoj smanjen s 6% na 3,4% BDP-a. Prosjek za Hrvatsku u drugom razdoblju pao je ispod prosjeka za EU-10 (3,4% BDP-a naspram 4,3%). Propust je mogao imati dramatične posljedice, s obzirom da novija istraživanja dugoročnog gospodarskog razvoja pokazuju da dugoročni uspjeh više zavisi o ublažavanju dubokih padova nego o poticanju brzih porasta gospodarske aktivnosti (Broadberry, 2016).

u % BDP	Prosjek 2001.-2009.			Prosjek 2010.-2017.			Privatne
	Državne	Privatne	Ukupno	Državne	Privatne	Ukupno	
EU-28	3,2	18,2	21,4	3,0	16,8	19,8	-1,4
Hrvatska	6,0	19,2	25,1	3,4	16,6	20,0	-2,6
EU-10 Prosjek	4,2	21,7	25,9	4,3	17,4	21,7	-4,3
EU-10 Max	5,4	25,0	30,4	5,2	20,5	25,7	-4,5
Bugarska	4,2	20,5	24,7	4,0	16,6	20,6	-3,9
Češka	5,3	23,4	28,7	4,2	21,5	25,7	-1,9
Estonija	5,4	25,0	30,4	5,2	19,8	25,0	-5,1
Latvija	3,8	25,3	29,1	4,5	17,4	21,9	-8,0
Litva	3,9	19,1	23,0	3,9	14,7	18,5	-4,5
Mađarska	4,1	19,7	23,8	4,3	15,6	20,0	-4,1
Poljska	3,7	16,5	20,2	4,6	14,8	19,4	-1,7
Rumunjska	4,3	22,0	26,3	4,6	20,4	25,0	-1,6
Slovenija	4,2	22,5	26,6	4,2	15,2	19,3	-7,3
Slovačka	3,5	23,0	26,5	3,9	18,1	22,0	-4,9

Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni

Podaci u Tablici 1. pokazuju da je Hrvatska jedina zemlja u kojoj su državne investicije u periodu krize prošle kroz jednaku (u % BDP-a), što znači relativno jaču (jer su manje), kontrakciju kao i privatne investicije. S druge strane, kretanje privatnih investicija u Hrvatskoj mnogo je sličnije kretanju privatnih investicija u EU-10. Stopa privatnih investicija u drugom u odnosu na prvo razdoblje smanjila se manje (-2,6 pb BDP-a) nego u prosjeku za EU-10 (-4,3 postotnih bodova BDP-a). Stopa privatnih investicija u Hrvatskoj smanjena je s 19,2% BDP-a za razdoblje 2001.-2009., što je tada bilo za više od 2 postotna boda BDP-a manje od prosjeka za EU-10, na 16,6% BDP-a za razdoblje 2010.-2017., što je unutar jednog postotnog boda razlike u odnosu na prosjek za EU-10.

Privatne investicije u Hrvatskoj sustavno su niže u odnosu na pet zemalja Nove Europe: Češku, Estoniju, Latviju, Rumunjsku i Slovačku. Kako je riječ o gospodarski uspješnijim zemljama od Hrvatske, može se pretpostaviti da je zaostajanje stope privatnih investicija vjerojatno imalo utjecaj na sporiji rast Hrvatske u ovome stoljeću. Međutim, taj zaključak treba uzeti s rezervom. U uvodu je istaknuto da je za rast i razvoj osim visine stopa štednje i investicija važniji skup kvalitativnih faktora koji stvaraju uvjete za prijenos utjecaja investicija na ukupnu produktivnost faktora proizvodnje. To se vidi kroz treći rezultat koji se može izvesti iz Tablice 1.: dvije zemlje koje su uspješnije od Hrvatske u ovom desetljeću (Poljska i Litva) postigle su brz rast i realnu konvergenciju (više detalja u drugom poglavlju) uz niže stope privatnih investicija od Hrvatske. Samo je Slovenija zastala s konvergencijom (približavanjem EU prosjeku) što se u ovim podacima vidi kroz iznimno veliku kontrakciju privatnih investicija u drugom naspram prvom razdoblju (-7,3 postotnih bodova).

Detaljna analiza efikasnosti investicija prikazana je u sljedećem poglavlju. Za sada je važno uočiti da kvantiteta investicija igra ulogu, ali je važnija kvaliteta, a s njom i efikasnost investicija. Kvaliteta odnosno efikasnost presudno utječe na ukupnu produktivnost faktora proizvodnje. Otud slijedi

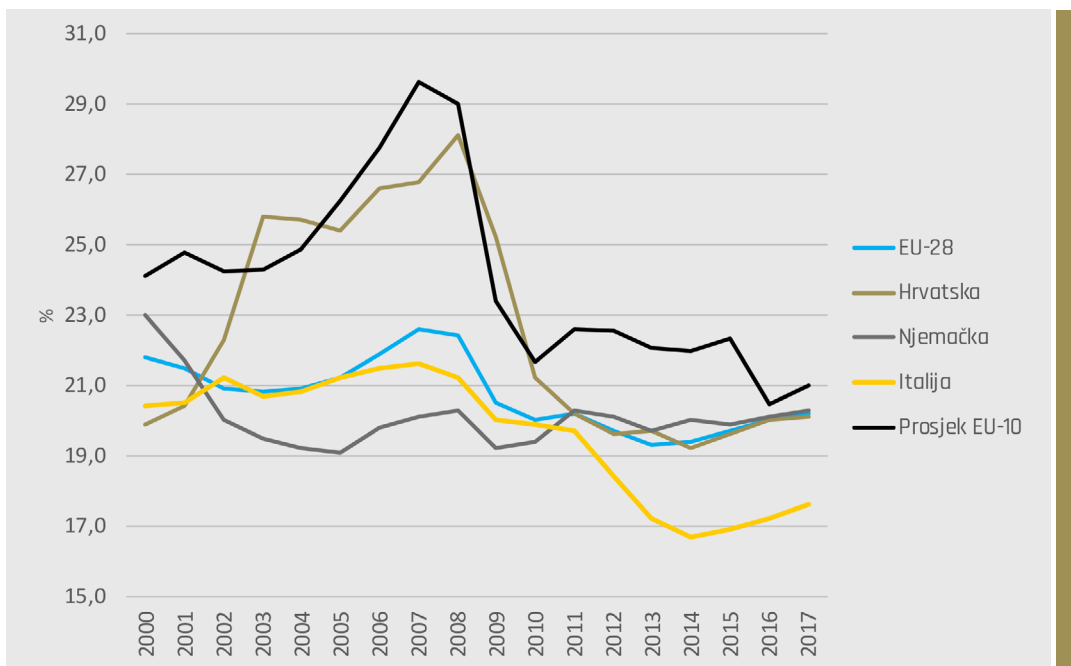
**Investicije mogu biti i prevelike. Tada dolazi do pregrijavanja - stvaranja kapitala čija vrijednost nije održiva**

poučak za vođenje politike: poticanje investicija je važno, ali pritom treba voditi računa da poticaji ne dovedu do kratkoročnog pregrijavanja. Pregrijavanje znači privremeno stvaranje kapitala čija vrijednost neće biti dugoročno održiva. Taj kapital će brzo propadati jer se neće moći oploditi, kao što je slučaj kad se napušu cijene nekretnina. Kvaliteta i efikasnost investicija pomalo su mistični koncepti. Uz njih se vežu teorijske ili iskustvene ideje uz čiju pomoć nastojimo objasniti utjecaje na produktivnost. Tu se ubrajaju različiti utjecaji; od kvalitete anti-cikličke makroekonomske politike (kako bi ciklusi napuhavanja i ispuhivanja bili što manje stresni i ostavljali što manji trag), preko obrazovnih ishoda do kvalitete formalnih i neformalnih institucija.

U nastavku se prikazuje kako Hrvatska stoji prema nekoliko odabranih faktora koji utječu na kvalitetu investicija: (1) prema kvaliteti anti-cikličke fiskalne i investicijske politike i utjecajima koji dolaze s međunarodnog tržišta, (2) prema razvoju tržišta kapitala i izravnim stranim ulaganjima (FDI), (3) rasporedu vladinih investicijskih aktivnosti među razinama vlasti, (4) kvaliteti institucija i (5) prema trgovima rasta zasnovanog na inovacijama i znanju u strukturi investicija.

### 1. Kvaliteta anti-cikličke politike i međunarodni utjecaji

Slika 4. prikazuje usporedbu ranije opisanog razvoja stope investicija u srednjoj i istočnoj Europi s iskustvima razvijenih zemalja. U tu svrhu odabrana dva najvažnija hrvatska trgovačka partnera, jer je njihov razvoj vrlo važan za Hrvatsku - Italija i Njemačka. Njemačka stopa investicija stabilna je već petnaestak godina na razini malo iznad 20%. U njoj se ne vidi trag krize, jer Nijemci uspijevaju stabilizirati investicije i u krizama. Italija s druge strane pokazuje zabrinjavajuću oscilaciju koja je povezana s latentnim strukturnim problemima u toj zemlji koja je na nesreću najvažniji hrvatski trgovački partner i susjed. I na toj slici se vidi koliko je hrvatska investicijska oscilacija bila pro-ciklična i snažna.



**Slika 4. Stope investicija 2000.-2017. Hrvatska, Njemačka, Italija, EU-28 i EU-10**

Izvor: Eurostat.

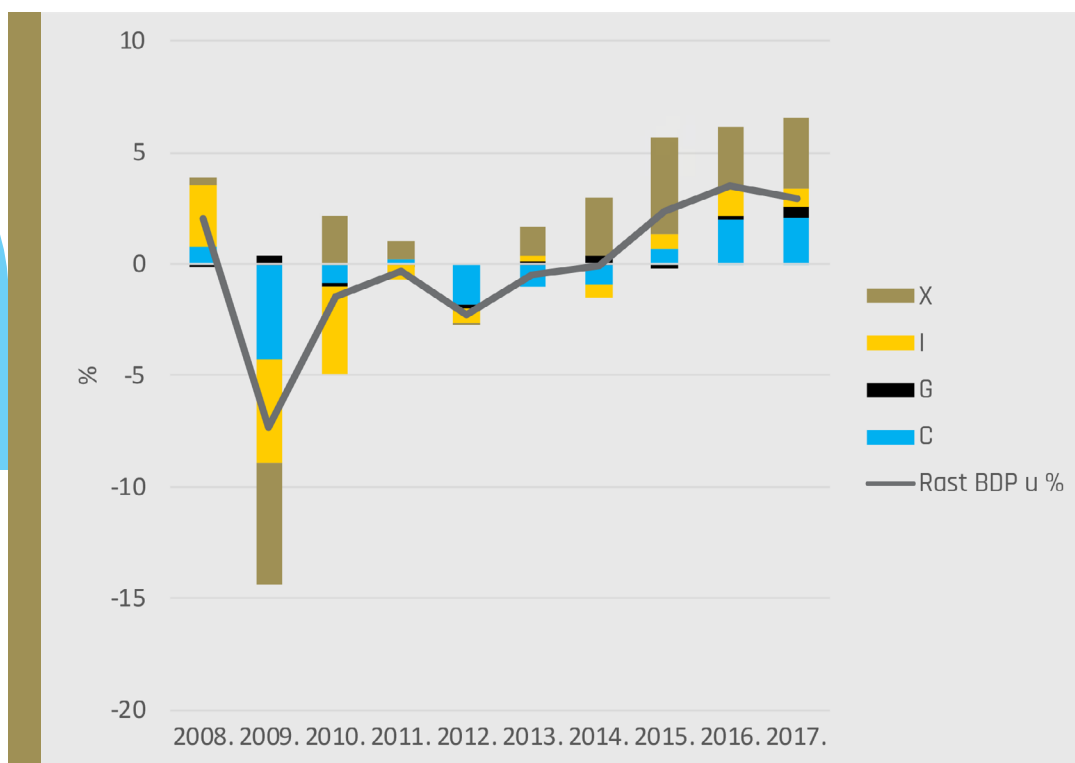
Pouka glasi da politika treba učiniti sve kako bi se izbjeglo ponavljanje situacije koja je prikazana na Slici 4. Za shvaćanje izvora prikazane fluktuacije pomoći će Slika 5. Na njoj je prikazano kako su pojedine komponente agregatne potražnje (osobna potrošnja C,

