

# MEĐUNARODNI MONETARNI FOND

## REPUBLIKA HRVATSKA

9. lipnja 2015. ■ **IZVJEŠĆE ČLANOVA MISIJE MMF-a O KONZULTACIJAMA U VEZI S ČLANKOM IV. STATUTA MMF-a, ODRŽANIMA 2015.**

### KLJUČNA PITANJA

**Otklanjanje strukturnih prepreka za rast.** Nakon šest godina postojane kontrakcije, hrvatsko gospodarstvo pokazuje znakove određenog oporavka kojem podršku daje povoljno okruženje. Hrvatsko je gospodarstvo posljednje gospodarstvo među zemljama u Europi s tržištima u nastajanju koje je izašlo iz recesije nakon stečaja Lehman Brothersa 2008./2009. Duboko ukorijenjeni strukturni činitelji ograničili su kapacitet prilagodbe gospodarstva, pri čemu su mnogi bili povezani s nepotpunom tranzicijom hrvatskog korporativnog sektora prema tržišno orijentiranom poslovanju. Iako su hrvatske vlasti ostvarile napredak glede nekih strukturnih reforma tijekom prošlih godina, ostale reforme nisu provedene do kraja – poglavito reforma prevelikog i neefikasnog sektora poduzeća u državnom vlasništvu kao i reforma nejasnog sustava upravljanja u Hrvatskoj čije je obilježje veliko preklapanje između različitih razina sektora države. Ako ne budu otklonjeni, ti će činitelji i nadalje opterećivati napredak gospodarske aktivnosti.

**Ponovno uspostavljanje fiskalne održivosti.** Velike su fiskalne ranjivosti nastale zbog recesije. Unatoč velikim fiskalnim manjkovima i javnom dugu, politika se počela kretati u pravom smjeru pod okriljem primjene procedure pri prekomjernom manjku Europske komisije. Međutim, potrebna je dugoročnija orijentacija: cilj sveobuhvatnog konsolidacijskog plana treba biti ne samo smanjenje manjka nego i restrukturiranje proračuna kako bi ga se učinilo poticajnijim za rast i zaposlenost.

**Očuvanje monetarne i financijske stabilnosti.** S obzirom na visoku euroiziranost kredita, stabilnost tečaja kune prema euru nema održive alternative. Bankovni je sustav ostao otporan unatoč dugom recesijskom razdoblju. Kako bi se takvo stanje održalo treba nastaviti s pomnim nadzorom.

**Prethodni savjeti članova Misije.** Na području strukturnih reformi nije ostvaren značajan dodatni napredak u odnosu na konzultacije u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a iz 2014. Fiskalna je konsolidacija postupno napredovala premda je na napore usmjerene na smanjenje manjka nepovoljno djelovalo manje ostvarenje prihoda u deflatornom okruženju.

**Odobrili:**  
**James Gordon (EUR)**  
**i Masato Miyazaki**  
**(SPR)**

Rasprave su održane u Zagrebu, od 22. travnja do 6. svibnja. Članovi Misije susreli su se s predsjednicom Kolindom Grabar-Kitarović, zamjenikom premijera Brankom Grčićem, ministrom financija Borisom Lalovcem, guvernerom središnje banke Borisom Vujčićem, drugim ministrima, višim dužnosnicima, predstavnicima privatnog sektora i predstavnicima međunarodne zajednice.

Članovi Misije bili su gospoda Wiegand (voditelj), Crivelli, Lybek, Omoev (svi iz EUR) i gđa Shi (FAD). Gđa Ćudina (OED) prisustvovala je većini sastanaka. Gđe Ftomova, Niman i Samuel (sve iz EUR) pomogle su pripremiti ovaj dokument.

## SADRŽAJ

<b>PRIKAZ STANJA</b>	<b>4</b>
A. Kontekst	4
B. Najnovija gospodarska i financijska kretanja	5
<b>IZGLEDI I RIZICI</b>	<b>6</b>
<b>RASPRAVE O POLITIKAMA</b>	<b>7</b>
A. Otklanjanje strukturnih prepreka za rast	7
B. Ponovno uspostavljanje fiskalne održivosti	11
C. Očuvanje monetarne i financijske stabilnosti	13
<b>OCJENA ČLANOVA MISIJE</b>	<b>15</b>
<b>OKVIRI</b>	
1. Neizvjesnost gospodarke politike	17
2. Potencijalni rast i proizvodni jaz	18
3. Matrica procjene rizika	19
4. Prezaduženost i oporavak bilanca	20
5. Poduzeća u državnom vlasništvu	21
6. Fiskalna prilagodba i domaća potražnja	22
7. Procjena realnog efektivnog tečaja i konkurentnost	23
8. Loši krediti i adekvatnost kapitala banaka	24
9. Aprecijacija švicarskog franka i krediti u švicarskim francima	25
<b>SLIKE</b>	
1. Kratkoročni pokazatelji	33
2. Platna bilanca, 2007. – 2014.	34
3. Kretanja na financijskim tržištima, 2008. – 2015.	35

4. Ažurirani podaci o bankarskom i monteranom sektoru, 2008. – 2015. _____	36
5. Hrvatska u odnosu na usporedive zemlje _____	37
6. Dug privatnog sektora, 2000. – 2014. _____	38
7. Poslovno okruženje, 2014. _____	39
8. Fiskalna kretanja, 2008. – 2019. _____	40
9. Pokazatelji konkurentnosti, 2000. – 2014. _____	41
10. Pokazatelji ranjivosti, 2007. – 2015. _____	42
11. Pokazatelji ranjivosti u odnosu na usporedive zemlje, 2008. – 2013. _____	43

**TABLICE**

1. Odabrani ekonomski pokazatelji, 2009. – 2016. _____	26
2. Srednjoročni osnovni scenarij, 2009. – 2020 _____	27
3. Platna bilanca, 2009. – 2020. _____	28
4A. Operacije proračuna opće države, 2009. – 2020. _____	29
4B. Proračun nekonsolidirane središnje države, 2009. – 2014. _____	30
4C. Usklađenost između fiksalnog salda središnje države na gotovinskom načelu i na temelju ESA 2010 _____	30
5. Monetarni računi, 2009. – 2015. _____	31
6. Pokazatelji financijskog zdravlja, 2009. – 2014. _____	32

**PRILOZI**

I. Analiza održivosti inozemnog duga _____	44
II. Analiza održivosti javnog duga _____	46

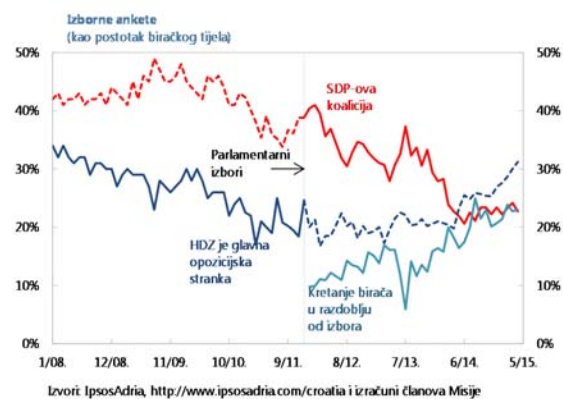
# PRIKAZ STANJA

## A. Kontekst

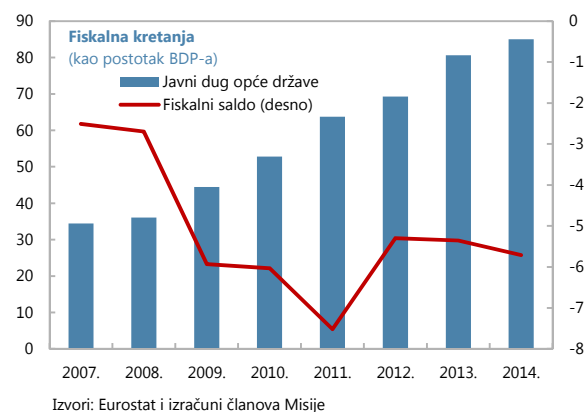
**1. Nakon šest godina postojane recesije, hrvatsko gospodarstvo konačno pokazuje znakove oporavka.** Snažna maloprodaja, prihodi od PDV-a i veće povjerenje potrošača sugeriraju da je osobna potrošnja počela ponovno rasti. Zaposlenost se stabilizirala, a dobit poduzeća se oporavlja. Poticaj je dalo i povoljno vanjsko okruženje, poglavito niže cijene energije, jačanje rasta u europodručju te obilna domaća i inozemna likvidnost koja ublažava troškove servisiranja duga. Međutim, bolji izvoz, industrijska proizvodnja i inozemna izravna ulaganja također upućuju na to da se ostvaruje napredak u preusmjeravanju gospodarstva prema sektoru međunarodno razmjenjivih dobara.

**2. Ipak, gospodarstvo još nije izvan opasnosti i nekoliko strukturnih činitelja opterećuje oporavak.** Ulaganja poduzeća i nadalje se smanjuju jer su mnoga od njih još uvijek opterećena visokim razinama duga, pri čemu se ne vidi kraj tog procesa. Poduzeća u državnom vlasništvu i nadalje zauzimaju nerazmjerni dio gospodarskih resursa.

Uz kronično slabu poslovnu klimu i plaće koje su u odnosu na one u usporedivim zemljama (odnosno, ostalim novim državama članicama EU-a) i nadalje relativno visoke, to povećava troškove poslovanja privatnih poduzeća, otežavajući jačanje konkurentnosti i preusmjeravanje prema tržištima s potencijalom rasta. Neizvjesnost u vezi sa smjerom politike – koja je osobito velika s obzirom na parlamentarne izbore koji trebaju biti provedeni u sljedećih devet mjeseci – nepovoljno utječe na raspoloženje (Okvir 1.).



**3. Velike su fiskalne ranjivosti nastale zbog duge recesije.** Javni se dug povećao s 35 posto BDP-a u 2008. na 85 posto na kraju 2014., što je odraz fiskalnih manjkova u prosjeku od gotovo 6,5 posto BDP-a od 2009. – koji su djelomično rezultat preuzimanja dugova poduzeća u državnom vlasništvu – i kontrakcije gospodarstva. Na gotovo 20 posto BDP-a, potrebe za bruto javnim financiranjem na godišnjoj razini su velike.



**4. Ipak, čini se da su makroekonomski i financijski rizici ograničeni.**

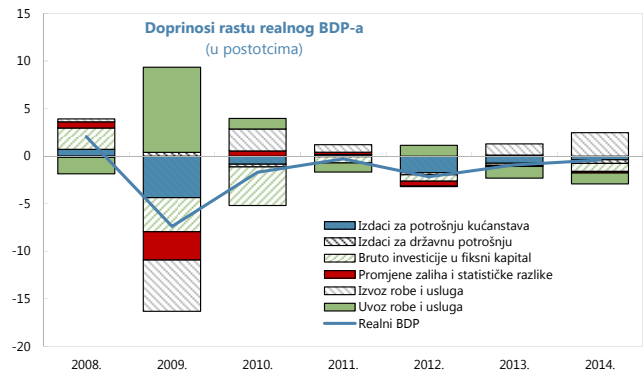
- **Financiranje države.** Država pokriva više od 80 posto potreba za financiranjem iz domaćih izvora, poglavito banaka. Obilna globalna likvidnost je smanjila premije za rizik.

- Rizici **odljeva kapitala i nestabilnosti valute** ograničeni su (a) bonitetnom regulativom koja obvezuje banke da održavaju velike viškove likvidnosti u Hrvatskoj, (b) činjenicom da na tržištu kunskih vrijednosnih papira nema stranih ulagača – čime se smanjuje rizik od destabilizirajućih rasprodaja i (c) plitkim tržištima terminskih instrumenata, što umanjuje mogućnost špekulativnih pritisaka na kunu.
- 5. Hrvatska podliježe proceduri pri prekomjernom manjku (EDP) i proceduri pri makroekonomskim neravnotežama (MIP).** Provedba EDP-a je započela 2014. Kad je riječ o 2015., Europska je komisija (EK) potvrdila da fiskalni plan koji je dostavljen u kontekstu hrvatskog konvergencijskog programa ispunjava zahtjeve iz EDP-a. Što se tiče MIP-a, EK drži da Hrvatska ima prekomjerne neravnoteže. Međutim, još uvijek nije otvorio formalnu korektivnu proceduru jer je određeni napredak postignut na području strukturnih reforma (v. dolje).

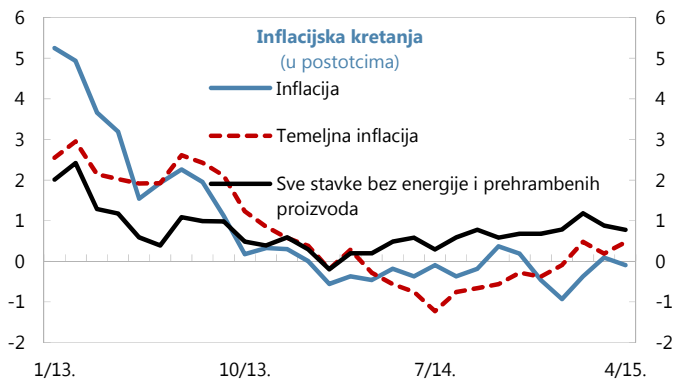
## B. Najnovija gospodarska i financijska kretanja

### 6. Iako je i u prvoj polovini 2014. bilo u recesiji, gospodarstvo je počelo pokazivati znakove oporavka u drugoj polovini godine (Tablica 1., Slika 1.).

- Rast.** U prvoj je polovini 2014. većina pokazatelja i nadalje imala negativan predznak. Međutim, od druge polovine godine izvoz, porezni prihodi, maloprodaja i industrijska proizvodnja počinju pokazivati znakove oporavka. Gospodarstvo je na razini cijele godine zabilježilo smanjenje od 0,4 posto (godišnji prosjek). Ulaganja privatnog sektora najviše su usporila gospodarsku aktivnost, dok je izvoz dao pozitivan doprinos rastu. Pozitivni se zamašnjak zadržao u gospodarstvu u prvim mjesecima 2015., pri čemu se realni rast u prvom tromjesečju procjenjuje na 0,5 posto (na godišnjoj razini).
- Proizvodni jaz.** Članovi Misije procjenjuju da je proizvodni jaz na kraju 2014. iznosio gotovo 5 posto potencijalne proizvodnje, a procjena počiva na BDP filtru koji je vezan uz državu i uključuje financijske varijable (Okvir 2.).
- Deflacija.** Mjesečna inflacija mjerena IPC-om je krajem 2013. dobila negativan predznak koji je imala tijekom većeg dijela 2014., što je uglavnom bilo odraz nižih cijena uvoznih prehrambenih



Izvori: Haver i izračuni članova Misije



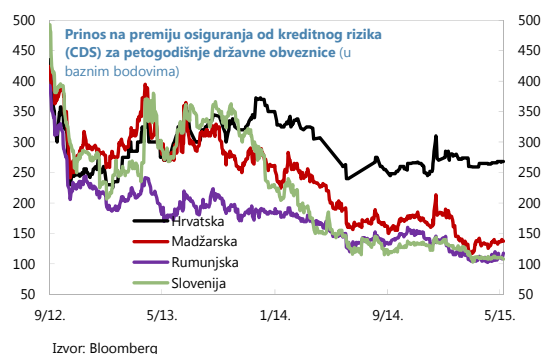
Izvori: Hrvatska narodna banka i Državni zavod za statistiku

proizvoda i energije. Uz stabilnu inflaciju iz koje su isključeni prehrambeni proizvodi i energija i malen rast nominalnih plaća, čini se da je došlo do ograničenog prelijevanja deflacije na očekivanja.

- Na **tekućem je računu** zabilježen daljnji rast viška zbog boljeg izvoza, smanjenja uvoza i nižeg uvoza energije (Figure 2).

7. Financijsko je okružje i nadalje povoljno (Slika 3.).

- **Premije za rizik zemlje** su se zadržale u rasponu od 250 do 300 baznih bodova iako je Hrvatska i nadalje bila u lošijem položaju u odnosu na usporedive zemlje.



- Središnja je banka zadržala **tečaj kune u odnosu na euro** u uskom rasponu, primjenjujući strog režim bonitetne regulacije kojim je bankama ograničila mogućnost odljeva deviza iz Hrvatske, moralni nagovor i povremene devizne intervencije. Deprecijacijski su pritisci početkom 2015. bili nešto snažniji nego obično, odražavajući jednim dijelom jednogodišnju *de facto* konverziju kredita u švicarskim francima u kredite u domaćoj valuti (v. dolje). Tečaj kune se od tada oporavio.
- **Bankovni sustav** i nadalje je stabilan i, u prosjeku, likvidan i dobro kapitaliziran (Slika 4.). Udio loših kredita je visok, iznosi gotovo 17 posto, ali je osiguran rezervacijama i visokim zaštitnim slojevima kapitala.

## IZGLEDI I RIZICI

8. Članovi Misije prognoziraju skroman, ali pozitivan rast u 2015. te snažniji oporavak od 2016. (Tablica 2.).

- **Za 2015.**, članovi Misije prognoziraju stagnaciju domaće potražnje jer se dva učinka uglavnom međusobno poništavaju: (a) kontinuirani oporavak bilanca poduzeća koji djeluje ograničavajuće na ulaganja i (b) niže cijene nafte koje podržavaju potrošnju – smanjenje cijene odgovara godišnjem prijenosu od 0,6 posto BDP-a na hrvatsko gospodarstvo. Unatoč solidnim stopama rasta, očekuje se da će neto izvoz, s obzirom na malen sektor međunarodno razmjenjivih dobara, dati tek skroman doprinos rastu.
- **Od 2016.**, članovi Misije prognoziraju jačanje oporavka jer će bolja dobit poduzeća olakšati rješavanje visokih razina duga, izvoz dalje ojačati u skladu s vanjskim okružjem, a država sve više neutralizirati kontrakcijske impulse uslijed fiskalne prilagodbe povlačenjem sredstava iz strukturnih i kohezijskih fondova EU-a. Članovi Misije prognoziraju da će do 2018. realni rast ponovno dosegnuti dugoročni potencijal, koji se procjenjuje na 1,75 posto.

- **Deflacija** bi se u skladu s prognozama zadržala u 2015., uglavnom zbog nižih cijena uvezene energije. Temeljna bi inflacija bila blizu nule.
- Očekuje se da će se na **tekućem računu** zabilježiti daljnji rast viška u 2015. i 2016. zbog boljeg izvoza i nižih cijena roba koje će smanjiti uvoz (Tablica 3.) te pokrenuti relativno brzo smanjenje inozemnog duga (Prilog I.).

**9. Ova prognoza izložena je znatnim rizicima koji su, u kratkoročnom razdoblju, uglavnom negativni** (Okvir 3.).

- Razdoblje prije parlamentarnih izbora nosi zamjetljive **političke rizike u zemlji**, pri čemu postoji određena mogućnost donošenja popularnih, ali destabilizirajućih mjera. Time bi se dodatno pridonijelo neizvjesnosti u pogledu smjera politike i nepovoljno utjecalo na raspoloženje.
- **Oporavak bilance privatnog sektora** mogao bi trajati dulje ili završiti prije nego što je prognozirano. Isto tako bi se cijene nafte mogle oporaviti i/ili članovi Misije precijeniti ili podcijeniti učinak nižih cijena nafte na domaću potražnju.
- **Gospodarstvo europodručja** bi moglo ponovno posrnuti te tako naškoditi izvozu i intenzivirati deflacijske pritiske. Iako su trgovinske i financijske veze s Rusijom i Ukrajinom neznatne, neriješena situacija može utjecati na hrvatskog gospodarstvo preko promjene raspoloženja. Likvidnosni uvjeti mogu postati nepovoljniji, posebno ako se u Europi ponovno pojavi financijski stres koji bi otežao financiranje javnog i privatnog sektora. Međutim, izloženost prema Grčkoj je ograničena, što ograničava rizik izravne zaraze od događaja povezanih s Grčkom.

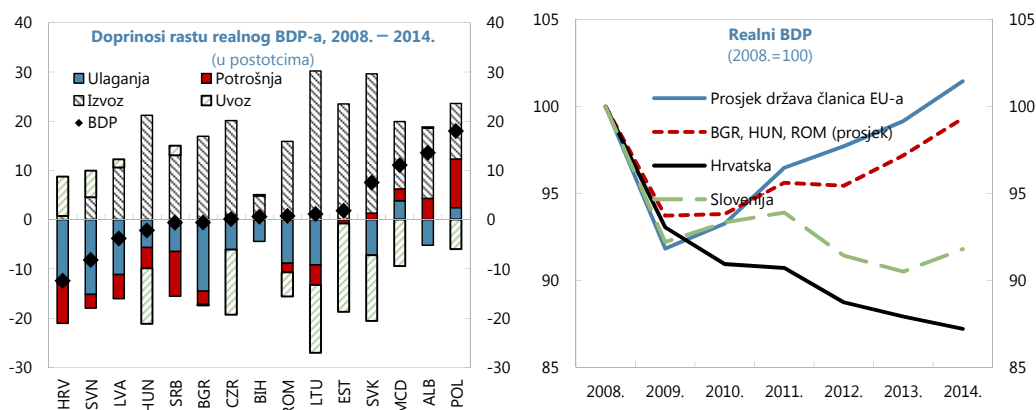
## RASPRAVE O POLITIKAMA

### A. Otklanjanje strukturnih prepreka za rast

#### Dijagnoza

**10. Slab gospodarski rast u Hrvatskoj i politike za njegovo poboljšanje bili su u središtu**

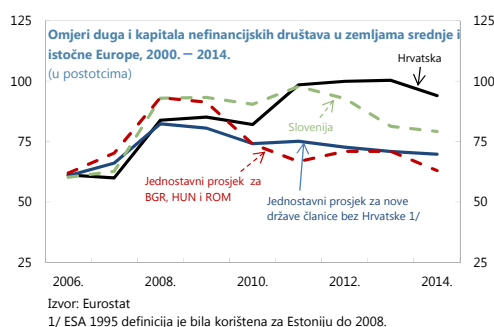
Europske zemlje s tržištima u nastajanju: obrasci oporavka



Izvori: MMF, World Economic Outlook i izračuni članova Misije

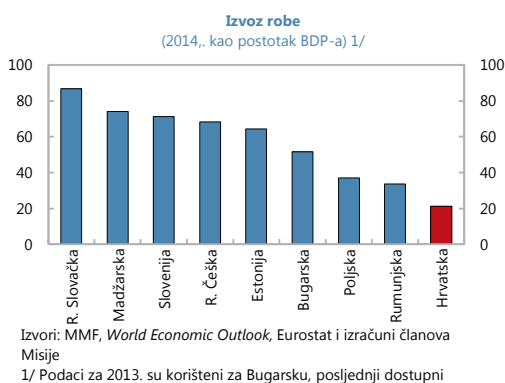
**konzultacija.** S obzirom na ograničen prostor za djelovanje makroekonomske politike – fiskalne politike zbog visokih razina javnog duga koje su u porastu, monetarne politike zbog dugogodišnje vezanosti hrvatskog gospodarstva uz euro i visoke euroiziranosti kredita (v. dolje) – u središtu razgovora su bile strukturne reforme za poticanje rasta koje možemo razvrstati u tri opće kategorije:

- politike koje pružaju **kratkoročnu podršku gospodarstvu** – ponajprije restrukturiranje duga,
- politike koje **povećavaju kapacitet prilagodbe gospodarstva**, kao što su restrukturiranje poduzeća u državnom vlasništvu i smanjivanje njihove uloge u gospodarstvu, i
- mjere kojima se **povećava potencijal dugoročnog rasta**, kao što je reforma sustava mirovina kako bi se povećala participacija radne snage.



### 11. Dugo recesijsko razdoblje od 2008. do 2014.

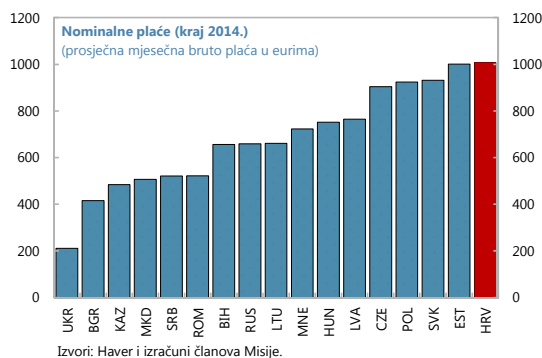
**dalo je važne lekcije** (Slika 5.). Kao i većina zemalja u regiji, Hrvatska je nakon razdoblja snažnog rasta prije 2008. ostala u okružju apreciranog realnog efektivnog tečaja, napuhnutoj sektoru međunarodno nerazmjernih dobara (posebno građevinskog sektora) i pogoršane bilance privatnog sektora. Hrvatska je kao i ostale zemlje pretrpjela snažnu inicijalnu kontrakciju. Međutim, za razliku od većine usporedivih zemalja, Hrvatska nije uspjela izaći iz recesije u razdoblju od 2009. do 2011. Umjesto toga, pad njezina gospodarstva je trajao punih šest godina te uglavnom bio potaknut kontinuiranom kontrakcijom ulaganja privatnog sektora. K tome, i ponovno u usporedbi s usporedivim zemljama, hrvatski korporativni sektor je tijekom tog razdoblja ostvario malen napredak glede oporavka bilanca te se umjesto toga nastavio zaduživati do 2013. (Slika 6., Okvir 4.).