**Snaga kontrakcije 2009. objašnjava se istovremenim padom čak tri važne komponente BDP-a - osobne potrošnje, izvoza i investicija**

državna potrošnja G, investicije I i izvoz roba i usluga X) utjecale na promjenu BDP-a nakon 2008. Realne stope rasta pojedinih komponenti u godini t množe omjere pojedine komponente prema BDP-u iz prethodne godine t-1, čime se dobiva aproksimacija stvarnog utjecaja. Slika 5<sup>1</sup> pokazuje da su investicije igrale ključnu ulogu u održavanju rasta 2008. i produžetku kontrakcije 2010. godine (to je uzrokovano stiskanjem državnih investicija). «Odgovornost» za nesretnu 2009. (pad BDP-a za nevjerojatnih 7,3%) investicije dijele s još dvije velike komponente: vanjskotrgovački šok zbog velike globalne recesije udario je preko kontrakcije izvoza X, a rast poreznog opterećenja, promijenjena očekivanja, politička tranzicija Sanader-Kosor i gubitak povjerenja u sposobnosti politike, uzrokovali su neobično veliku kontrakciju osobne potrošnje C u toj godini. Nakon burnih godina s početka krize, investicije više nisu imale važnu ulogu u stvaranju dinamike BDP-a koji se nekoliko zadnjih godina nalazi pod pretežitim utjecajem promjena izvoza i osobne potrošnje.

Prema tome, kapacitet za vođenje anti-cikličke politike ne odnosi se samo na uredne državne financije (fiskalni kapacitet), nego i na kvalitetne institucije koje osiguravaju efikasnost i povjerenje. Jedno takvo institucionalno pitanje razmatra se u nastavku - odnos različitih razina vlasti u izvedbi investicijskih aktivnosti države.

**Slika 5. Doprinos komponenti agregatne potražnje promjenama BDP-a 2008.-2017.**



Izvor: DZS, vlastiti izračuni.

## 2. Raspored vladinih investicijskih aktivnosti među razinama vlasti

Rezerve za izbjegavanje velikih kolebanja leže u jačanju općih kapaciteta za anti-cikličku investicijsku reakciju na svim razinama vlasti. Možda je naivno očekivati da će vlasti imati pripremljene dobre projekte koje će pokretati u trenutku kada započne pad gospodarske aktivnosti ne bi li suzbili recesiju.

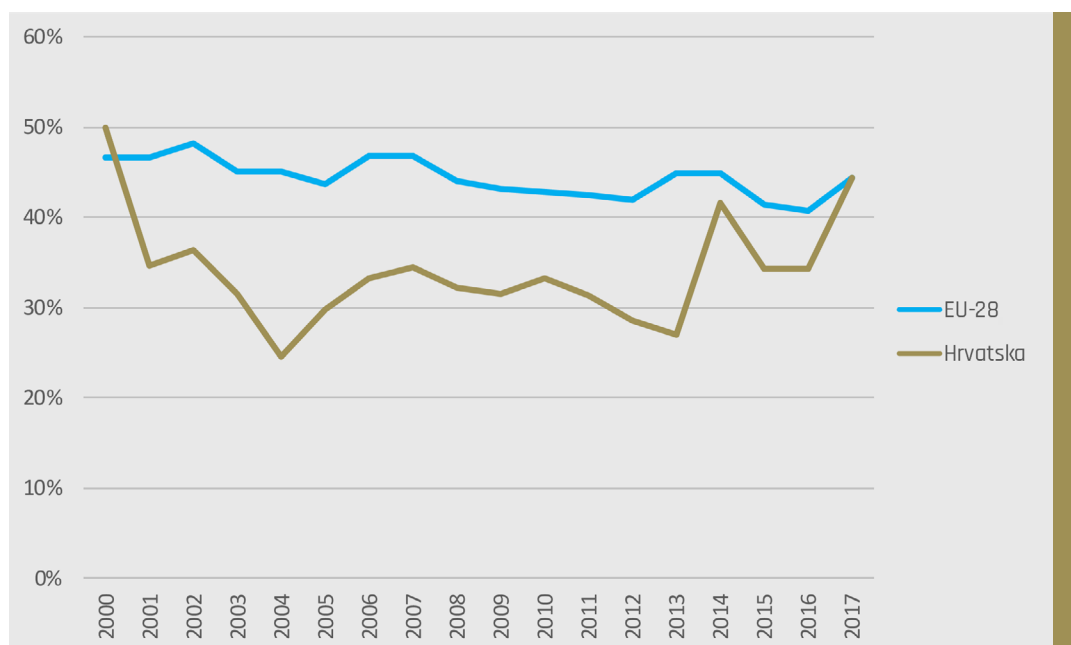
<sup>1</sup> Zbir utjecaja komponenti oscilira više od BDP-a jer na slici nije prikazan uvoz čije varijacije prigušuju utjecaj - uvoz kontrahira kada se potrošnja i investicije smanjuju.



Drugim riječima, možda je ideja o anti-cikličnom ponašanju vlada idealistička i tehnokratska utoliko što precjenjuje namjere i kapacitete vlasti. Ipak, u nastavku se pokazuje da bi decentralizacija javnih investicija mogla biti povezana s njihovom stabilizacijom.

U EU postoji veoma stabilan udjel lokalne razine vlasti u ukupnim investicijama sektora opće države. Udjel iznosi malo manje od polovice ukupnih investicija. U Hrvatskoj je taj udjel pao na oko 30% u godinama velike oscilacije 2001.-2013. (Slika 6.). Ključne projekte od nacionalnog značaja izvodila je središnja vlast. Može se postaviti teza da je središnja vlast na taj način pojačala fluktuacije i povećavala vjerojatnost pogreške u alokaciji kapitala kod manjeg broja velikih projekata pod nadzorom središnje države. Veći broj manjih lokalnih projekata možda bi umanjio fluktuaciju. Veći broj manjih lokalnih projekata značio bi: (a) veću diversifikaciju projekata i aktivnosti te manju mogućnost velike pogreške, (b) jačanje kapaciteta za pripremu investicijskih projekata na većem broju lokalnih razina, što bi ujednačilo razvoj u prostoru, i (c) mogućnost generiranja lokalnih investicijskih odgovora, čime bi se povećao kapacitet vlasti za reakciju na lokalno specifične ekonomske šokove. U idealnom scenariju, to bi vodilo ravnomjernijem razvoju i sprječavanju iseljavanja. U teoriji, dakle, jačanje lokalnih javnih investicijskih kapaciteta može smanjiti ukupnu oscilaciju gospodarske aktivnosti u vremenu i u prostoru, te povećati anti-ciklički kapacitet na nacionalnoj razini (u prosjeku). Međutim, provedba takve politike zahtijevala bi daljnju fiskalnu decentralizaciju, davanje veće autonomije lokalnim jedinicama za upravljanje lokalnim javnim dugom, te teritorijalnu reorganizaciju s ciljem stvaranja gospodarski i fiskalno dovoljno velikih i održivih cjelina sposobnih za vođenje politike, pripremu projekata i sprječavanje korupcije. Pitanje je koliko se takvi uvjeti uklapaju u realnost hrvatske lokalne politike.

**Decentralizacija investicijskih aktivnosti s većim udjelom lokalnih vlasti obećava veću stabilnost investicijskih projekata**



**Slika 6. Udjel lokalnih vlasti u ukupnim investicijama sektora opće države 2000.-2017.**

Izvor: Eurostat

### 3. Razvoj tržišta kapitala i izravna strana ulaganja (FDI)

Razvoj tržišta kapitala pogoduje investicijama, a još više njihovoj kvaliteti za koju stalno ističemo kako je ključna u transformaciji investicija u rast. Stalno vrednovanje dionica od strane mnoštva tržišnih sudionika usmjerava kapital na mjesta najproduktivnije uporabe, sprječava alokaciju u neodržive

Razvoj tržišta kapitala zanemaren je i Hrvatska je nestala s mape tržišta kapitala u Srednjoj Europi

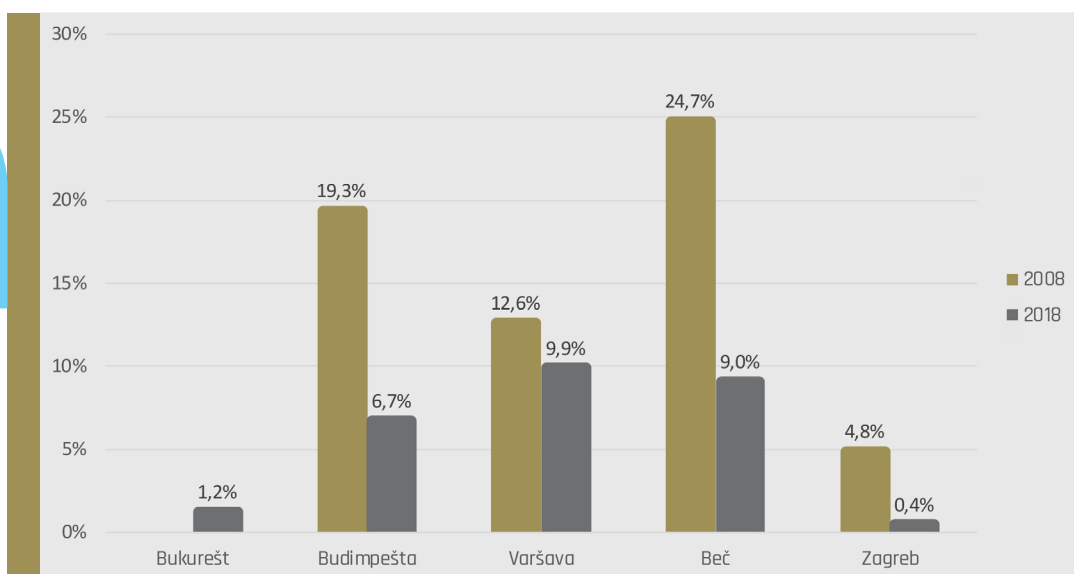
poduhvate i favorizira one s dobrim izgledima. Tržište kapitala ima i svojstva tržišta korporativne kontrole. Ono prisiljava kompanije na poboljšanje korporativnog upravljanja i na taj način posredno povećava efikasnost investicija.

Tržište kapitala ne obavlja ove poslove savršeno. Nedavni kolaps Agrokor pokazao je kako tržište kapitala može propustiti djelovati kao tržište dobre korporativne kontrole. Međutim, funkcije se unaprjeđuju ako se na njima radi i uči na pogreškama. Spomenuti propust u slučaju Agrokor nastao je kao posljedica kolapsa hrvatskog tržišta kapitala, smanjenja njegove uloge i važnosti, povlačenja brojnih manjih i srednjih aktera te stranih ulagača, i koncentracije moći trgovanja u rukama malog broja međusobno povezanih institucionalnih investitora.