### 12. Analiza članova Misije pokazuje da je nekoliko strukturnih činitelja bilo uzrokom kašnjenja oporavka u Hrvatskoj.

Ako ne budu otklonjeni, ti će činitelji vjerojatno opterećivati napredak glede gospodarskih rezultata.

- Zbog **ograničene izvozne orijentacije**, hrvatska su poduzeća u vrijeme smanjivanja domaće potražnje ostala bez alternativnih izvora prihoda. U vezi s tim, Hrvatska se značajno razlikuje

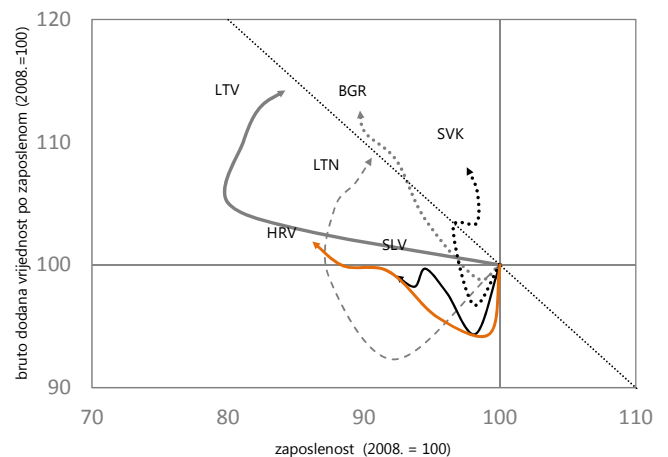




od gospodarstava srednje Europe koja su ostvarila korist od velike ekspanzije izvoza nakon 2009. **Rigidno tržište rada** je usporavalo restrukturiranje radne snage i prilagodbu plaća. **Nedjelotvoran pravosudni sustav** usporavao je provedbu programa za rješavanje duga. **Visoke plaće i birokracija**, osobito u lokalnoj upravi, destimulirali su inozemna izravna ulaganja.

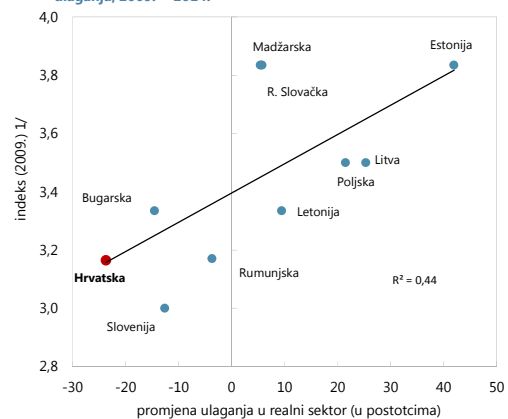
- Čini se da je nekoliko slabosti povezano s **dominantnim položajem poduzeća u državnom vlasništvu** u hrvatskom gospodarstvu (Okvir 5.). Poduzeća u državnom vlasništvu čine gotovo jednu trećinu imovine poduzeća i jednu petinu ukupne zaposlenosti u tom sektoru. Nekoliko studija je pokazalo da poduzeća u državnom vlasništvu posluju uz nižu produktivnost i više razine troškova od privatnih poduzeća, te da pridonose širenju neučinkovitosti preko trgovinskih veza. Poduzeća u državnom vlasništvu također pridonose visokoj razini plaća u Hrvatskoj tako što povećavaju domaće cijene, a time i uvjetne nadnice.
- **Kriza je razotkrila neodrživost poslovnih modela mnogih poduzeća u državnom vlasništvu, prisiljavajući ih da provedu restrukturiranje, smanje broj zaposlenih ili da se razduže** ili, drugim riječima, nemogućnost provedbe strukturne tranzicije hrvatskog korporativnog sektora od poduzeća u državnom vlasništvu prema tržišno orijentiranom poslovanju, što je promjena kroz koju je srednja Europa u pravilu prošla već u 1990-ima. Hrvatsko je iskustvo dio šireg obrasca: smanjenje ulaganja u realni sektor nakon 2008. snažno je koreliralo sa stupnjem korporativne tranzicije koja je do tada provedena.

Zaposlenost i produktivnost radne snage, 2008. – 2013.



Izvor: Europska komisija

Nove države članice EU-a: reforma korporativnog sektora i ulaganja, 2009. – 2014.



Izvori: EBRD -ovo Tranzicijsko izvješće i izračuni članova Misije 1/ Prosjek indeksa "velikih privatizacija" i "upravljanja i restrukturiranja poduzeća"

**13. Hrvatske su vlasti u proteklim godinama ostvarile napredak na području nekih važnih strukturnih reforma**, usprkos tome što su česte promjene politike te zaustavljanje i ponovno započinjanje provedbe često pridonosili neizvjesnosti u vezi sa smjerom politike, ograničavajući ostvarivanje pozitivnog učinka na povjerenje. Revidiranim zakonom o radu koji je donesen 2014. smanjeni su troškovi restrukturiranja radne snage i povećana fleksibilnost radnih sati. Zakon o

poticanju investicija i unapređenju investicijskog okružja iz 2013., čiji je cilj poduprijeti inozemna izravna ulaganja, počeo je davati prve rezultate. Postupak predstečajne nagodbe, uveden 2012., pridonio je restrukturiranju dijela duga sektora poduzeća. Neka socijalna davanja središnje države racionalizirana su, pooštren je režim za posebne mirovine i donekle su povećane kazne za prijevremeno umirovljenje. Hrvatske su vlasti izjavile da je pojačan državni nadzor nad poslovanjem poduzeća u državnom vlasništvu i njihovim restrukturiranjem poboljšao poslovne rezultate nekih poduzeća u državnom vlasništvu.

## Rasprave o politikama

**14.** Iako su pozdravili ostvareni napredak, **članovi Misije su ustvrdili da su mnoge strukturne prepreke ostale i da ih treba učinkovito otkloniti.**

- **Okvir za restrukturiranje duga.** Postupak predstečajne nagodbe zaustavljen je 2014. nakon što su se pojavili problemi u vezi s pravima manjinskih vjerovnika. Članovi Misije su ustvrdili da revidirani postupak, koji je trenutačno u parlamentarnoj proceduri, treba ubrzo donijeti kako bi se omogućio nastavak restrukturiranja duga i povećala pravna sigurnost postupka. Planirani zakon o osobnom stečaju je također potrebno donijeti. Reforma pravosudnog sustava u cilju povećanja kapaciteta trgovačkih sudova i nadalje je ključna.
- **Poduzeća u državnom vlasništvu.** Članovi Misije su naveli da su neka poduzeća u državnom vlasništvu i nadalje problematična, uključujući Petrokemiju koja se bavi proizvodnjom gnojiva te Hrvatske autoceste i Hrvatsku željeznicu. U mnogim je slučajevima – osobito kad je riječ o poduzećima čije se poslovanje ne odnosi na javnu infrastrukturu, i uključujući trenutačno profitabilna poduzeća u državnom vlasništvu – prodaja bolja opcija od restrukturiranja jer bi se na taj način privukla profesionalna ekspertiza i time prevladala ograničenja limitiranih administrativnih kapaciteta javnog sektora. Istodobno, trebaju se riješiti dugotrajni problemi u vezi s upravljanjem u poduzećima u državnom vlasništvu. Pozitivna je mjera predviđena profesionalizacija upravnih i nadzornih odbora poduzeća u državnom vlasništvu, između ostaloga i javnim natječajima za upravljačke pozicije te zahtijevanjem odgovornosti uprave za jasne kriterije uspješnosti poslovanja.
- **Upravljanje i poslovna klima** (Slika 7.). Članovi Misije su ustvrdili da bi problem birokracije, osobito u lokalnoj upravi, bilo najbolje riješiti sveobuhvatnom reformom upravljanja kojom bi se jasno definirale odgovornosti jedinica lokalne uprave i reguliranjem pristupa financiranju središnje države u skladu s njihovim kapacitetom za pružanje javnih usluga. Kad je riječ o središnjoj državi, treba bolje koordinirati regulatorne aktivnosti između različitih relevantnih ministarstava i agencija. Članovi Misije su naglasili da su planirana racionalizacija parafiskalnih nameta i predviđeno smanjenje broja državnih agencija pohvalne mjere.
- **Socijalna davanja.** Članovi Misije su naglasili da unapređenje sustava davanja treba obuhvatiti cijelu središnju državu i proširiti se i na mnogobrojne transfere na lokalnoj razini koji se često preklapaju s davanjima središnje države, čime se stvaraju zamke za povećanje zaposlenosti i izlazak iz siromaštva.

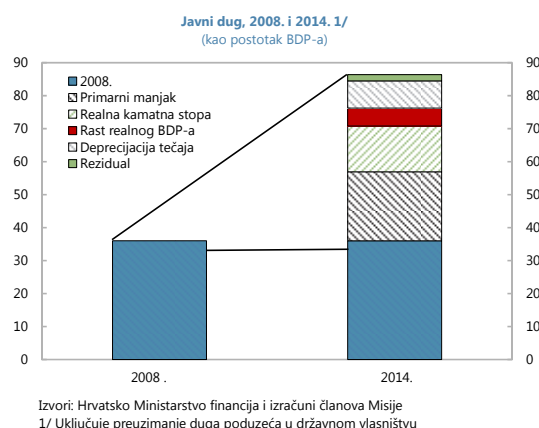
- **Mirovine.** Članovi Misije su ustvrdili da je potrebno daljnje povećanje kazni za prijevremeno umirovljenje – uz ono koje je već propisano – i smanjenje privilegiranih mirovina kako bi se povećala kronično niska participacija radne snage.

**15. Hrvatske su se vlasti u velikoj mjeri složile s preporukama članova Misije, ali su naglasile da je promjena u gospodarskim rezultatima u znatnoj mjeri rezultat strukturnih reforma koje su već provedene,** uključujući bolje poslovne rezultate poduzeća u državnom vlasništvu i zakon o poticanju ulaganja koji je privukao veća inozemna izravna ulaganja. Također su navele da su dodatne strukturne reforme predviđene za razdoblje nakon izbora, uključujući daljnje unapređenje sustava davanja i njihovu racionalizaciju. Međutim, hrvatske su vlasti ustvrdile da će dodatni iskorak glede mirovinske reforme moći biti proveden tek kad gospodarstvo bude jače, a tržište rada sposobnije apsorbirati dodatne radnike.

## B. Ponovno uspostavljanje fiskalne održivosti

### Dijagnoza

**16. Analizu fiskalne politike u ovom trenutku otežavaju metodološke promjene i promjene obuhvata javnog sektora,** što je posljedica uvođenja statističkih standarda Europske unije u Hrvatskoj (Tablice 4a.-4c., Slika 8.). Iako bi ove promjene u konačnici trebale znatno poboljšati kvalitetu fiskalne statistike – uključujući točnije prikazivanje fiskalnih rizika nego što je to dosad činila statistika središnje države zasnovana na gotovinskom načelu – one uzrokuju velike revizije fiskalnih agregata u kratkoročnom razdoblju.<sup>1</sup> Priopćeno je da manjak opće države za 2014. sada iznosi 5,7 posto BDP-a, što je zamjetno više nego što je bilo očekivano da će revizije pokazati, a javni dug iznosi 85 posto BDP-a. Njegov je rast između ostaloga rezultat uključivanja dodatnih agencija u izračun manjka i naplate državne garancije od strane Hrvatskih željeznica. Kad je riječ o politikama, napori da se provede konsolidacija na strani rashoda u 2014. poništeni su slabim ostvarenjem na strani prihoda zbog kontrakcije BDP-a i deflacije, poglavito u prvoj polovini 2014.



**17. Očekuje se da će domaće financiranje biti glavni izvor sredstava u predstojećem razdoblju,** čime će država u određenoj mjeri biti zaštićena od pritiska inozemnih tržišta. Oko 80 posto potreba središnje države za financijskim sredstvima pokriveno je domaćim izdanjima, od čega se više od jedne polovine odnosi na kratkoročne instrumente poput trezorskih zapisa koje uglavnom kupuju hrvatski institucionalni ulagači. Kad je riječ o inozemnom financiranju, država

<sup>1</sup> Daljnje su revizije moguće jer će do kraja 2015. poduzeća u državnom vlasništvu povezana s jedinicama lokalne i područne (regionalne) samouprave biti uključena u obuhvat opće države. Javni će dug stoga dodatno porasti.

je početkom 2015. izdala obveznice u vrijednosti od 1,5 milijarda EUR i rokom dospjeća od 10 godina te po niskoj stopi (3,3 posto), a nova izdanja trenutačno nisu planirana.

## Rasprave o politikama

**18. Članovi Misije i hrvatske vlasti su se složili da je izazov za fiskalnu politiku i nadalje postizanje ravnoteže** između slanja signala o vjerodostojnoj konsolidaciji s jedne strane – što je još važnije sada s obzirom na revidiranje navise manjkova državnog proračuna i duga – i potrebe da se, s druge strane, ne preoptereti još uvijek slabo gospodarstvo (Okvir 6.).

- **Ukupna potrebna prilagodba i faze njezine provedbe.** Analiza članova Misije pokazuje da je prilagodba od gotovo 3 posto BDP-a potrebna kako bi se dosegnuo strukturni manjak od oko 1 posto BDP-a, što je opći najniži saldo u fiskalnom okviru EU-a. Provedba prilagodbe u razdoblju od tri godine čini se primjermom, kako se ne bi preoptereto još uvijek slabo gospodarstvo. U tom bi slučaju omjer javnog duga i BDP-a dosegnuo oko 93 posto BDP-a u 2017., prije nego što bi počeo bilježiti trend kontinuiranog smanjenja (Prilog II.). Održivost tog trenda ovisi o raznim šokovima, uključujući kašnjenje glede oporavka i naplatu dodatnih državnih garancija. U 2015. taj trend podrazumijeva potrebnu (neto) godišnju prilagodbu od 0,5 do 1 posto BDP-a.
- **Prilagodba u 2015.** S obzirom na krhkost oporavka, članovi Misije zagovaraju mjere s ograničenim prelijevanjem na privatnu potražnju u 2015. S obzirom na pomanjkanje strukturnih mjera na strani rashoda koje bi odmah mogle biti provedene (tj. bez popratnih strukturnih reformi koje zahtijevaju pripremu), većina bi mjera trebala biti provedena na strani prihoda, poput smanjenja izuzeća od poreza na osobni dohodak i ograničavanja porezne olakšice za reinvestiranu korporativnu dobit. Bolje povlačenje sredstava iz strukturnih i kohezijskih fondova EU-a također bi pomoglo da se ublaže učinci konsolidacije.
- **Kad je riječ o 2016. i godinama što slijede,** članovi Misije su ustvrdili da je prioritet restrukturirati rashode kako bi se javnu potrošnju učinilo poticajnijom za rast i zaposlenost. U vezi s tim je istaknuta potreba provedbe cjelovitog pristupa koji treba počivati na dubinskoj analizi proračunskih rashoda (engl. *expenditure review*) koju su hrvatske vlasti nedavno provele. Treba napomenuti da su subvencije i transferi u Hrvatskoj viši nego u usporedivim zemljama i da su ulaganja javnog sektora niska. K tome, na strani prihoda je potreban zaokret prema manje distorzivnom oporezivanju, poput uvođenja suvremenog poreza na imovinu.

**19. U odnosu na ovo mjerilo, članovi Misije su ustvrdili da je iznos fiskalne prilagodbe, iznesen u fiskalnom planu hrvatskih vlasti za 2015., općenito prihvatljiv, ali da nije sastav**

**Utvrđene fiskalne mjere za 2015. 1/**  
(kao postotak BDP-a)

<b>Mjere na strani prihoda</b>	<b>0,14</b>
Porez na dohodak, prilagodba osnovice	-0,60
Porez na kamate na štednju i dobitke od igara na sreću	0,15
Povećanje trošarina 2/	0,22
Promjena stope doprinosa za zdravstveno osiguranje 2/	0,24
Ostalo	0,13
<b>Mjere na strani rashoda</b>	<b>0,55</b>
Subvencije	0,10
Naknade	0,08
Ostali tekući rashodi	0,11
Investicije	0,06
Uštede po osnovi poduzeća u državnom vlasništvu i izvanproračunskih institucija	0,20

1/ Prema osnovnom scenariju članova Misije

2/ Uključuje prenošenje učinka mjera provedenih sredinom 2014.

Izvori: Hrvatske vlasti i izračuni članova Misije

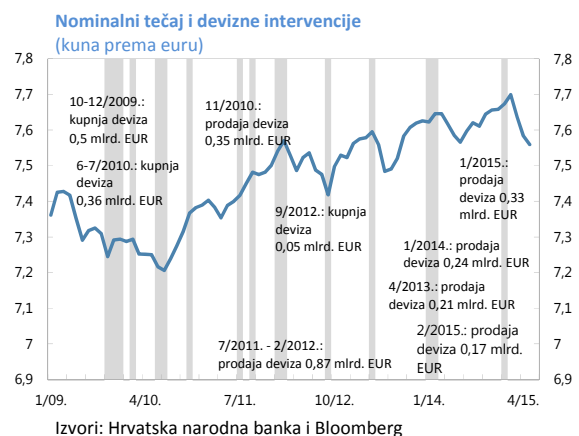
**mjera koje ga čine.** Proračun za 2015. sadržava smanjenje poreza na osobni dohodak za oko 0,6 posto BDP-a (na osnovi promjene poreznih razreda). U Programu konvergencije iz 2015. koji je dostavljen EK, dio smanjenja bit će nadomješten s nekoliko visokokvalitetnih, ali niskoprinosnih mjera na strani prihoda, poglavito višim trošarinama na benzin i duhan i novim porezom na prihod od kamate. Ipak, veći će dio biti nadomješten *ad hoc* i nepotpuno specificiranim smanjenjem rashoda u relevantnim ministarstvima i, posebno, u poduzećima u državnom vlasništvu, koje će počivati na materijalnim rashodima i javnim ulaganjima. Program u cjelini sadržava neto konsolidacijske mjere od 0,5 do 1 posto BDP-a (točna procjena nije moguća jer nekoliko mjera još nije u cijelosti specificirano), a čini se da su tek nekoliko njih strukturne mjere. One rezultiraju manjkom od 5 do 5,5 posto BDP-a. Iznesena prognoza manjka je podložna rizicima, jer se projekcija povučenih dividendi poduzeća u državnom vlasništvu čini optimistična, dok bi ostvarenje poreznih prihoda moglo biti nezadovoljavajuće s obzirom na kontinuirane deflacijske pritiske.

**20. Hrvatske su vlasti stale u obranu smanjenja poreza na osobni dohodak, ustvrdivši da je ono bili potrebno zbog stimuliranja gospodarstva.** One su, u tom kontekstu, ustvrdile da je dosad zabilježeno poboljšanje osobne potrošnje u 2015. u znatnoj mjeri rezultat primjene izmjene poreza na osobni dohodak. Hrvatske su vlasti također stale u obranu stavljanja naglaska na rashodnu stranu u procesu konsolidacije u 2015., istaknuvši da je razina državne potrošnje u Hrvatskoj nešto viša nego u usporedivim zemljama.

**21. Članovi Misije su se osvrnuli na reformu sektora zdravstva, poglavito na napore da se okonča dugotrajna akumulacija dospjelih neplaćenih obveza.** Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje (HZZO) od početka godine posluje izvan središnje države. Članovi Misije drže da postoje fiskalni rizici zbog slabljenja kontrole državne riznice nad potrošnjom za zdravstvo. Međutim, hrvatske su vlasti istakle da HZZO koristi svoju autonomiju za pokretanje ambiciozne reforme kako bi povećao poticaje za učinkovitost i pojačao pritiske na bolnice da ostanu unutar svojih proračuna. Članovi Misije i hrvatske vlasti su se složili da će test kojim će se potvrditi uspjeh ovih napora biti ostvarenje predviđenog smanjenja dospjelih neplaćenih obveza u sektoru zdravstva.

## C. Očuvanje monetarne i financijske stabilnosti

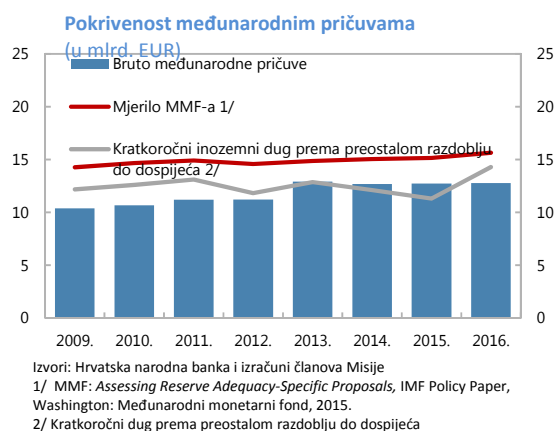
**22. Središnja banka i članovi Misije su se složili da je hrvatski dugogodišnji kvazi-vezani tečaj prema euru i nadalje ključan za financijsku stabilnost (Tablica 5.).** Iako vezani tečaj znači da monetarna i tečajna politika ne mogu biti upotrijebljene za ublažavanje makroekonomskih šokova, veliki udio kredita nominiranih u stranoj valuti u Hrvatskoj – oko 75% – isključuje neograničenu



tečajnu fleksibilnost, jer bi velike deprecijacije prouzročile potencijalno razorne kontrakcijske bilančne efekte za poduzeća i stanovništvo.<sup>2</sup> Članovi Misije su predložili da se razmotri bonitetna regulativa kojom bi se potaknula deeuroizacija, kao što su pooštreni zahtjevi za izdvajanje rezervacija za kredite nominirane u stranoj valuti. Međutim, središnja je banka odgovorila da je regulatorni okvir EU-a otežao provedbu tih napora.<sup>3</sup> K tome, s uvođenjem eura u Hrvatskoj bi većinom bile eliminirane valutne neusklađenosti. Članovi Misije procjenjuju da je u ovom trenutku hrvatski realni efektivni tečaj umjereno precijenjen za 3-10 posto, s obzirom na to da realna aprecijacija u Hrvatskoj tijekom snažnog rasta sredinom 2000-ih još uvijek nije u potpunosti anulirana (Okvir 7., Slika 9.).

**23. Članovi Misije potiču središnju banku da akumulira veće devizne pričuve,** jer su one i

nadalje umjerene u odnosu na standardno MMF-ovo mjerilo za procjenu adekvatnosti. Međutim, članovi Misije su potvrdili da su povezani rizici umanjeni jer na tržištima kunskih vrijednosnih papira nema stranih ulagača – čime se smanjuje rizik od destabilizirajućih prodaja – te zbog čvrstog regulatornog režima kojim se od banaka zahtijeva da održavaju znatne zaštitne slojeve devizne likvidnosti kao nadopunu pričuvama središnje banke (Slike 10. i 11.). Središnja je banka naglasila da je nastavila akumulirati pričuve otkupom deviza od inozemnog izdanja državnih obveznica. U skladu sa savjetima iz prethodnih godina, članovi Misije potiču središnju banku da razmotri uporabu alternativnih načina akumuliranja pričuva, posebno s obzirom na to što mogućnosti dobivanja deviza od državnih izdanja mogu biti sve manje kako fiskalna konsolidacija bude napredovala.



**24. Bankovni sustav i nadalje je stabilan i, u prosjeku, likvidan i dobro kapitaliziran (Tablica 6.).** Članovi Misije su ustvrdili da treba nastaviti s pomnim nadzorom kako bi se takvo stanje održalo.

<sup>2</sup> Središnja banka smatra da na dubljoj razini euroizacija odražava nepovjerenje u domaće monetarno sidro nakon iskustava s hiperinflacijom u 1990-ima. Nepovjerenje se ogledalo u euroizaciji depozita s obzirom na koju su banke onda na strani aktive njihovih bilanca nastojale imati kao protustavku kredite u stranoj valuti. U vezi s tim, Hrvatska se razlikuje od nekih gospodarstava srednje Europe u kojim su depoziti uglavnom bili nominirani u domaćoj valuti, a euroizacija kredita imala za cilj ostvariti koristi od tečajnih i kamatnih razlika (koristeći prednosti niže stope za zaduživanje u stranoj valuti).

<sup>3</sup> Posebno, središnja banka je napomenula da je nakon ulaska u EU morala zamijeniti jednu od najučinkovitijih mjera deeuroizacije – više pondere rizika za nezaštićene dužnike – manje učinkovitom alternativom – zaštitnim slojevima kapitala koji su dopušteni u sklopu drugoga stupa Basela II. Središnja je banka također istaknula da su ostale mjere ostale u primjeni, kao što su zaštitni slojevi devizne likvidnosti, zahtjevi glede izvještavanja o valutnom riziku prema dužnicima i smjernice za banke o upravljanju rizicima zbog deviznih izloženosti prema nezaštićenim dužnicima.