Zagrebačka burza se u proteklih deset godina pretvorila iz ozbiljnog i vidljivog izazivača u srednjoeuropskom četverolisu Beč-Varšava-Budimpešta-Zagreb u provincijalno tržište bez međunarodne vidljivosti i perspektive (Slika 7.). Zagreb više ne postoji na srednjoeuropskoj mapi tržišta kapitala zbog pretjerane uloge građevinskih kompanija u ranijem razdoblju (većinom su de facto ili de jure propale), strože regulative, loše tempiranih poreznih promjena (nepotrebno uvođenje poreza na kapitalne dobitke rastjeralo je male investitore i likvidnost), pojave novih i zanimljivijih tržišta (Bukurešt) i, prije svega, zbog nezainteresiranosti hrvatskih vlasti za poduzimanje uvrštenja dionica državnih kompanija na burzu.

Iza notornog zanemarivanja tržišta kapitala stoje ideje i interesi. Interes je da se neefikasan sektor državnih poduzeća zadrži pod neposrednom političkom upravom bez verifikacije tržišta i kontrole drugih dioničara s kojima bi trebalo tražiti ravnoteže strateških interesa. Uz to, bolje korporativno upravljanje stvorilo bi težnju eliminaciji svih vidova korupcije i nepotizma iz korporacija. Neposredna i neometana politička kontrola vjerojatno je pridonijela nesposobnosti oživljavanja investicija sektora opće države (sjetite se da veliki dio onako razmjerno malih bruto investicija države čini amortizacija). Uz to, do 2017. smanjivale su se investicije poduzeća pod državnom kontrolom koja se klasificiraju u privatni sektor (Šonje, 2018).<sup>2</sup> U tom segmentu postoje velike rezerve za oživljavanje investicija. Međutim, za sada se ne vidi politička volja koja bi vodila većim i kvalitetnijim investicijama, jer bi politika morala platiti «cijenu» u vidu gubitka političke operative kontrole nad kompanijama te preuzeti rizik provedbe u javnosti nepopularnih privatizacijskih projekata.

Slika 7. Promet dionicama u % BDP-a 2008. i 2018.



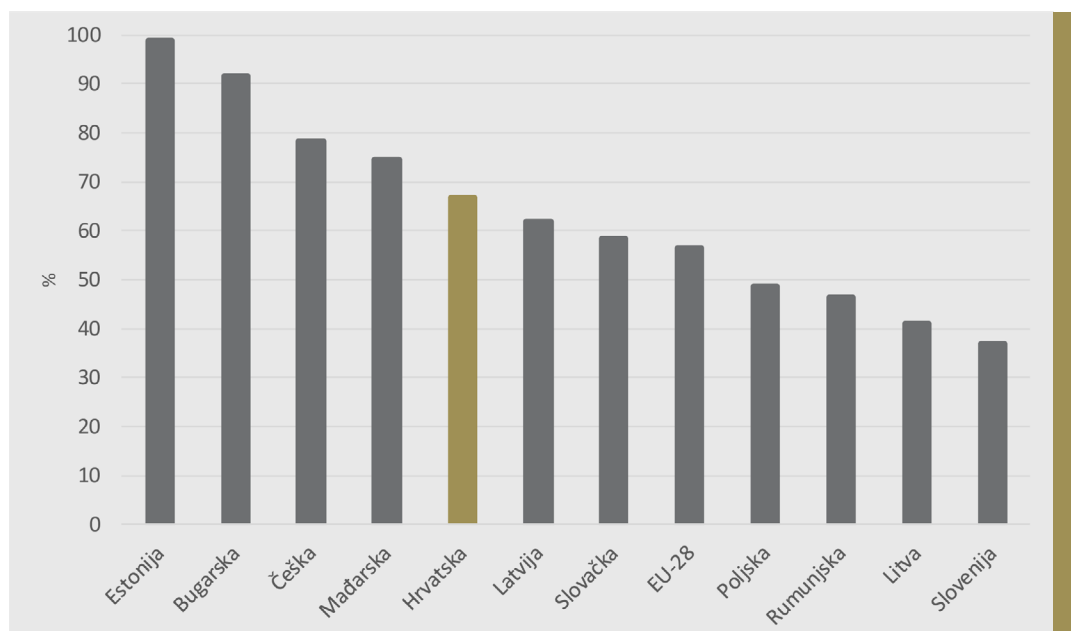
Izvor: World Federation of Exchanges mjesečni izvještaji i lokalni izvori, vlastiti izračun.

<sup>2</sup> Prema podacima FINA-e, u 2017. u odnosu na 2016. poduzeća u državnom vlasništvu smanjila su investicije dok su kod poduzeća u privatnom i mješovitom vlasništvu investicije rasle po stopama 5-6%.

Kao i kod ukupnih investicija, korist od izravnih ulaganja više zavisi o strukturi i efikasnosti nego o ukupnoj vrijednosti ulaganja

Niti jedna od do sada razmatranih tema koje utječu na kvalitetu investicija sama za sebe nije dovoljna za osiguranje prijenosa utjecaja povećanih investicija na rast ukupne produktivnosti faktora proizvodnje. Isto vrijedi za izravna strana ulaganja (eng. foreign direct investment, FDI). Međutim, svaki pojedini faktor može biti važan, a kada je riječ o FDI, Hrvatska nije posve nestala sa srednjoeuropske mape kao što se dogodilo s tržištem kapitala.

FDI su kontroverzne. Pojedinačna iskustva i rezultati istraživanja su različiti. S jedne strane ističu se koristi u vidu prijenosa znanja unutar-kompanijskim kanalima, imitacije najboljih poslovnih praksi, poboljšanja kontrole nad poduzećima, eliminacije lokalnog nepotizma i korupcije iz sektora poduzeća, uklapanja u europske i globalne lance vrijednosti, olakšan pristup većim tržištima i lakše financiranje lokalnih kompanija uz „posuđivanje“ dijela kreditnog rejtinga kompanija majki. S druge strane ističe se «izvlačenje dobiti» (iako u tome nema ništa sporno), hipotetički geostrateški interesi stranaca koji bi mogli biti suprotstavljeni našim interesima (što uvijek ostaje nejasno definirano), zaobilaznje poreznih propisa, eutanazija lokalnih kompanija ako su konkurenti, pretvaranje lokalnog managementa u birokratske izvršitelje poslovnih naloga iz centrale zbog čega dolazi do erozije lokalnih menadžerskih znanja i sklonosti poslovnim inicijativama. Politički populizam se često poslužuje s menija ovakvih argumenata. Međutim, svaki isključivi pogled na FDI je pogrešan. Naprosto postoje dobra i loša iskustva i treba težiti stvaranju uvjeta da dobra iskustva prevladaju.



Slika 8. Kumulativni priljev FDI do 2017. u % BDP-a

Izvor: UNCTAD, World Investment Report, 2018.

Kao i kod ukupne stope investicija, razlike u relativnoj važnosti FDI među zemljama (Slika 8.) ne mogu se jednoznačno povezati s gospodarskim uspjehom. Hrvatska se s udjelom akumulirane zalihe FDI od 66,8% BDP-a na kraju 2017. može smatrati relativno otvorenom prema FDI. Tome se često ističe prigovor zbog koncentracije FDI u domaćim sektorima koji marginalno sudjeluju u međunarodnoj razmjeni (banke, telekomi). S druge strane se često ističe primjer Slovačke. Slovačka ima niži omjer FDI/BDP nego Hrvatska (58,3%), ali je koncentracija ulaganja u autoindustriji transformirala ovu srednjoeuropsku zemlju u najvećeg svjetskog proizvođača automobila prema proizvedenom broju primjeraka po glavi stanovnika. U Hrvatskoj je u usporedbi sa zemljama poput Češke i Slovačke udjel industrijskih i takozvanih greenfield ulaganja u nove pogone mali. Hrvatska izvozna industrija nije se uspjela, kao slovačka, poljska, češka, mađarska i slovenska, integrirati u srednjoeuropske

lanca vrijednosti koji su povezani s moćnom njemačkom industrijom. Međutim, i zaliha i tok FDI koji se zadnjih godina kreće oko petine stope investicija, pokazuje da Hrvatska nije posve nestala sa srednjoeuropske mape FDI kao što je nestala sa srednjoeuropske mape tržišta kapitala. To daje osnovu za promišljanje kako bi se boljim politikama mogli stvoriti uvjeti za privlačenje novih izravnih stranih ulaganja, osobito u izvorne sektore.

Turizam je potencijalno atraktivan sektor u kojem prigode još nisu iskorištene. I Crna Gora, koja nije prikazana na slici, intenzivno radi na realizaciji strategije pretvaranja u elitnu globalnu turističku destinaciju, te njezin omjer FDI već prelazi 130%. To pokazuje da je za male i otvorene zemlje samo nebo granica (pogledajte i omjer za Estoniju na Slici 8.). Naravno, prikazani omjeri sami za sebe ne znače mnogo. U zemlji s ambicijom stvaranja diversificirane i moderne gospodarske strukture FDI se ne bi smjeli zasnivati na jednoj ili malom broju gospodarskih grana.

Sektorima ćemo se vratiti dalje u tekstu nakon što predstavimo još neke opće uvjete za investiranje koji su ključni za transformaciju investicija u održiv i visok rast produktivnosti.

#### 4. Kvaliteta institucija

Među ekonomistima postoji visok stupanj suglasnosti da su kvalitetne institucije ključ produktivne transformacije investicija (kapitala) u output. No, pojam kvalitetnih institucija veoma je širok. Obuhvaća sve - od funkcioniranja pravosuđa i javne administracije do političkog sustava i sloboda. Što je zemlja razvijenija, to su ovi faktori važniji. Nisko razvijenu zemlju kakva je bila Kina početkom 90-tih godina prošloga stoljeća može se transformirati u srednje razvijenu bez kvalitetnih institucija uz pomoć ekstenzivnih metoda razvitka u kojima država ima važnu ulogu. Na sličan način je funkcionirao socijalizam u fazi rasta do 1980. Međutim, sljedeći razvojni korak do visokorazvijene zemlje nije moguć bez kvalitetnih institucija.

Načelo koje se često spominje su institucije koje ravnopravno tretiraju sve sudionike. To su inkluzivne i depersonalizirane institucije jednakog pristupa koje nije moguće korumpirati. Na taj se način osiguravaju uvjeti za ravnopravno tržišno natjecanje te pruža predvidiv društveni okvir koji potiče orijentaciju na dugi rok i strpljivo čekanje nagrade. Politike koje često mijenjaju uvjete poslovanja (porezni sustav, parafiskalni nameti, regulacija i sl.) primjer su institucija koje guše rast.

Niti jedan pojedinačni sustav mjerenja kvalitete institucija ne može obuhvatiti značajan dio institucionalnih karakteristika koje su bitne za investiranje. Ipak, rezultati sustava Doing Business Svjetske banke mogu se uzeti kao primjer užeg skupa institucija koje su važne za poslovanje i investiranje. Analiza tih rezultata ukazuje na neke razloge hrvatskog zaostajanja i neatraktivnosti kao lokacije za ulaganja.

Hrvatska je u rangiranju Doing Business 2019 zauzela 58. mjesto između Cipra i Bugarske. U EU su od Hrvatske lošije rangirani samo Grčka (70.), Luksemburg i spomenuta Bugarska. Od 51. do 53. mjesta smjestile su se Italija, Rumunjska i Mađarska, a Slovenija je 40. dok često spominjana Slovačka zauzima 42. mjesto. Ostale zemlje iz grupe EU-10 su bolje rangirane.