- **Loši krediti.** Iako je udio loših kredita visok, iznosi gotovo 17 posto, veliki zaštitni slojevi kapitala banaka i njihove rezervacije ograničavaju rizike za financijsku stabilnost (Okvir 8.). Određene ranjivosti u manjim bankama se otklanjaju u kontekstu standardnih operacija nadzora. Ipak, članovi Misije su ustvrdili – a hrvatske su se vlasti složile – da bilo bi poželjno rješavati loše kredite bržim tempom, između ostaloga i zato da bi se dužnicima omogućio novi početak. U tu svrhu, članovi Misije su predložili uspostavu radne skupine koja bi okupljala predstavnike poreznih vlasti, računovodstvene i pravne profesije te banaka i regulatornih tijela i koja bi trebala nastojati identificirati i ukloniti prepreke otpisu i prodaji loših kredita.
- **Državna razvojna banka.** U skladu s recentnom preporukom EK-a, članovi Misije su predložili pooštren nadzor nad državnom razvojnom bankom, odnosno HBOR-om, posebno u dijelu koji se odnosi na klasifikaciju kredita. Međutim, središnja banka nije bila spremna preuzeti ulogu supervizora, ustvrdivši da je nadzor nad institucijom koja nije kreditna institucija izvan njezina područja nadležnosti.

**25. Članovi Misije su upozorili na potencijalno destabilizirajuće korake poduzete kao odgovor na aprecijaciju švicarskog franka (CHF) početkom 2015.** (Okvir 9.). Aprecijacija je utjecala na velik broj dužnika zaduženih u švicarskim francima, a poglavito na one s hipotekarnim kreditima. Vlada je na to odgovorila zamrzavanjem važećeg tečaja kune prema franku na godinu dana, tijekom koje vjerovnici i dužnici trebaju pronaći trajno rješenje (za više pojedinosti vidi Informativni dodatak). Članovi Misije su istaknuli da je važno da pregovori brzo napreduju, jer neriješena situacija dovodi do neizvjesnosti u pogledu smjera politike. Nadalje, članovi Misije zagovaraju da se u pregovorima treba usredotočiti na dužnike lošeg financijskog stanja koji nisu sposobni plaćati; prema procjenama središnje banke na otprilike jednu četvrtinu dužnika s kreditima u švicarskim francima otpada oko 5 posto duga u švicarskim francima. Za razliku od toga, trebalo bi izbjegavati sveobuhvatno financijsko spašavanje zbog nekoliko razloga: (a) svako takvo rješenje rezultiralo bi *de facto* konverzijom kredita u švicarskim francima u kune, čime bi se stvorio pritisak na ionako umjerene devizne pričuve i (b) davanje olakšice dužnicima koji nisu lošeg financijskog stanja kao odgovor na političke pritiske bi stvorilo opasan dojam da se politiziranjem utječe na izbjegavanje izvršavanja ugovornih obveza. Članovi Misije su o ovom pitanju raspravljali s raznim sugovornicima. Iako je većina njih izrazila načelno slaganje sa članovima Misije, naglasili su da iznalaženje različitih rješenja može biti teško u predizborno vrijeme.

## OCJENA ČLANOVA MISIJE

**26. Čini se da se hrvatsko gospodarstvo u određenoj mjeri oporavilo,** što daje razlog za umjereni optimizam da konačno dolazi odavno zakašnjelo razdoblje olakšanja za hrvatska kućanstva. Međutim, povratak održivom rastu još uvijek nije osiguran: efekti iznimno povoljnog inozemnog okruženja možda neće potrajati, a kontinuirano smanjenje ulaganja privatnog sektora pokazuje da proces oporavka bilanca poduzeća još uvijek nije gotov.



**27. Međutim, dubina i neobična dužina pada gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj od 2008. do 2014. su zabrinjavajući i upućuju na duboko ukorijenjene strukturne činitelje koji ograničavaju kapacitet prilagodbe gospodarstva.**

Mnoga od tih ograničenja odnose se na nepotpunu tranziciju hrvatskog korporativnog sektora prema tržišno orijentiranom poslovanju, što je razvidno iz kontinuirano značajne uloge poduzeća u državnom vlasništvu u gospodarstvu. Recesija je pokazala da je takva korporativna struktura neodrživa te rezultira odmicanjem korporativnog sektora od poduzeća u državnom vlasništvu i njegovim usmjeravanjem prema konkurentnim tržištima, što je promjena kroz koju je većina tranzicijskih zemalja prošla već u 1990-ima.

**28. Hrvatske su vlasti ostvarile napredak na području nekih strukturnih reforma, ali su izbjegle riješiti neka najvažnija pitanja**

s obzirom na dobro organizirane interesne skupine. Ključne nedovršene reforme se posebno odnose na poduzeća u državnom vlasništvu i na hrvatske upravljačke strukture. Obilježje potonjih je veliko preklapanje između različitih razina sektora države (ministarstava središnje države, državnih agencija i jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave), što rezultira pomanjkanjem transparentnosti i birokracijom te nepovoljno utječe na poslovnu klimu u Hrvatskoj. Iako nije izgledno da će veći napredak u tim područjima biti ostvaren prije parlamentarnih izbora, ta je pitanja potrebno učinkovito riješiti poslije izbora.

**29. Fiskalna se politika počela kretati u pravom smjeru pod okriljem primjene procedure pri prekomjernom manjku EK-a, ali je potrebna dugoročnija orijentacija.**

Nastavljaju se napori glede postupnog smanjenja manjka, iako je *ad hoc* karakter prilagodbe u 2015. suboptimalan. U idućem je razdoblju potreban sveobuhvatan konsolidacijski plan čiji cilj neće biti samo smanjenje manjka nego također i restrukturiranje proračuna kako bi ga se učinilo poticajnijim za rast i zaposlenost. Na prihodnoj je strani potreban zaokret prema manje distorzivnim porezima, poput uvođenja suvremenog poreza na imovinu. Na rashodnoj strani postoji čvrsto uporište za smanjivanje neproduktivnih transfera i subvencija – područja u kojima Hrvatska troši znatno više nego usporedive zemlje – uz zadržavanje javnih ulaganja. Dubinska analiza proračunskih rashoda (engl. *expenditure review*) koju je Vlada provela početkom 2015. jest korisno polazište za takav pothvat i trebalo bi je objaviti. Prelazak na statističke standarde EU-a bi u konačnici trebao znatno poboljšati kvalitetu fiskalne statistike i točnije prikazivati rizike za bilancu države nego što je dosad činila statistika središnje države zasnovana na gotovinskom načelu.

**30. Usmjerenost monetarne politike na financijsku stabilnost je primjerena.** S obzirom na visoku euroiziranost, stabilnost tečaja kune prema euru nema održive alternative – iako to na strukturne politike i politike dohotka stavlja veći pritisak za prilagodbom prilikom suočavanja sa šokovima. Supervizijskim politikama je uspješno održana stabilnost bankovnog sustava unatoč dugom recesijskom razdoblju – impresivno dostignuće. Kako bi se takvo stanje održalo treba nastaviti s pomnim nadzorom. Međutim, rasprava oko revalorizacije kredita u švicarskim francima stvara uporište za potencijalno narušavanje financijske stabilnosti, posebno ako bi zaživjela ideja *de facto* valutne konverzije, što je korak kojim bi se narušila pozicija ionako umjerenih deviznih pričuva.

**31. Predloženo je da se sljedeće konzultacije u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a održe u okviru standardnog ciklusa od 12 mjeseci.**



### Okvir 1. Neizvjesnost gospodarske politike

**Neizvjesnost gospodarske politike** može utjecati na rezultate u gospodarstvu promjenom očekivanja. Na primjer, neizvjesnost politike može utjecati na tendenciju trgovačkih društava i stanovništva prema smanjenju duga i povećanju štednje na računima kao mjeri opreza umjesto ulaganja i potrošnje. Neizvjesnost gospodarske politike ima mnogo dimenzija, uključujući: neizvjesnost u pogledu: (a) pitanja o tome tko će biti na vlasti, (b) politika koje će se provoditi i (c) kvalitete tih politika.

Kako bi osigurali mjerljivost ovog pitanja, Baker, Bloom i Davis (BBD, 2013.)<sup>1</sup> izradili su *indeks neizvjesnosti gospodarske politike* (engl. economic policy uncertainty index, EPUI). Njihov indeks EPUI za Europu koji se temelji na vijestima može se koristiti kao službena vrijednost globalne i regionalne neizvjesnosti, no taj indeks EPUI još nije izrađen za Hrvatsku.

Kako bi popunili tu prazninu, članovi Misije izradili su pojednostavljeni indeks EPUI koji se temelji na vijestima na temelju metodologije BBD-a. Ovim indeksom mjeri se mjesečna učestalost riječi

"neizvjestan/neizvjesnost/rizik/rizično" u kombinaciji s riječima

"gospodarski/gospodarstvo" u elektroničkim izdanjima dvaju vodećih novina, Jutarnjeg lista i Večernjeg lista.

Postoji mogućnost da je indeks bio nešto nepouzdaniji u prvim godinama kada su novine manji broj članaka objavljivale u elektroničkom izdanju novina.



Izvori: Baker, Scott, Bloom i Davies, 2013. (<http://www.policyuncertainty.com/>) i izračuni članova Misije

1/ Prosjek od siječnja 2007. do 2014. definiran je kao 100 za indekse gospodarske politike koji se temelje na vijestima.

2/ Pojednostavljeni indeks koji se temelji na pretraživanju s pomoću tražilice Google određenih riječi u elektroničkom izdanju navedenih dvaju hrvatskih novina.

Taj indeks pokazuje tri razdoblja rastuće neizvjesnosti politike:

- jačanje recesije krajem 2009./2010.,
- 2013. – godina u kojoj je Hrvatska pristupila EU i kada je stavljena u proceduru pri prekomjernom manjku, i
- najnovije razdoblje koje je moguće povezano s revalorizacijom kredita u švicarskim francima u siječnju 2015.

Nadalje, od 2013. indeks EPUI za Hrvatsku i onaj za Europu razilaze se; dok se indeks za Hrvatsku povećao, onaj za Europu se smanjio. I dok je objašnjenje razloga koji dovode do neizvjesnosti gospodarske politike u određenoj mjeri špekulativno, anketa provedena među stranim ulagačima<sup>2</sup> ukazuje na to da je neizvjesnost potaknuta pomanjkanjem pravne sigurnosti, učestalim i neočekivanim promjenama zakonodavstva, nepotpunom provedbom pravne stečevine EU-a, nejasnim odgovorima porezne uprave na zahtjeve za pojašnjenjima itd.

<sup>1</sup> Baker, S., N. Bloom i S. Davies (2013.): *Measuring Economic Policy Uncertainty*, dostupno na <http://www.policyuncertainty.com/>.

<sup>2</sup> Bijela knjiga hrvatskog Udruženja stranih ulagača, 2014. (<http://www.ficc.hr/?action=news&lang=en>).

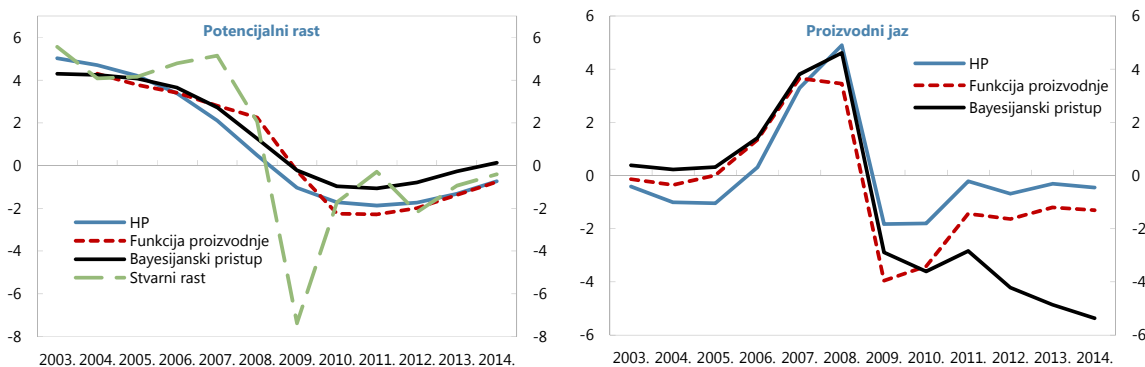
## Okvir 2. Potencijalni rast i proizvodni jaz

Tradicionalne statističke metode izdvajanja cikličkih fluktuacija iz trenda rasta daju varljive rezultate ako se primjenjuju na necikličke fenomene, poput duge recesije hrvatske bilance. Standardni alati, poput popularnog filtra Hodrick-Prescott (HP), imaju tendenciju podcjenjivanja duljine recesije. Jedna od implikacija toga je da se potencijalni rast (ili trend rasta) približava stvarnom rastu, zatvarajući proizvodni jaz unutar standardne duljine poslovnog ciklusa. Pristup "proizvodne funkcije" detrendiranju, čime se filtriraju komponente BDP-a, a ne i BDP, ima slične nedostatke.

Kako bi se ispravio navedeni nedostatak, članovi Misije pokušali su primijeniti Bayesijanski filter koji je izrađen unutar MMF-a i temelji se na Borio et. al. (2014.).<sup>1</sup> Njime se u postupak filtriranja uključuju financijske informacije, u ovom slučaju cijene nekretnina i kreditni rast. Pad cijena nekretnina/kreditnog rasta upućuju na činjenicu da BDP i nadalje ostaje ispod svog potencijala.

Bayesijanski filter pokazuje znatno manji pad potencijalnog rasta nakon 2008., i stoga, veći proizvodni jaz. To, između ostaloga, ima implikacije na procijenjena fiskalna nastojanja tijekom recesije: s pomoću Bayesijanskog filtra, fiskalna nastojanja znatno su veća.

Potencijalni rast i proizvodni jazovi



Izvor: Izračuni članova Misije

Potencijalni BDP koji se upotrebljava u makro okviru prema nekim mišljenjima nadopunjuje Bayesijanski pristup. On pokazuje negativan rast ukupne faktorske produktivnosti već i prije krize 2008./2009., ukazujući na činjenicu da se velik dio investicijske ekspanzije prije krize odnosio na sektor međunarodno nerazmjernih dobara, posebice sektor nekretnina.

<sup>1</sup> Borio, C., P. Disyatat i M. Juselius (2014.): *A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output*, BIS Working Papers 442, Banka za međunarodne namire.

**Okvir 3. Matrica procjene rizika<sup>1</sup>**  
(Ljestvica – visok, srednji ili nizak)

Izvor rizika	Relativna vjerojatnost	Učinak ako se rizik ostvari	Preporučena reakcija politike
Porast financijske volatilnosti: ulagači ponovno procjenjuju temeljni rizik i okreću se imovini u sigurnijim područjima zbog sporog i neujednačenog rasta te neujednačenog napuštanja nekonvencionalne monetarne politike, te slabe likvidnosti tržišta koja doprinosi volatilnosti.	<b>Velika</b>	<b>Srednji kratkoročno, visok dugoročno</b>	Jačanje fiskalne politike, između ostalog i izradom trogodišnjeg plana fiskalne prilagodbe.
Slaba potražnja i trajno niska inflacija u europodručju uslijed nemogućnosti potpunog rješavanja pitanja ostavštine krize i adekvatne kalibracije makropolitike, što dovodi do "nove slabašne" stope rasta.	<b>Velika</b>	<b>Srednji</b> Sporiji rast u naprednim državama Europe doveo bi do kašnjenja u oporavku izvoza i inozemnih izravnih ulaganja. Deflatorski pritisci koji se šire iz europodručja mogli bi zakomplicirati napore koje privatni sektor ulaže u smanjenje dugova.	Ubrzati restrukturiranje duga privatnog sektora i strukturne reforme.
Nedovoljan napredak u području fiskalne konsolidacije.  Izostanak oporavka privatne domaće potražnje.	<b>Srednje velika</b>	<b>Visok</b>  Daljnje pogoršanje tržišne percepcije hrvatskog državnog duga.	Jačanje fiskalne politike.  Ubrzati restrukturiranje duga privatnog sektora i strukturne reforme.
Ponovno dolazi do osjetljivosti na stres država u europodručju zbog neizvjesnosti politike, nekonzistentnih reformi i političkih i društvenih prevrata, posebice u Grčkoj.	<b>Niska</b>	<b>Srednji</b>	Jačanje fiskalne politike.
Rastući sukobi između Rusije i Ukrajine smanjuju poslovni optimizam i jačaju nesklonost prema riziku uz poremećaje na globalnom tržištu financija, trgovine i robe.	<b>Srednja</b>	<b>Srednji</b> Izravne gospodarske veze ograničene su, ali Hrvatska bi bila pogođena ponovnim određivanjem cijene rizika.	Jačanje fiskalne politike.

<sup>1</sup> Matrica procjene rizika (engl. Risk Assessment Matrix, RAM) prikazuje događaje koji bi mogli znatno izmijeniti osnovni scenarij (najizgledniji scenarij prema mišljenju članova Misije). Relativna vjerojatnost navedenih rizika jest subjektivna procjena članova Misije rizika kojima je izložen osnovni scenarij ("nizak" znači vjerojatnost nižu od 10 posto, "srednji" znači vjerojatnost između 10 i 30 posto i "visok" znači vjerojatnost iznad 30 posto). RAM odražava stajališta članova Misije o izvorima rizika u vrijeme rasprave s hrvatskim vlastima.

### Okvir 4. Prezaduženost i oporavak bilanca

Razina duga privatnog sektora u Hrvatskoj vrlo je visoka u odnosu na usporedive zemlje i tek se blago smanjuje posljednjih godina. Prezaduženost je posebno velik problem u korporativnom sektoru čiji je ukupan omjer duga i kapitala među najvišima u regiji.<sup>1</sup> Analiza Hrvatske narodne banke ukazuje na činjenicu sa se *privatna* nefinancijska društva uopće nisu razduživala tijekom cijele 2014., za razliku od mnogih poduzeća u državnom vlasništvu.

U novijoj studiji članova Misije analizira se dug privatnog sektora u odnosu na fundamente u europskim gospodarstvima s tržištima u nastajanju, odnosno, devijacija duga u odnosu na njegov dugoročan odnos prema BDP-u po stanovniku, kamatama itd.<sup>2</sup> Studija pokazuje da je na kraju 2013. dug privatnog sektora u Hrvatskoj bio za oko 20 posto BDP-a veći od svoje vrijednosti koja bi bila u skladu s njegovim fundamentima. Nalaz do kojeg su također došli članovi Misije jest da će se poduzeća koja posluju na rigidnom tržištu rada, poput onog u Hrvatskoj, vjerojatnije prilagoditi padu prihoda rezanjem na strani investicija.

Podaci na razini poduzeća pokazuju da su poteškoće poduzeća u servisiranju duga – koje se iskazuju omjerom duga i dohotka i/ili duga i kapitala iznad dugoročnih prosjeka – široko rasprostranjene u svim sektorima (Slika). Zaduzenost korporativnog sektora čini se posebno visokom u veleprodaji, maloprodaji, građevinarstvu, sektoru nekretnina i tržišnim uslugama. Nadalje, čini se da izvoznici bolje posluju od poduzeća u sektoru međunarodno nerazmjernih dobara, što je u skladu s nalazom navedenim u nedavnoj studiji Svjetske banke.<sup>3</sup> To upućuje da veličinom malen izvozni sektor Hrvatske predstavlja prepreku normalizaciji zaduzenosti korporativnog sektora, te da je produljio recesiju.

Omjer duga i kapitala hrvatskih trgovačkih društava, 2002. – 2013. 1/ (kao postotak iskazanog kapitala)



Izvori: Financijska agencija (FINA), Hrvatska narodna banka i izračuni članova Misije  
1/ Podaci nisu u potpunosti usklađeni s Eurostatovim podacima statistike finansijskih računa (transakcije)

Pokazatelji poteškoća pri servisiranju duga poduzeća po sektorima (udio poduzeća s poteškoćama pri servisiranju duga, 2013.)

	Likvidnosni rizik: omjer duga i dohotka						Rizik solventnosti: omjer duga i kapitala					
	CR	MS	WR	MF	AM	UT	CR	MS	WR	MF	AM	UT
Hrvatska	97	89	81	63	90	73	52	68	57	35	39	61
Estonija	67	69	54	50	65	56	43	42	30	23	37	17
Letonija	84	74	62	54	46	80	89	68	58	50	35	24
Litva	62	53	46	59	59	76	22	16	13	22	10	9
R. Češka	59	65	62	49	45	26	32	29	32	17	36	11
Mađarska	88	76	63	51	39	68	76	66	26	12	8	48
Poljska	88	78	45	33	55	42	76	33	21	20	46	10
R. Slovačka	72	66	72	69	72	27	57	52	51	24	31	13
Slovenija	87	87	78	61	92	70	56	19	32	22	6	1
Bugarska	74	79	64	67	42	43	64	48	44	32	30	32
Rumunjska	72	47	54	65	62	41	60	34	39	42	36	11
Srbija	88	72	66	75	69	72	12	15	21	22	9	1
Turska	78	67	54	44	44	49	17	42	45	28	48	21

Izvor: REL, proljeće 2015.

Napomena: Industrijski su sektori: poljoprivreda i rudarstvo i vađenje (AM), prerađivačka industrija (MF), komunalne usluge (UT), građevinarstvo i poslovanje nekretninama (CR), veleprodaja i maloprodaja (WR) te trišne usluge (MS).

<sup>1</sup> Za detaljniju analizu hrvatskih nefinancijskih društava, vidi *Pregled i struktura promjene duga nefinancijskih poduzeća u 2013.*, Okvir 3., Bilten, srpanj 2014., Hrvatska narodna banka, Zagreb, (<http://www.hnb.hr/eindex.htm>).

<sup>2</sup> Iossifov, P., J. Podpiera i J. Yoo (2015.): *CESEE: weighed down by debt or turning the level cycle?*, Central, Eastern, and Southeastern Europe: Regional Economic Issues, travanj 2015., Međunarodni monetarni fond, Washington DC.

<sup>3</sup> Iooty, M., P. Correa, S. Radas i B. Škrinjarić (2014.): *Stylized Fact on Productivity Growth: Evidence from Firm-Level Data in Croatia*, Policy Research Working Paper No. 6990, Svjetska banka, Washington DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/19387>.

### Okvir 5. Poduzeća u državnom vlasništvu

Poduzeća u državnom vlasništvu i nadalje igraju važnu ulogu u hrvatskom gospodarstvu. Na kraju 2013., poduzeća u državnom vlasništvu činila su 18 posto zaposlenosti nefinancijskih društava i upravljala su više od trećinom imovine nefinancijskih društava. Prosječno poduzeće u državnom vlasništvu zapošljava više od 10 puta više radnika od privatnih poduzeća i zastupljenost sindikata u tim poduzećima je visoka. S obzirom na nekoordiniran i decentraliziran sustav pregovora o plaćama u Hrvatskoj, sindikati imaju velik utjecaj na uvjete rada u cijelom gospodarstvu (EU, 2015.). Nestić et. al. (2014.) pokazuju da su plaće u poduzećima u državnom vlasništvu 20 posto više od

onih u privatnom sektoru, odnosno 7 posto ako se uzimaju u obzir karakteristike zaposlenika.<sup>1</sup> Profitabilnost poduzeća u državnom vlasništvu upola je manja od one privatnih nefinancijskih društava, a produktivnost je znatno niža.<sup>2</sup>

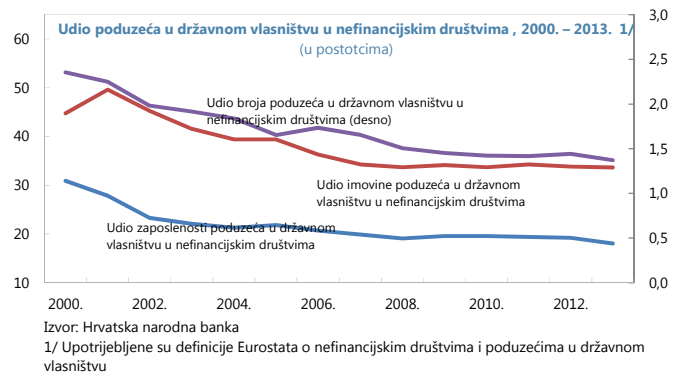
Upravljanje poduzećima u državnom vlasništvu obilježavaju kronične slabosti.

Na kraju 2013., *Državni ured za*

*upravljanje državnom imovinom* pratio je

59 strateški važnih poduzeća u državnom vlasništvu koja zapošljavaju 80.124 zaposlenika. Neka od njih su gubitaši i primaju subvencije. To je posebice slučaj s poduzećima u sektoru prijevoza, dok su profitabilna poduzeća u državnom vlasništvu uglavnom poduzeća iz sektora energetike i državna lutrija. *Centar za restrukturiranje i prodaju* upravlja udjelima u 538 drugih trgovačkih društava u vlasništvu središnje države koja zapošljavaju 5.711 zaposlenika (listopad 2014.). Ne postoji središnji nadzor nad društvima kćerima poduzeća u državnom vlasništvu i poduzećima u državnom vlasništvu povezanim s lokalnom upravom. Napori povezani s restrukturiranjem i privatizacijom poduzeća u državnom vlasništvu koja proizvode gubitke odvijaju se sporo: hrvatska brodogradilišta i većina Croatia osiguranja sada su u privatnim rukama, no pokušaji privatizacije Poštanske banke, Croatia Airlinesa i HŽ Carga propali su.