Doing Business pokazuje da su kritična područja za Hrvatsku dobivanje kredita, rješavanje nesolventnosti i dobivanje građevinskih dozvola, a upotrebom priručnog simulatora može se izračunati i koje je reforme potrebno provesti za željeni uspon na rang ljestvici:

a) Kada bi se poduzele radikalne reforme samo u dijelu odobravanja građevinskih dozvola u Gradu Zagrebu, tako da broj procedura padne na 10, broj dana na 70, a trošak na 3% vrijednosti investicije,

Hrvatska bi se prema ukupnom skoru poslovne klime izjednačila sa Slovačkom.

b) Kada bi se povrh (1), plaćanje poreza izjednačilo s onim u Estoniji, Hrvatska bi skočila na 35. mjesto na globalnoj ljestvici.

c) Kada bi se povrh (1) i (2) pravni odnosi u pogledu regulacije kolaterala i registara kolaterala te odnosa dužnika i vjerovnika uredili kao u Mađarskoj (indeks prava = 9), Hrvatska bi ušla u top 30 zemalja svijeta kao 28.-ma s ukupnim postignućem od 78,2% najbolje prakse (najbolji Novi Zeland je na oko 87% - nije na 100%, jer nije u svemu najbolji). Riječ je o javnim registrima kolaterala koji su povezani s kreditnim registrima.

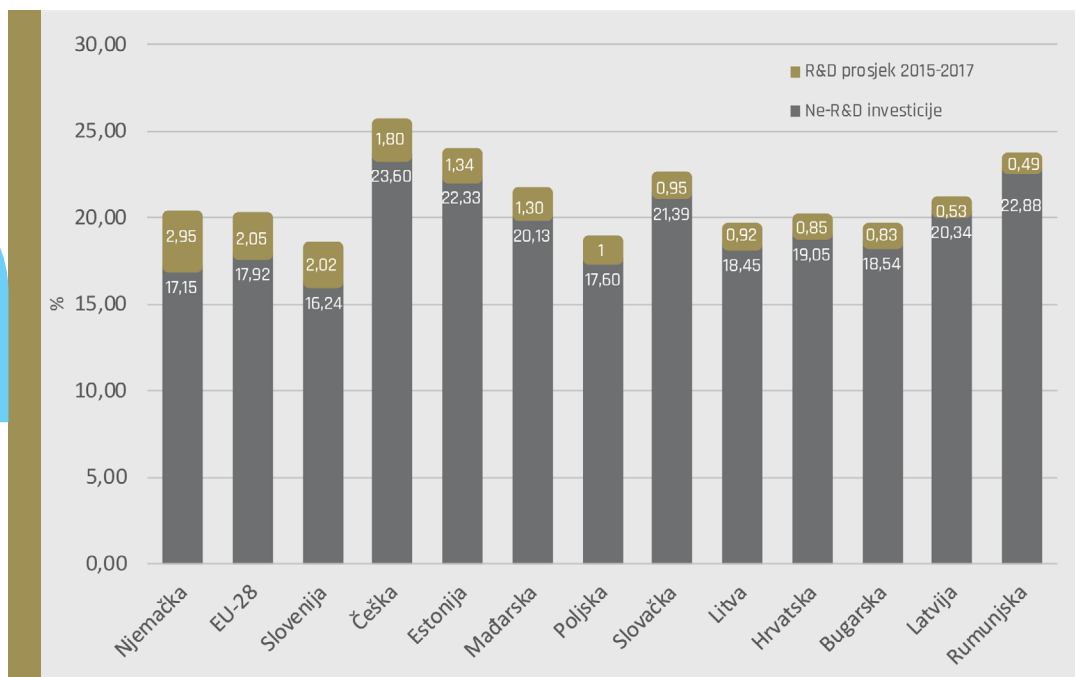
Često se ističu prigovori da ovakvi sustavi rangiranja nisu potpuni (što niti jedan sustav ne može biti). Izvlače se primjeri pojedinih zemalja kako bi se diskreditiralo metodologiju. Na primjer, zašto je Luksemburg rangiran ispod, a Makedonija iznad Hrvatske? Zaboravlja se da prikazani sustavi služe za fokusiranje pažnje kreatora ekonomske politike i mobilizaciju za provođenje reformi koje dokazano pogoduju poslovanju i ulaganju. Nema jamstva da će rang pojedine zemlje na ovakvoj ljestvici biti u nekoj korelaciji sa stupnjem gospodarskog razvoja ili brzinom rasta produktivnosti, jer su ekonomski ishodi plod iznimno složenih procesa. Poboľjšanja na ovakvim listama koristan su komunikacijski alat koji signalizira da su u zemlji na vlasti ljudi koji ozbiljno shvaćaju reforme poslovne klime. Dobro dođe i kao alat za mjerenje ishoda reformi, pri čemu je jasno da problemi i nužni potezi zalaze mnogo dublje i u mnoga druga područja od područja koja su obuhvaćena mjerenjem.

#### 5. Tragovi inovacija u strukturi investicija

Postoji mnogo naznaka da je hrvatsko gospodarstvo slabo u transformaciji investicija u održiv rast produktivnosti. Takva tvrdnja može zvučati općenito, ali ukazuje na važnu stvar: ne leže svi problemi u javnom sektoru. Mnogi su problemi dublji. Prožimaju čitavo društvo, te se ne mogu lako riješiti državnom intervencijom i «pametnijom» politikom. Ove se teze mogu poduprijeti s dva statistička podatka. Slika 9. pokazuje da se Hrvatska nalazi u donjem dijelu liste zemalja Nove Europe u pogledu izdataka za istraživanja i razvoj. Samo su se Slovenija i Češka približile prosjeku EU u tom pogledu. I njihov prosjek je daleko od R&D aktivnosti u državama kao što je Njemačka. Premalo ulaganja u R&D treba tumačiti u sprezi s problemima u obrazovnom sustavu (Slika 10.). Obrazovni zaostatak Hrvatske za najslabije razvijenom državom EU, Bugarskom, dobro objašnjava aktualni razvojni neuspjeh.

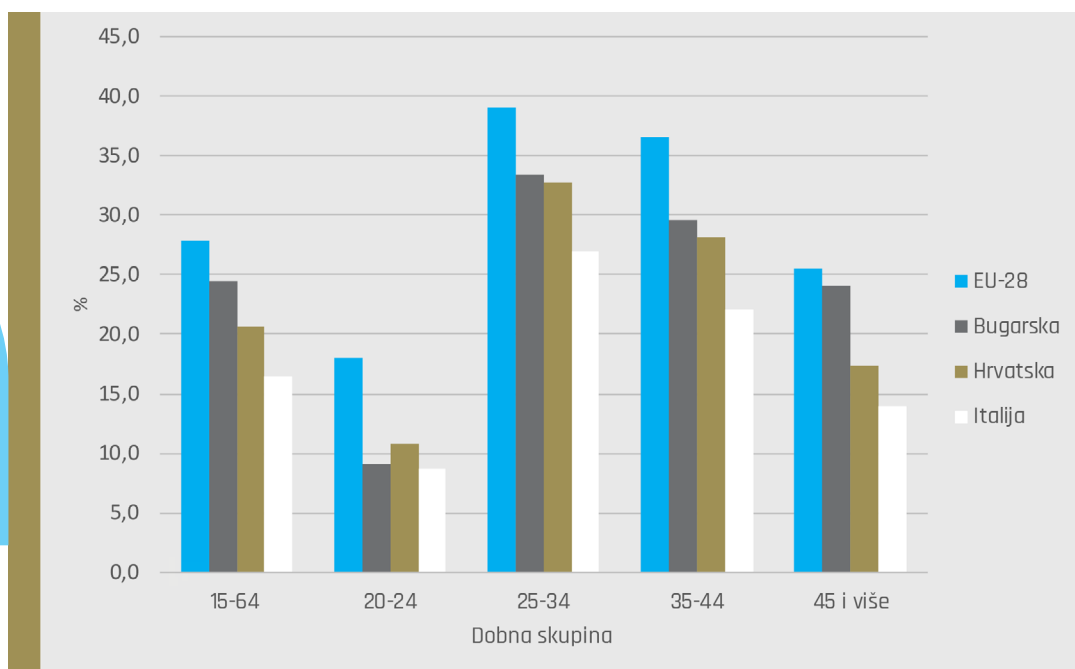
**Prepreke  
investiranju  
izlaze iz uskih  
okvira javnog  
sektora i dotiču  
se problema  
obrazovanja  
i ulaganja u  
istraživanja i  
razvoj u svim  
sektorima**

**Slika 9.**  
Izdaci za R&D i  
struktura investicija,  
prosjek 2015.-2017. u  
% BDP-a



Napomena: Stupci su prikazani kao struktura, uz pretpostavku da su izdaci za R&D dio bruto investicija što metodološki ne mora biti posve tačno, ali je približno tačno i dobro služi svrsi prikaza, a ta je da se pokaže važnost izdataka za R&D naspram ukupnih investicija.  
Izvor: Eurostat.

**Slika 10.**  
Udjel terciarno  
obrazovanih u radno  
sposobnoj populaciji  
prema dobnim  
skupinama 2017.



Izvor: Eurostat

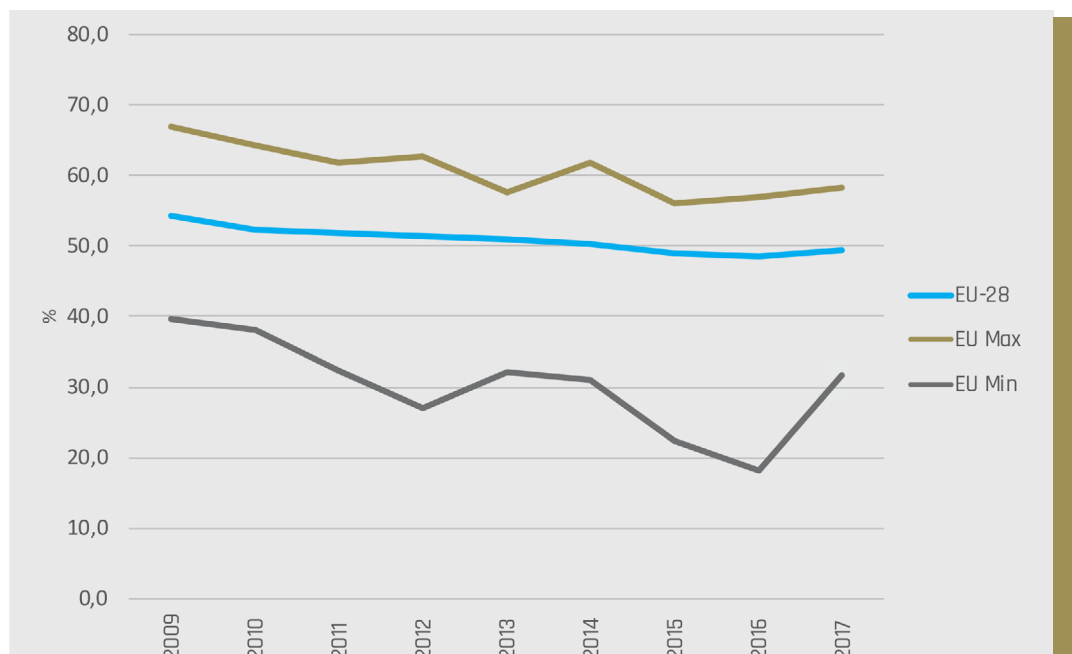
U nastavku promatramo glavne sastavnice strukture investicija: ulaganja u građevine, strojeve i opremu i intelektualno vlasništvo.