Teško je doći do usporedivih podataka među zemljama o poduzećima u državnom vlasništvu, ali pokazatelji tranzicije EBRD-a pružaju određeni uvid u situaciju. Dubina i duljina pada investicija nakon krize iz 2008. i 2009. u čvrstoj je korelaciji sa stupnjem tranzicije s centraliziranog nefinancijskog korporativnog sektora na tržišni nefinancijski korporativni sektor. Iako ovaj dokaz nije odlučujući, on je u skladu s tvrdnjom da poduzeća u državnom vlasništvu usporavaju prilagodbu korporativnog sektora i usporavaju oporavak.



<sup>1</sup> Nestić, D., I. Rubil i I. Tomic (2014.): *An Analysis of Public and Private Sector Wages in Croatia*, Ekonomski institut, Zagreb: <http://www.eizg.hr/en-US/An-Analysis-of-Public-and-Private-Sector-Wages-in-Croatia-1353.aspx>.

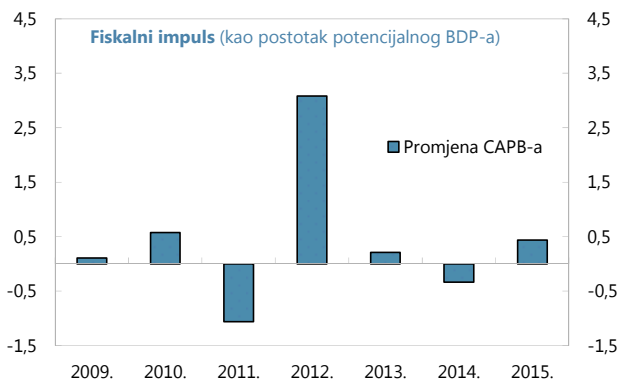
<sup>2</sup> Iooty, M., P. Correa, S. Radas i B. Škrinjaric (2014.): *Stylized Fact on Productivity Growth: Evidence from Firm-Level Data in Croatia*, "Policy Research Working Paper No. 6990, Svjetska banka, Washington DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/19387>.

### Okvir 6. Fiskalna prilagodba i domaća potražnja

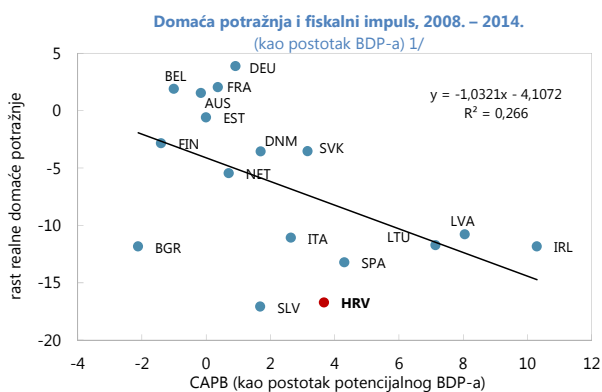
Fiskalna politika nije se odvijala jasnom putanjom od početka krize 2008. Između 2008. i 2011., kumulativni fiskalni impuls bio je negativan i ukazivao je na blagu ekspanzivnu politiku. Međutim, nakon toga došlo je do zaoštavanja fiskalne politike, koje je bilo osobito naglašeno u 2012. Zbog toga se postavlja pitanje u kojoj je mjeri slab rast u Hrvatskoj od 2008. povezan s fiskalnom politikom.

Široko rasprostranjen uzorak prisutan u državama EU-a ukazuje na blag, statistički značajan odnos između fiskalne prilagodbe i smanjenja privatne potražnje. Međutim, u Hrvatskoj je došlo do značajnijeg pada u odnosu na fiskalni impuls nego što bi se moglo zaključiti na temelju prosječnog uzorka, a to je značajka koju Hrvatska dijeli sa zemljama poput Slovenije, Bugarske, Španjolske i Italije. Zbog toga je za potpuno objašnjenje smanjenja privatne potražnje u tim zemljama potrebno uzeti u obzir ostale čimbenike.

No, čini se da se korelacija između fiskalne politike i potražnje intenzivirala tijekom vremena. Statistička analiza ukazuje da se fiskalnom politikom može objasniti samo jedna trećina smanjenja potražnje u Hrvatskoj u razdoblju između 2008. i 2014. no u razdoblju između 2011. i 2014. njome se može objasniti jedna polovina smanjenja potražnje. To je u skladu s nalazima u literaturi da se fiskalni multiplikatori povećavaju s veličinom proizvodnog jaza. U smislu politike, time se sugerira da se s fiskalnom prilagodbom ne treba pretjerivati dok god je gospodarstvo slabo.



Izvori: MMF, *World Economic Outlook* i izračuni članova Misije



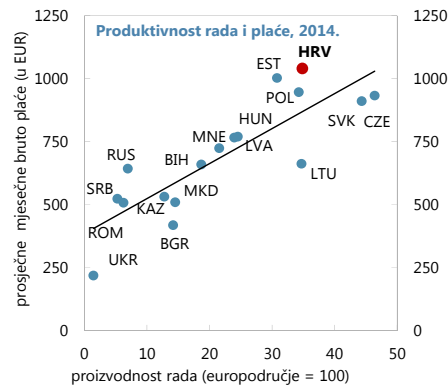
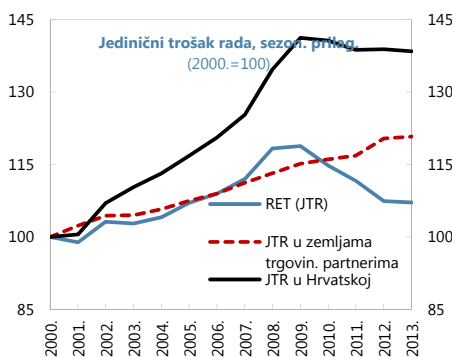
Izvori: MMF, *World Economic Outlook* i izračuni članova Misije  
1/ Članice europodručja i članice EU-a s valutama vezanim uz euro

### Okvir 7. Procjena realnog efektivnog tečaja i konkurentnost

Većina metoda upućuje na umjerenu precijenjenost realnog efektivnog tečaja u Hrvatskoj (RET). *Pristup makroekonomske ravnoteže* prema metodologiji CGER kojom se uspoređuju projekcije članova Misije salda tekućeg računa s procijenjenim uravnoteženim saldom tekućeg računa ukazuju na precijenjenost u iznosu od 3,7 posto. Slično tomu, *pristupom vanjske održivosti* kojim se uspoređuje projicirana pozicija neto inozemne imovine Hrvatske s održivom razinom i izračunava revalorizacija realnog efektivnog tečaja koji je potreban za to, ukazuje na precijenjenost od otprilike 3 posto. *Pristup ravnotežnog tečaja* nije dovoljno otporan na uključivanje različitih objašnjavajućih varijabli (poput tekuće i pomične pozicije NIA) te se njime stoga dobiva širok raspon procjena.

Procjena realnog efektivnog tečaja u Hrvatskoj	
	Ocijenjena precijenjenost (u postotcima)
Pristup makroekonomske ravnoteže	3,7
Pristup vanjske održivosti	
Stabiliziranje NIA na -40 posto BDP-a	3,1
Pristup ravnotežnog tečaja	-2,8 do 5,8
Izvor: Procjene članova Misije	

Metodologijom proširene procjene vanjske ravnoteže (EBA-lite), precijenjenost se procjenjuje na 5 posto. Metodologijom EBA-lite procjenjuje se uravnoteženi saldo tekućeg računa određene države na temelju gospodarskih fundamenata (slično *pristupu makroekonomske ravnoteže*), cikličkih čimbenika i željenih razina srednjoročne politike. Sadašnja vrijednost tekućeg računa prilagođena je za privremene čimbenike, posebice smanjenje uvoza zbog iznimno slabe potražnje u uvjetima kada hrvatski privatni sektor smanjuje svoju visoku razinu duga. Tečajna neuravnoteženost definira se kao prilagodba koju je potrebno postići kako bi se postigao uravnoteženi saldo tekućeg računa.



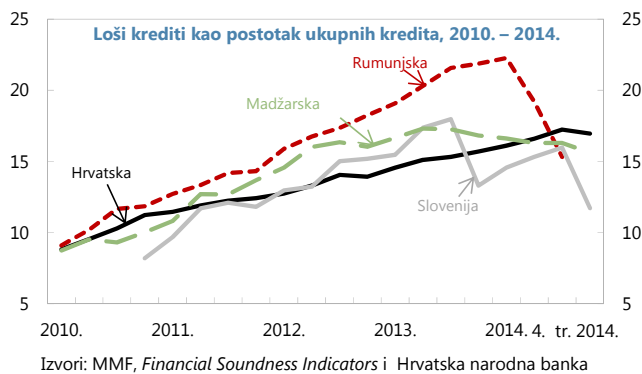
Izvori: Haver Analytics, DxTime, Hrvatska narodna banka, Europska komisija i izračuni članova Misije

Jednostavan način kojim se uspoređuje realni jedinični trošak rada (JTR) u Hrvatskoj s usporedivim zemljama ukazuje na još veću precijenjenost od otprilike 10 posto. Nejasno je, međutim, u kojoj mjeri ova razlika odražava neusklađenost, a u kojoj nepovoljnu realnu ravnotežu uslijed visokih uvjetnih nadnica (između ostaloga u sektoru turizma). Ta usporedba pokazuje i da je Hrvatska ostvarila određen napredak u smanjenju negativnosti povezanih s jediničnim troškom rada.

Kretanja udjela hrvatskog izvoza nepovoljna su posljednjih godina, iako je to uglavnom posljedica slabog rasta u zemljama trgovinskim partnerima Hrvatske (Italija, Slovenija, BiH – vidi Izvješće članova Misije MMF-a o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a, održanima 2014.).

### Okvir 8. Loši krediti i adekvatnost kapitala banaka

Na kraju 2014., udio loših kredita u Hrvatskoj iznosio je 17 posto, što je povećanje u odnosu na 15,7 posto na kraju 2013. Udio loših kredita viši je u sektoru poduzeća (30,5 posto ukupnih kredita) nego u sektoru stanovništva, a posebno su pogođena građevinska trgovačka društva. Krediti nominirani u kunama koji nisu vezani uz stranu valutu imaju veći udjel loših kredita od kredita nominiranih ili vezanih uz euro. Hrvatska zaostaje u odnosu na usporedive zemlje čiji su se udjeli loših kredita počeli smanjivati (Slika).



Oprilike polovina loših kredita pokrivena je rezervacijama. Propisima uvedenima sredinom 2013. teži se postizanju razine rezervacija koja je u skladu s prosjekom za regiju. Hrvatsko društvo kći banke Hypo-Alpe Adria (HAA), odnosno pete najveće banke po veličini njene imovine, posljednjih je godina prodalo dio svog portfelja loših kredita poduzećima posebne namjene u vlasništvu HAA Austrija. To je pripremni korak u planiranoj prodaji banke HAA Hrvatska čija se finalizacija očekuje do sredine 2015. Zaštitni slojevi kapitala banaka u prosjeku su dovoljno veliki za pokriće nepokrivenog dijela loših kredita, a prosječna stopa adekvatnosti kapitala na kraju 2014. iznosila je 21,5 posto.<sup>1</sup> Međutim, u pojedinim manjim bankama postoje slučajevi nedovoljne kapitalizacije.



Nerevidirani preliminarni podaci ukazuju na mogućnost okretanja trenda loših kredita jer se smanjuje priljev novih loših kredita. Usprkos tome što će rast i novi krediti ostati niski, razmatraju se nove mjere kojima bi se riješilo pitanje loših kredita. Radna skupina koja djeluje u okviru Druge bečke inicijative nastoji utvrditi prepreke u bonitetnom, računovodstvenom, poreznom i pravnom okviru koji priječe prodaju nenaplative imovine i otpis loših kredita koji su u cijelosti pokriveni rezervacijama.

<sup>1</sup> Na kraju lipnja 2014., jedna mala banka (Nava banka d.d.) nije ispunjavala obveze u pogledu minimalnih kapitalnih zahtjeva. Stečajni postupak pokrenut je u lipnju 2014. Još jedna mala banka (Karlovačka banka d.d.) nije ispunjavala kapitalni zahtjev od minimalno 6 posto osnovnog kapitala.