U EU se oko polovice investicija odnosi na građevine i taj udjel se nalazi u dugoročnom, polaganom

padu (Slika 11.). Struktura je veoma različita u pojedinim zemljama. Na slici se vidi raspon od oko 30% (koliko je iznosio EU minimum 2017. u Irskoj) do oko 60% (koliko je iznosio EU maksimum 2017. u Rumunjskoj). Iz prikaza se ne može izvesti zaključak o korelaciji stupnja razvoja i udjela građevinskih objekata u strukturi investicija. Bogaie skandinavske zemlje također imaju natprosječne udjele građevinskih objekata u strukturi investicija.

S druge strane, Slika 12. pokazuje da udjel investicija u strojeve i opremu u EU blago raste, pri čemu je maksimum od oko 48%, što nije čudno, zabilježen u spomenutoj Slovačkoj, a minimum od oko 22% u Francuskoj (oba podatka za 2017.).

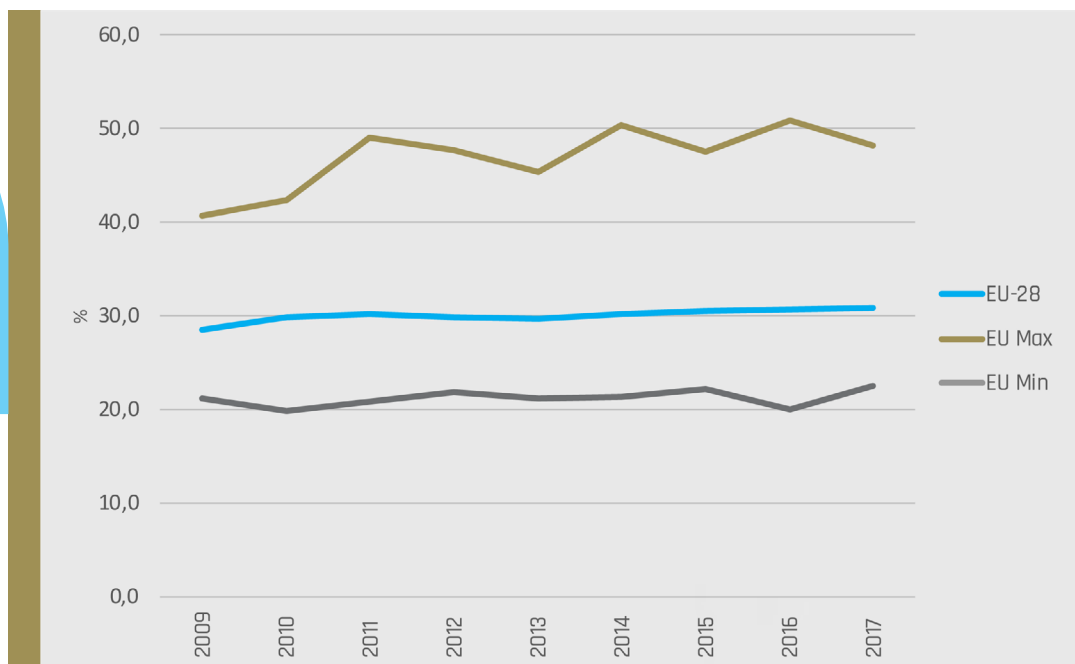
Na Slici 13. vidi se udjel intelektualnog vlasništva koji se također nalazi u stalnom porastu i dostiže oko petine investicija u EU, s tim da je apsolutni rekorder Irska. No, taj podatak, kao i podatak o irskom BDP-u, treba uzeti s velikom rezervom zbog evidencije istraživanja i razvoja velikih globalnih kompanija u Irskoj, što je često motivirano poreznim razlozima.



**Slika 11.**  
**Udjel građevinskih objekata u strukturi ukupnih investicija 2009.-2017.**

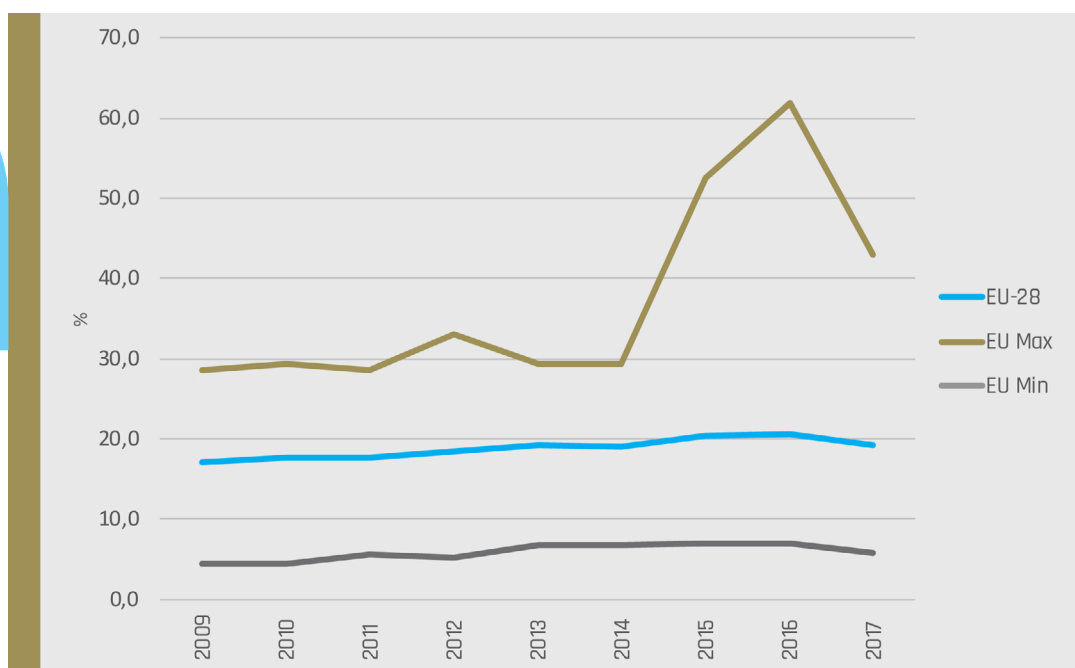
Izvor: Eurostat

**Slika 12.**  
**Udjel strojeva i**  
**opreme u strukturi**  
**ukupnih investicija**  
**2009.-2017.**



Izvor: Eurostat

**Slika 13.**  
**Udjel intelektualnog**  
 **vlasništva u strukturi**  
**ukupnih investicija**  
**2009.-2017.**



Izvor: Eurostat

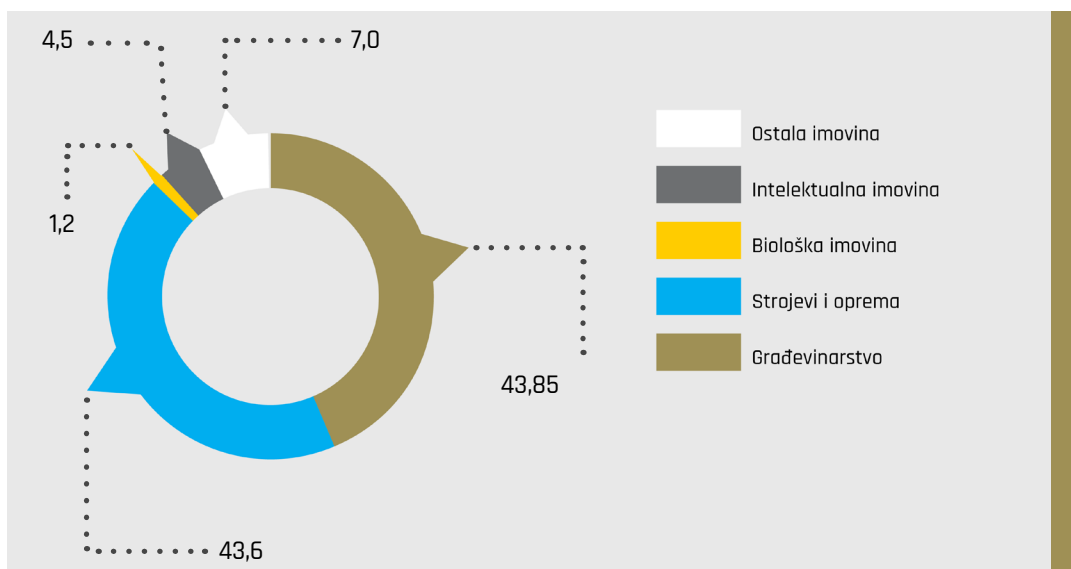
Hrvatska još nije uključena u Eurostatovu statistiku investicija, ali postoji izvješće o investicijama Državnog zavoda za statistiku (DZS) u kojem se objavljuju slični podaci. Ti podaci nisu izravno usporedivi s prikazanim podacima za druge države članice, ali mogu poslužiti za stjecanje uvida u različite aspekte strukture investicija.



Izveštaj DZS-a odnosi se na investicije pravnih osoba u imovinu, što obuhvaća 12,7% BDP-a ili 63,5% ukupnih investicija 2017. Brojke se odnose na investicije sektora poduzeća i državnog sektora, ali nije obuhvaćena amortizacija, investicije sektora kućanstava i promjene zaliha. 88% su investicije u novu imovinu, što je visok postotak, a obuhvaćene su sve ostvarene investicije - uvećanja imovine - bez obzira jesu li završene u izvještajnom razdoblju. Slika 14. pokazuje da u Hrvatskoj postoji mali udjel investicija u intelektualnu imovinu (4,5%) u usporedbi s ranije prikazanim podacima za druge europske zemlje. Primjećuje se ravnomjeran raspored investicija u građevine naspram investicija u strojeve i opremu. Kada se Hrvatska pojavi u statistici Eurostata, udjel građevina u ukupnim investicijama bit će veći od prikazanog, jer građevine vjerojatno imaju velik udjel u investicijama sektora stanovništva, što je u Hrvatskoj pojačano izravnim poduzetničkim angažmanom kućanstava u turističkoj djelatnosti. Međutim, i uz vrlo visok pretpostavljen udjel građevina u investicijama sektora stanovništva, ukupan udjel od oko 50% neće bitno odstupati od europskoga prosjeka. Ulaganja u građevine nisu prenapuhana prema ovom kriteriju. Slika 16. će pokazati da to nije bilo tako pred desetak godina kad je građevinarstvo bilo dominantno u strukturi investicija.

**U Hrvatskoj se relativno malo ulaže u intelektualno vlasništvo**

Veliko odstupanje u odnosu na prosjek EU ostvareno je, dakle, samo u vrlo malom udjelu ulaganja u intelektualni kapital. Hrvatska u tom pogledu zaostaje, što je u skladu s ranijim nalazima o relativno malim ulaganjima u R&D i o neuspjehu u prijelazu iz tradicionalnog modela gospodarstva zasnovanog na efikasnosti u gospodarstvo koje je sposobno za rast na temelju znanja i inovacija.

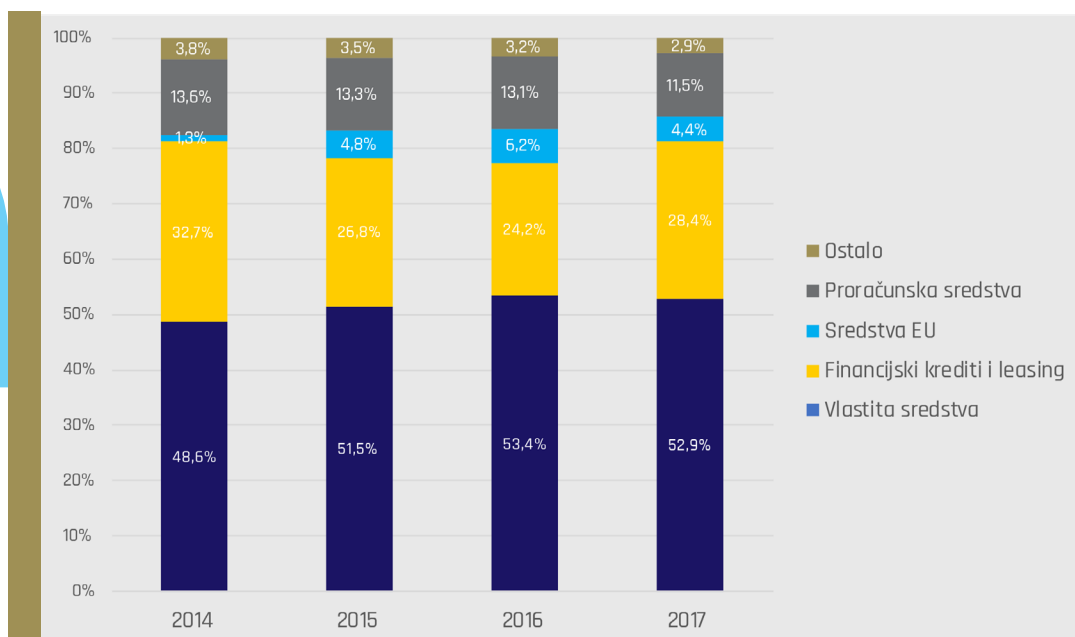


**Slika 14. Struktura novih investicija pravnih osoba u Hrvatskoj 2017.**

Izvor: DZS, Investicije u 2017., studeni 2018

Statistička metodologija praćenja investicija DZS-a mijenjala se u vremenu, pa se struktura investicija prema usporedivim izvorima financiranja, koja uključuju i EU fondove, može pratiti od 2014. Slika 15. pokazuje presudan udjel samo-financiranja čiji se udjel stabilizirao na oko 53%. Drugi daleko najvažniji udjel izvora financiranja imaju krediti i leasing, tek treća su proračunska sredstva, a četvrti EU fondovi. Prema tome, četiri petine investicija u smislu financiranja zavise o tradicionalnim izvorima te bi im politika trebala pridati odgovarajuću važnost. Jer, kod ovih oblika financiranja ostvareni povrati u vidu poboljšanja kvantitete i kvalitete investicija bit će i najveći. Tri mjere koje bi se mogle brzo primijeniti, a koje mogu utjecati na olakšanje samo-financiranja i na olakšanje kreditnih finansijskih kanala, imaju najviše potencijala: (a) razvoj tržišta kapitala, (b) olakšan i pojednostavljen porezni tretman poduzetnika i investitora, te (c) stvaranje predvidivog pravnog okruženja i zaštita kreditora radi stvaranja predvidivog i stabilnog okvira. Treća mjera, mogla bi dodatno smanjiti kamatne stope i umanjiti njihove oscilacije.

**Slika 15.**  
Struktura financijskih izvora za investicije pravnih osoba 2014.-2017.



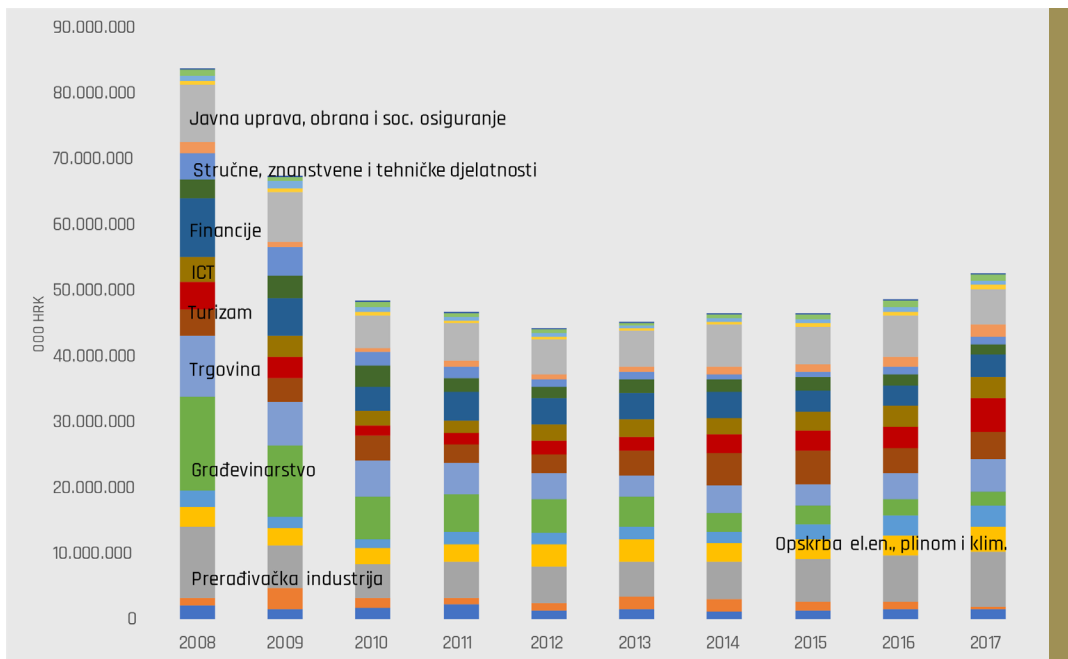
Izvor: DZS, Investicije u 2017., studeni 2018.

**Okolo četiri petine investicija financira se iz vlastitih izvora poduzeća i kredita**

Slika 16. prikazuje kretanje nominalne strukture investicija prema djelatnostima u razdoblju od 2008. do 2017. Prvo treba uočiti trajni kolaps investicija građevinara. Tu nije riječ o kolapsu investicija u građevine, jer u građevine svi investiraju. Riječ je o kolapsu investicija građevinskih kompanija koje su prije krize bile veliki investitori. Međutim, mnoge značajnije građevinske kompanije su ili propale, ili su prošle kroz velika restrukturiranja. To znači da su njihove ranije velike investicije bile ekonomski neisplative.

Dio je to hrvatske priče o velikoj pogrešci u alokaciji resursa u vrijeme prenapuhanih investicijskih aktivnosti što je kulminiralo 2008., kada se državna investicijska politika prelila na ponašanje privatnog sektora. Uz to, treba uočiti da se u toku zadnjeg razdoblja oporavka nakon 2015. najbrže oporavljale investicije u prerađivačkoj industriji i turizmu, pri čemu su investicije u prerađivačkoj industriji 2017. još uvijek bile veće od onih u turizmu za 63% (8,5 mlrd HRK naspram 5,2 mlrd).

Ako bi se povećanje investicijskih aktivnosti u prerađivačkoj industriji, turizmu i opskrbi električnom energijom, plinom i klimatizacijom izuzelo iz obračuna nakon 2014., u drugim djelatnostima, zbrojeno, povećanje investicija bilo je zanemarivo. Stopa rasta investicija u turizmu 2017. u odnosu na 2014. iznosila je 76%, u prerađivačkoj industriji 49%, u opskrbi električnom energijom, plinom i klimatizacijom 25%, dok je zbroj za ostale djelatnosti približno stagnirao.



Izvor: DZS

Slika 16. pomaže i u boljem shvaćanju pada ukupnog iznosa investicija u odnosu na razdoblje prije krize. Pad naizgled zabrinjava, ali koncentriran je kod subjekata registriranih u građevinarstvu, financijama, javnoj upravi i trgovini pri čemu se posljednje ipak oporavljaju nakon 2015. Isto vrijedi za investicije u turizmu. Iako pad apsolutnog iznosa i ranije prikazanog omjera bruto investicija spram BDP-a zabrinjava, sada je struktura kvalitetnija; manje je podložna negativnim šokovima i utječe na oporavak efikasnosti investicija, o čemu će biti više riječi u trećem poglavlju.

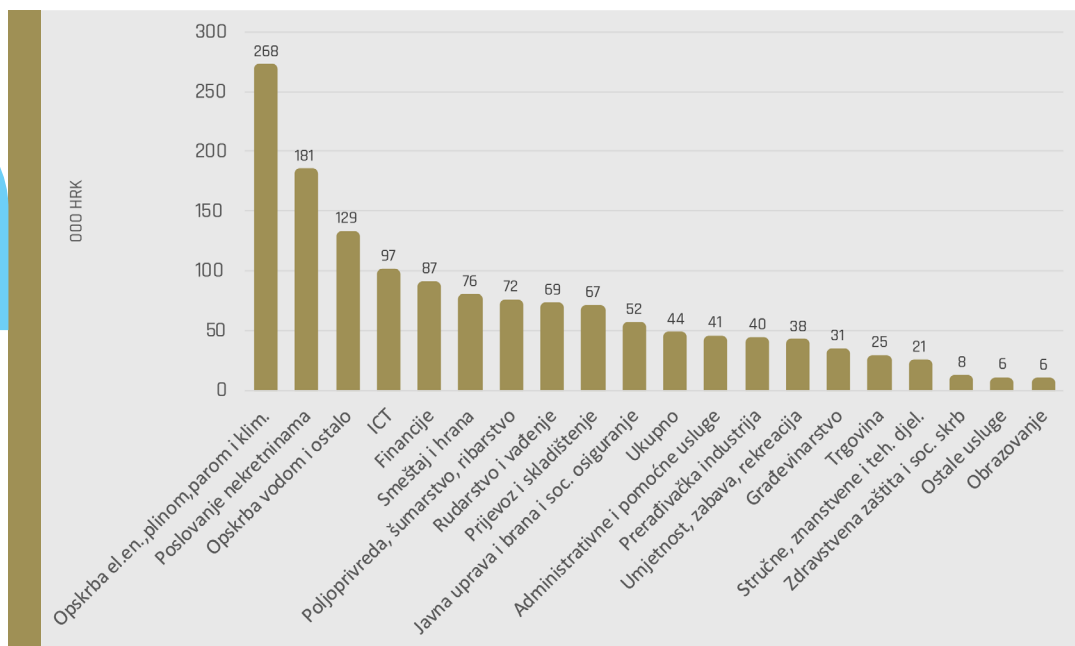
Zanimljivo je promotriti i gdje se najviše investira po zaposlenom. Povećanje kapitalne opremljenosti rada jedna je od najvažnijih odrednica produktivnosti rada i životnog standarda. Slika 17. pokazuje da se u 2017. najviše po zaposlenom u ulagalo u HEP-u, nekretninskim poslovima, opskrbi vodom, ICT sektoru i financijama, a najmanje u obrazovanju, zdravstvu i ostalim uslugama.

Iz ovih podataka ne treba izvoditi dalekosežne zaključke. Neke su djelatnosti tehnološki takve (kapitalno intenzivne) pa zahtijevaju velika ulaganja po zaposlenom. S druge strane, obrazovanje, zdravstvo i ostale usluge jesu radno intenzivne, ali se može postaviti pitanje ne narušava li mala razina ulaganja u tim djelatnostima produktivnost rada? Razlozi za prikazani poredak mogu biti različiti, a u desnome dijelu se može raditi o indikaciji lošeg upravljanja, prevelikoj masi plaća koja istiskuje investicijske rashode ili o nekom trećem razlogu. Stoga se prikazani podatak ne može koristiti kao argument u prilog povećanju ulaganja uz organizacijski i svaki drugi status quo. Slika samo poziva na detaljnija istraživanja. Jedan mogući smjer istraživanja prikazuje se u nastavku: radi se o istraživanju efikasnosti investicija.

**Slika 16.**  
Investicije  
prema glavnoj  
registraciji  
djelatnosti  
investitora  
2008.-2017.

**Najveći oporavak  
investicija  
događa se u  
prerađivačkoj  
industriji i  
turizmu**

**Slika 17.**  
**Investicije po**  
**zaposlenom prema**  
**djelatnostima 2017.**



Izvor: DZS, vlastiti izračuni.

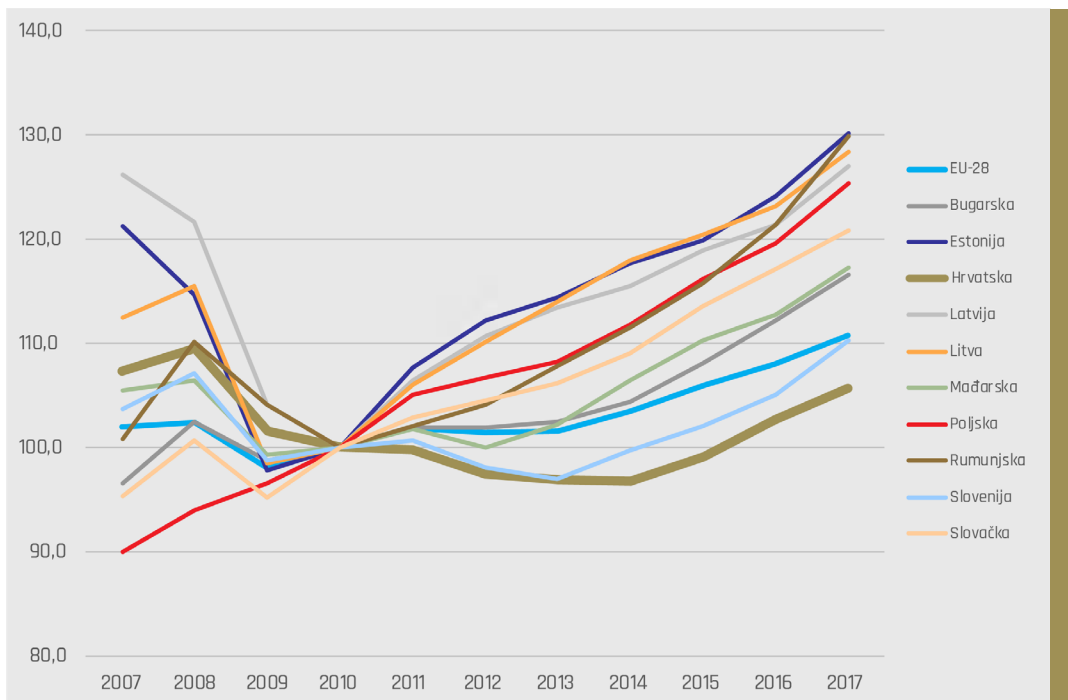
# EFIKASNOST INVESTICIJA U HRVATSKOJ

Najrašireniji analitički alat za mjerenje efikasnosti investicija je ICOR (engl. incremental capital output ratio), koji se temelji na Harrod-Domar modelu ekonomskog rasta. ICOR je omjer stope investiranja (udio bruto investicija u BDP-u) i stope rasta realnog BDP-a:

$$\text{ICOR} = (\text{bruto investicije (u \% BDP)}) / (\text{stopa rasta realnog BDP})$$

Pri tumačenju treba imati na umu da veća vrijednost ICOR-a znači neefikasnost, jer je više investicija potrebno po jedinici gospodarskoga rasta. Niži ICOR znači veću efikasnost investicija. ICOR je koristan i zbog toga što je korišten u dvije ranije studije u Hrvatskoj, Lovrinčević, Mikulić i Marić (2004) pokazali su na podacima za razdoblje 1994.-2002. da se Hrvatska uz tri države Baltika i Poljsku nalazila u skupini pet bivših tranzicijskih zemalja s najvećom efikasnošću investicija, kao četvrta ispred Estonije (Latvija je bila najefikasnija u tom razdoblju), s ICOR-om oko 5 (5% omjera investicija i BDP-a za 1% rasta). Najneefikasnija je bila Bugarska s ICOR-om oko 14. Nadalje, Ahec Šonje je pokazala veliku promjenu do koje je došlo u ovom stoljeću. Hrvatska je „zahvaljujući“ niskoj prosječnoj stopi rasta pala na začelje Nove Europe prema kriteriju efikasnosti. Slika 18. otkriva razlog za to. Indeks realnog BDP-a pokazuje zaostajanje Hrvatske i za Novom Europom i za prosjekom EU-28, a jedini razlog zašto Hrvatska nije jače pala na ljestvicama realnog BDP-a po stanovniku na kojima se zadržava oko 62% prosjeka EU-a, kao i 2009., leži u smanjenju broja stanovnika.

**Efikasnost investicija u Hrvatskoj je bila relativno visoka do 2012., a zatim se efikasnost počela smanjivati, da bi u vrijeme krize pala na europsko dno**



**Slika 18. Indeks realnog BDP-a (2010.=100)**

Izvor: Eurostat.

Velike razlike u tempu rasta među zemljama nakon krize, od Poljske koja ima 40% veći realni BDP 2017. u odnosu na 2007., preko Slovačke i Rumunjske s povećanjem od 30%, do hrvatske stagnacije (točnije -1%) znači da svjetska kriza ne može biti opravdanje za tako dugo i duboko zaostajanje. Razlozi su primarno unutarnji ili povezani s neposrednim geografskim okruženjem (npr. određenu

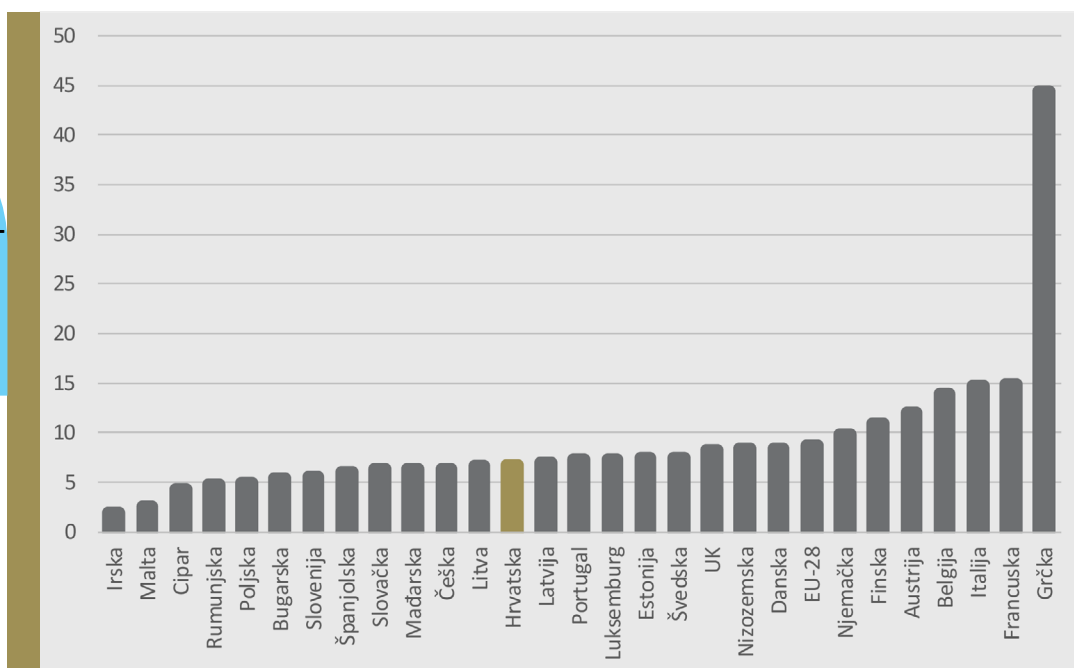
**Efikasnost investicija značajno se poboljšala od 2015. naovamo**

ulogu za Hrvatsku i Sloveniju ima puzajuća kriza u Italiji). No, jedan od indikatora, moguće i uzroka različitih dinamika rasta, leži u efikasnosti investicija.

Slika 18. također pokazuje da računanje ICOR-a za cijelo razdoblje u kojem je rast bio negativan nema smisla, jer negativni ICOR nema smisla. Stoga je novi ICOR izračunat za potrebe ovoga rada tako da se u nazivniku nalazi prosječna stopa rasta u trogodišnjem razdoblju 2015.-2017., a u brojniku prosječna stopa investicija za dulje razdoblje 2011.-2017., jer su na stopu rasta u zadnje tri promatrane godine utjecale i investicije iz ranijeg razdoblja. Rezultat na Slici 19. pokazuje da se Hrvatska prema efikasnosti investicija u novije vrijeme pomakla u zonu veće efikasnosti od europskog prosjeka. Iako se i dalje nalazi na repu Nove Europe, hrvatski ICOR je sada za nijansu bolji od onoga u Latviji i Estoniji, tik do Litve. Uočite da je ICOR najniži u Grčkoj, Francuskoj i Italiji što ukazuje na razvojne probleme juga Europe.

Rezultat je u skladu s nalazima o općenito poboljšanim strukturnim i kvalitativnim parametrima gospodarskog rasta nakon izlaska iz krize. Otklonjene su vanjske i fiskalne neravnoteže, dužnici su se u velikoj mjeri razdužili i nema mjehura koji bi ukazivali na moguće velike pogreške u alokaciji resursa. U takvim uvjetima postavlja se pitanje o ulozi strukture investicija odnosno investiranja u pojedinim djelatnostima.

**Slika 19. ICOR = prosječna stopa investicija 2011.-2017. vs prosječna stopa rasta 2015.-2017.**



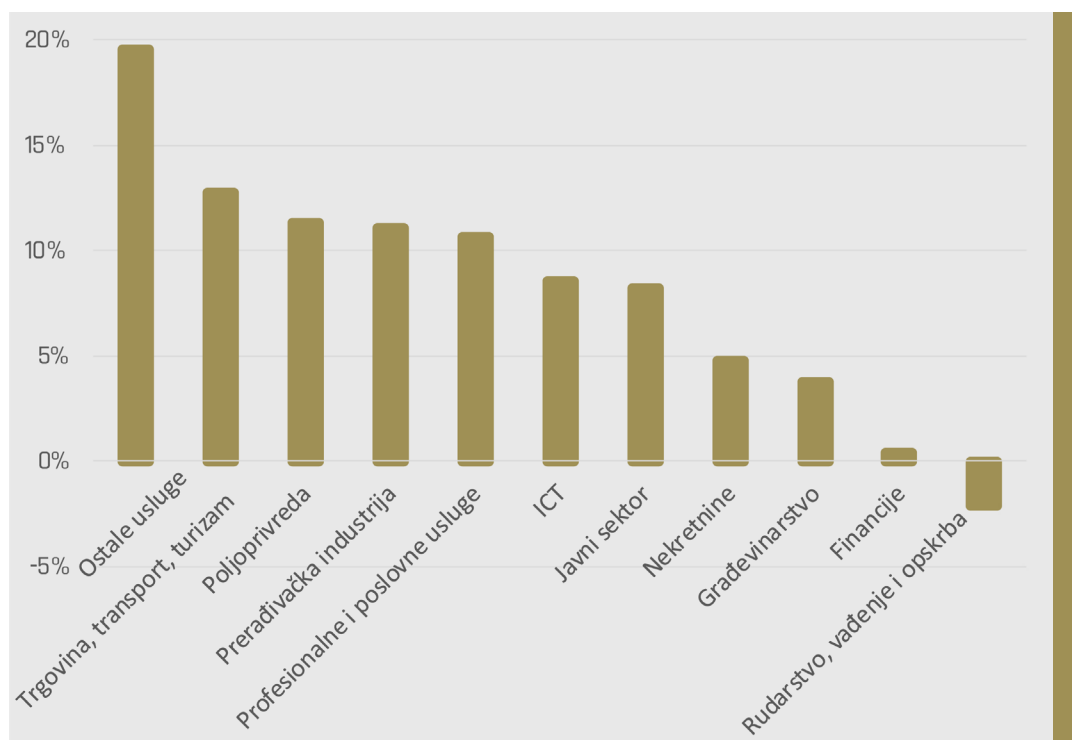
Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni.

Na slici 20. prikazan je pokazatelj granične efikasnosti investicija za dvanaest velikih sektora u hrvatskom gospodarstvu. Granična efikasnost investicija računa se kao omjer povećanja bruto dodane vrijednosti u tri godine rasta 2015.-2017. po sektorima, naspram novih investicija u razdoblju 2011.-2017. Kao i kod ICOR-a, dulji period investiranja se uzima u obzir, jer investicije odbacuju povrate s vremenskim pomakom.

Podaci koji su prikazani na Slici 20. ne mogu se uspoređivati s ICOR-om i služe isključivo za međusobne usporedbe velikih sektora. Pokazuju koliko se dodane vrijednosti stvara po jedinici investicija, uz nužno uzimanje u obzir različitosti razdoblja u brojniku i nazivniku zbog vremenske odgode efekata ulaganja. Pokazatelj granične efikasnosti investicija ne govori ništa o isplativosti ulaganja s gledišta

investitora, jer se tehnologije i odnosi prihoda rada i kapitala razlikuju po sektorima. Na primjer, bruto dodana vrijednost se vrlo malo povećala u financijskom sektoru zbog razduživanja stanovništva i poduzeća, te zbog prijelaza dijela starih portfelja s problemima u naplati u ruke sektora poduzeća. No, vlasnici i dalje investiraju u financijski sektor jer ostvaruju određeni povrat na kapital zahvaljujući ulaganjima u tehnologiju i racionalizaciju poslovanja. To je tipičan primjer zreloga sektora koji je nalik komunikacijskim kompanijama koje vuku indikator za ICT sektor prema dolje.

Najveći povrati se ostvaruju u ostalim uslugama (što obuhvaća umjetnost, rekreaciju i zabavu), zatim u velikom mega-sektoru koji obuhvaća trgovinu, transport i turizam, a interesantan je i razmjerno visok prinos u poljoprivredi, prerađivačkoj industriji te profesionalnim i poslovnim uslugama. Hrvatska politika propulzivnim sektorima treba olakšati zapošljavanje i rast, ali ne sektorskim politikama već stvaranjem dobrog ambijenta za investiranje - pretvaranjem Hrvatske u zemlju atraktivnu za poslovanje i ulaganja.



**Slika 20.**  
**Grafična**  
**efikasnost**  
**investicija**  
**(nominalno): rast**  
**bruto dodane**  
**vrijednosti 2015.-**  
**2017. vs nove**  
**investicije 2011.-**  
**2017. u %**

Detaljniji sektorski prikaz raspoloživ je s 2016. godinom, no tako kratak period rasta nije odgovarao ciljevima analize. Svakako se težilo uzeti u obzir i 2017., s obzirom da su raspoloživi podaci o novim investicijama za tu godinu. U tu svrhu poslužili su podaci iz privremenog izvještaja DZS-a o obračunu BDP-a gdje su djelatnosti grupirane u dvanaest velikih sektora.

Izvor: DZS, vlastiti izračuni

## UMJESTO ZAKLJUČKA: PERSPEKTIVE

Analiza je pokazala da se Hrvatska nakon izlaska iz krize pomalo vraća na investicijsku mapu Europe u smislu efikasnosti investicija. Efikasnost investicija mnogo je važnija od njihove kvantitete, jer utječe na produktivnost faktora proizvodnje. Produktivnost faktora i efikasnost investicija pretvorene su u hrvatske boljke u ovome stoljeću, nakon što se nije vodilo dovoljno računa o nužnosti zamjene dosadašnjeg modela rasta zasnovanog na efikasnosti i fizičkoj infrastrukturi novim modelom zasnovanim na idejama, znanju i inovacijama. Hrvatska zbog toga ima najlošiji razvojni rezultat nakon 2007. u čitavoj srednjoj Europi. Također, Hrvatska zbog toga ima strukturu investicija s podjednakim udjelom novih ulaganja u građevine te strojeve i opremu, pri čemu ulaganja u intelektualnu imovinu nemaju značaj kao u razvijenijim europskim zemljama.

Ovaj podatak treba promatrati u korelaciji s relativno malim ulaganjima u R&D i slabom razinom obrazovanja. To su teško promjenjive ekonomske veličine. Samim time, transformacija razvojnog modela, a uz to i povećanje efikasnosti investicija, pokazuju se kao iznimno težak zadatak. Nema gotovog recepta. Sve utječe na sve. Bolje i masovnije visoko obrazovanje nužan je uvjet, no dovoljnih uvjeta je mnogo; niti jedan sam za sebe neće dati željene razvojne rezultate.

Trenutačno se bilježi rast investicija u jezgri uslužnih djelatnosti (turizam, trgovina te promet i skladištenje), prerađivačkoj industriji i opskrbi električnom energijom, parom i plinom. Nove investicije se najvećim dijelom, oko 53%, financiraju iz vlastitih sredstava. Velika ovisnost o vlastitim sredstvima upućuje na dvije ključne mjere koje bi mogle relativno brzo utjecati na povećanje kvantitete i efikasnosti investicija, uz zadane druge parametre: (1) rasterećenja poduzetnika, osobito od poreza na dobit, čime više vlastitih sredstava za investiranje ostaje na raspolaganju poduzećima i (2) razvoj zanemarenog tržišta kapitala. Hrvatska je posve nestala sa srednjoeuropske mape tržišta kapitala u proteklih deset godina, te je za njegovo oživljavanje neophodan cjelovit razvojni program koji će uključiti i uvrštenja dijela državnih poduzeća na burzu. Nasuprot iskustvu tržišta kapitala, Hrvatska je još uvijek prisutna na europskoj mapi FDI. U privlačenju izravnih stranih ulaganja leže određeni potencijali, ali je za to potrebno prvo urediti institucionalni okvir.

Institucionalni okvir koji je važan za investiranje možemo podijeliti na dva dijela. Prvi, specifični dio, odnosi se na institucije koje utječu na rizike poslovanja i investiranja u kratkom roku. U tu skupinu spadaju institucije koje uređuju naplatu potraživanja, likvidacije i stečajeve, javnu administraciju u dijelu izravne uključenosti u investicijske procese (npr. odobravanje građevinskih dozvola). Ove institucije neposredno utječu na efikasnost drugog najvažnijeg izvora financiranja investicija, a to su krediti i financijski leasing. Kada se zbroje s vlastitim izvorima financiranja, dva najvažnija izvora sredstava za ulaganja ukupno financiraju oko četiri petine svih investicija u Hrvatskoj. Javni izvori poput proračuna i EU fondova jesu važni, ali oni se prema redoslijedu važnosti ne mogu niti približiti vlastitim sredstvima i kreditima u pogledu makroekonomskog učinka u dugom roku. Stoga bi i politika trebala svojim mjerama osigurati odgovarajuću važnost poticanju financiranja iz vlastitih izvora i olakšanju kreditnog financiranja.

Drugi dio institucionalnog okvira odnosi se na kvalitetu institucija općenito. Pored ranije spomenutog obrazovanja, u ovaj skup investicija ubrajaju se javna administracija, pravosuđe i teritorijalni ustroj. No, te institucije samo su odraz kvalitete politika. Kvaliteta politika se prvo prelama kroz fiskalnu i javnu investicijsku politiku. Fiskalna i investicijska politika prve i u kratkom roku utječu na gospodarska gibanja, kao što je bio slučaj u godinama prije krize 2008./09., te na samom početku krize. Analiza je



pokazala razmjere pogreške do koje je došlo zbog napuhavanja državnih investicija prije posljednje krize i njihovoga ispuhavanja u krizi. Razborita fiskalna politika treba djelovati obratno: tako, da se u vremenima booma akumuliraju fiskalni i investicijski kapaciteti za ublažavanje ciklusa u recesijama. Ova preporuka osobito dobiva na važnosti u svjetlu novijih rezultata istraživanja dugoročnog ekonomskog rasta. Ti rezultati pokazuju da za gospodarski uspjeh u dugom roku nisu toliko važna povremena velika ubrzanja rasta, koliko ublažavanja pada i brzi izlasci iz recesija. Izgleda da su recesije vremena u kojima se odlučuju dugoročni rezultati. Tada se vidi tko stvarno ima sposobnosti, a tko ne; povremeni uzleti, kada svima više ili manje dobro ide, služe za prikupljanje političkih bodova uz koje se pametni narodi u tišini pripremaju za loša vremena koja će doći, kako bi imali spremne odgovore za njih.

# LITERATURA

- Acemoglu, D. (2009): *Introduction to Modern Economic Growth*. Princeton: Princeton University Press.
- Ahec Šonje, A. (2018): Osvrt na rad *Struktura investicija i gospodarski rast* Lj. Jurčića i A. Č. Časni. Međunarodni znanstveni skup povodom 25 godina izlaženja časopisa *Ekonomija/Economics*: „Kako poreznim sustavom i poreznom politikom podržati uvođenje eur-a“. Zagreb: RIFIN.
- Arrow, K. J. (1962): *The Economic Implications of Learning by Doing*, *Review of Economic Studies* 29: 155-73.
- Bićanić, I. i M. D. Škrbić (2018): *Makroekonomika I za ekonomiste i neekonomiste s hrvatskim primjerima*. Zagreb: Arhivanalitika.
- Broadberry, S. (2016): *The Characteristics of Modern Economic Growth Revisited*. Oxford University (mimeo).
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave McMillan.
- Kuznets, S. (1965): *Economic Growth and Structure, Selected Essays*. New York: W.W. Norton.
- Lovrinčević, Ž., D. Mikulić i Z. Marić (2004): *Efikasnost investicija i FDI – stara priča, nove okolnosti*. *Ekonomski pregled* 55(1-2): 3-43.
- Mokyr, J. (1992): *The Lever of Riches: Technological Creativity and Economic Progress*. Oxford: Oxford University Press.
- Mokyr, J. (2002): *The Gifts of Athena: Historical Origins of the Knowledge Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Mokyr, J. (2017): *Culture of Growth: The Origins of the Modern Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Romer, P. (1986): *Increasing Returns and Long-run Growth*. *The Journal of Political Economy* 94(5): 1002-1037.
- Solow, R. (1956): *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1): 65-94.
- Srhoj, S., B. Škrinjarić i S. Radas (2018): *Bidding against the odds? The impact evaluation of grants for young micro and small firms during the recession*. EIZ Working Paper 1802
- Šonje, V. (2018): *1000 najvećih*. Zagreb: Lider.
- Šonje, V., D. Nikolić i I. Brkljača (2018): *Financiranje mikro, malih i srednjih poduzeća: otvorena pitanja*. HUB Analiza 64. Zagreb: Hrvatska udruga banaka.