### Okvir 9. Aprecijacija švicarskog franka i krediti u švicarskim francima

Kreditni nominirani u švicarskim francima ili vezani uz švicarski franak postali su popularni u 2000-tima u europskim gospodarstvima s tržištima u nastajanju jer su pružali jeftiniju alternativu kreditima u eurima ili u domaćoj valuti. Krediti u švicarskim francima uglavnom su odobravani stanovništvu, posebice za hipotekarne kredite i uglavnom bogatijim klijentima. Do nedavno, krediti u švicarskim francima bili su najrašireniji u Mađarskoj te u Poljskoj i Hrvatskoj, iako je Mađarska od studenoga 2014. gotovo sve kredite u švicarskim francima pretvorila u domaću valutu.<sup>1</sup>

Izloženosti u švicarskim francima u odabranim zemljama središnje i istočne Europe

	Bosna i Hercegovina		Hrvatska		Mađarska		Poljska		Rumunjska 2/		Srbija	
	2008.	2014.	2010.	2014.	2008. 2/	2014.	2008.	2014.	2008.	2014.	2008.	2014.
Ukupna izloženost u CHF	3,4	1,3	11,0	7,3	23,3	2,9	...	...	3,0	1,9	4,8	2,9
Krediti stanovništvu u CHF	1,9	0,9 <sup>1/</sup>	9,5	6,7	18,1	1,2	...	...	2,1	1,5	3,6	2,6
Stambeni krediti u CHF	...	...	7,9	6,3	...	0,0	10,3	7,6	0,7	0,5	...	...

Izvori: Nacionalne središnje banke i agencije za nadzor te izračuni članova Misije

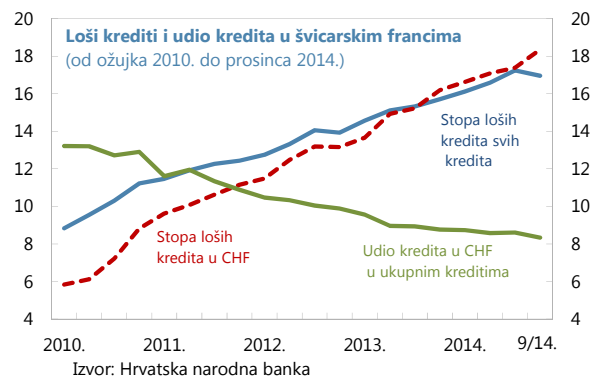
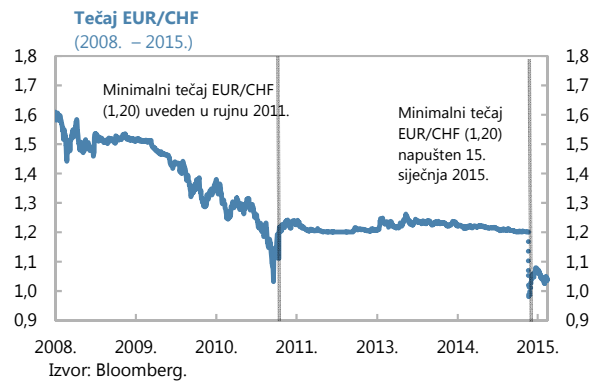
1/ Procjena utemeljena na djelomičnim podacima

2/ Krediti u valutama koje nisu domaća valuta ili euro

Pitanje kredita u švicarskim francima pokrenuto je 2009.

kada je švicarski franak počeo jačati. Hrvatski su korisnici tih kredita 2010. osnovali nevladinu udrugu pod nazivom Franak koja je pokrenula zajedničku tužbu, tvrdeći da su ih banke krivo informirale o valutnom i kamatnom riziku. Sud prvog stupnja presudio je u korist udruge Franak, ali u srpnju 2014., Visoki trgovački sud odbacio je tužbu koja se odnosi na valutnu klauzulu. Taj je sud prihvatio ništetnost promjenjive kamatne stope, no nije jasno na koji će način korisnici kredita biti oštećeni. Vrhovni sud potvrdio je ove presude u svibnju 2015. Nadalje, država je 2014. propisala najviše dopuštene kamate na kredite u švicarskim francima.

Činilo se da je problem kredita u švicarskim francima jenjavao jer su banke uglavnom prestale nuditi te kredite, sve do snažne aprecijacije švicarskog franka 15. siječnja 2015. Ponovna aprecijacija švicarskog franka u siječnju 2015. opet je u prvi plan stavila pitanje kredita u švicarskim francima. Ukupna revalorizacija od 2007. sada iznosi gotovo 50 posto, iako je više od dvije trećine učinka na trošak servisiranja duga neutraliziran nižim kamatnim stopama na kredite u švicarskim francima.



<sup>1</sup> Učinak na trošak servisiranja kredita neutraliziran je smanjenjem glavnice za što je donesen poseban zakon, uz obrazloženje da se time kompenziraju nepoštene prakse kreditiranja u prošlosti.

Tablica 1. Odabrani ekonomski pokazatelji, 2009. – 2016.

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
							Proj.	Proj.
Proizvodnja, nezaposlenost i cijene	(promjena u postotcima, ako nije navedeno drugačije)							
Realni BDP	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,4	0,5	1,0
Doprinosi:								
Domaća potražnja	-11,1	-4,7	-0,2	-3,4	-0,9	-1,9	-0,4	0,4
Neto izvoz	3,8	3,1	-0,1	1,1	0,0	1,4	0,9	0,6
Nezaposlenost (u postotcima) /1	14,9	17,6	17,8	19,1	20,3	19,7	20,0	19,8
Stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena (prosječna)	2,4	1,0	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,4	1,1
Rast prosječnih mjesečnih nominalnih plaća	2,2	-0,4	1,5	1,0	0,8	0,2	...	...
Štednja i investicije	(kao postotak BDP-a)							
Domaće investicije	25,0	21,4	20,6	19,3	18,9	17,9	17,4	17,4
U tome: Investicije u fiksni kapital	25,2	21,3	20,3	19,6	19,3	18,6	17,7	17,1
Domaća štednja	19,9	20,2	19,8	19,1	19,6	18,5	19,2	19,0
Država	1,3	2,3	1,4	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,0
Ostali domaći sektori	18,7	17,9	18,4	19,2	19,2	18,3	18,6	18,1
Operacije proračuna opće države 2/								
Prihodi opće države	41,2	40,8	41,0	41,7	42,4	42,3	43,3	44,3
Rashodi opće države	47,2	46,8	48,5	47,0	47,7	48,0	48,5	48,7
Saldo proračuna opće države	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,1	-4,4
Strukturni saldo (izračun MMF-a)	-5,4	-5,1	-6,6	-3,8	-3,7	-4,0	-3,6	-3,2
Dug opće države	44,5	52,8	63,7	69,2	80,6	85,0	89,5	92,1
Novac i krediti	(na kraju razdoblja, promjena u postotcima)							
Potraživanja od ostalih domaćih sektora	-0,6	3,6	4,4	-6,2	-1,0	-1,9	...	...
Ukupna likvidna sredstva	0,2	2,0	4,8	3,6	3,5	2,8	...	...
Kamatne stope 3/	(prosjeck razdoblja, u postotcima)							
Prosječna kamatna stopa na depozite u kunama (bez val. klauzule)	3,2	1,8	1,7	1,6	1,4	1,2	...	...
Prosječna kamatna stopa na kredite u kunama (bez val. klauzule)	11,6	10,4	9,7	9,6	9,2	8,5	...	...
Prosječna realna kamatna stopa na kredite u kunama (bez val. klauzule) 4/	9,0	9,2	7,3	6,0	6,9	8,7	...	...
Prosječna kamatna stopa na kredite s val. klauzulom	8,1	8,1	7,4	7,3	6,7	6,6	...	...
Platna bilanca	(u mil. EUR, ako nije navedeno drugačije)							
Saldo tekućih transakcija	-2.304	-503	-360	-61	341	286	768	716
Kao postotak BDP-a	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	1,8	1,6
Kapitalne i financijske transakcije	4.714	1.490	1.872	484	2.333	-230	277	329
Inozemna izravna ulaganja, neto (kao postotak BDP-a)	3,0	2,1	2,7	2,7	2,0	2,7	2,0	2,3
Ukupno stanje	1.228	84	401	46	1.845	-530	50	50
Dug i pričuve	(na kraju razdoblja, u mil. EUR, ako nije navedeno drugačije)							
Bruto međunarodne pričuve	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	12.738	12.788
U postotku kratkoročnog duga (prema preostalom razdoblju do dospijeća)	85	85	85	95	100	105	113	89
U mjesecima uvoza robe i nefaktorskih usluga u sljedećoj godini	7,3	7,0	7,4	7,3	8,1	7,9	7,4	7,0
Neto međunarodne pričuve	9.035	9.286	10.019	10.199	10.506	10.595	10.765	10.815
Pričuve (fiksno, kao postotak RAM-a) 5/	72,7	72,7	75,1	77,1	86,8	84,3	84,1	81,8
Omjer servisiranja inozemnog duga i izvoza (u postotcima)	59,0	39,7	33,6	29,5	37,9	38,1	38,4	31,1
Ukupni inozemni dug (kao postotak BDP-a)	101,1	104,2	103,8	103,0	105,4	105,5	104,0	100,0
Neto inozemni dug (kao postotak BDP-a)	63,2	65,9	66,7	65,6	64,7	62,7	61,1	57,7
Tečaj								
Tečaj kune prema euru, na kraju razdoblja	7,3	7,4	7,5	7,5	7,6	7,7	...	...
Tečaj kune prema euru, prosjeck razdoblja	7,3	7,3	7,4	7,5	7,6	7,6	...	...
Realni efektivni tečaj (indeks potrošačkih cijena, promjena u postotcima) 6/	1,2	-2,6	-2,1	-1,9	1,4	-1,0	...	...
Dodatne informacije:								
Nominalni BDP (u mil. EUR)	45.083	45.009	44.712	43.938	43.559	43.083	43.141	44.039
Proizvodni jaz (u postotcima potencijalnog)	-1,6	-2,9	-2,7	-4,4	-5,0	-5,0	-4,4	-3,5
BDP po stanovniku (2012., WEO): 12.829 USD	Postotak stanovništva ispod granice siromaštva (2004.): 11,1							
Kvota (2010.): 365 mil. SPV (508 mil. USD)								

Izvori: Hrvatske vlasti i procjene članova Misije

1/ Državni zavod za statistiku

2/ ESA 2010 definicija

3/ Ponderirani prosjeck, sva dospijeća. Krediti s valutnom klauzulom uglavnom su indeksirani uz euro.

4/ Nominalne kamatne stope deflacirane su promjenom indeksa potrošačkih cijena u prošloj godini.

 5/ MMF: *Assessing Reserve Adequacy-Specific Proposals*, IMF Policy Paper, Washington: Međunarodni monetarni fond, 2015.

6/ Pozitivna promjena označuje deprecijaciju, a negativna aprecijaciju.

**Tablica 2. Srednjoročni osnovni scenarij, 2009. – 2020.**  
 (kao postotak BDP-a, ako nije navedeno drugačije)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
						Prel.			Proj.			
<b>Realni sektor (promjena u postotcima)</b>												
Realni BDP	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,4	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8
Domaća potražnja	-10,4	-4,5	-0,2	-3,4	-0,9	-1,9	-0,4	0,4	1,1	1,9	2,4	2,3
Potrošnja, ukupno	-5,1	-1,5	0,2	-2,5	-0,8	-1,0	-0,4	0,2	0,8	1,3	1,6	1,5
U tome: Privatna	-7,4	-1,5	0,3	-3,0	-1,2	-0,7	0,3	0,8	1,8	1,8	1,9	1,9
Bruto investicije u fiksni kapital, ukupno	-14,4	-15,2	-2,7	-3,3	-1,0	-4,0	-1,0	0,9	1,5	2,5	4,0	4,0
U tome: Ostali domaći sektori	-15,6	-8,3	-4,8	-4,2	-2,5	-4,3	-1,3	0,9	1,4	2,5	4,3	4,4
Deflator BDP-a	2,8	0,8	1,7	1,6	0,9	0,0	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2
Stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena (prosječna)	2,4	1,0	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,4	1,1	1,4	1,9	2,2	2,2
Stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena (na kraju razdoblja)	1,9	1,9	2,0	4,7	0,3	-0,5	0,4	1,3	1,7	1,9	2,2	2,2
<b>Štednja i investicije</b>												
Domaće investicije	25,0	21,4	20,6	19,3	18,9	17,9	17,4	17,4	17,4	17,8	18,2	18,8
U tome: Investicije u fiksni kapital	25,2	21,3	20,3	19,6	19,3	18,6	17,7	17,1	17,3	17,6	18,1	18,7
Domaća štednja	19,9	20,2	19,8	19,1	19,6	18,5	19,2	19,0	18,7	18,0	17,5	17,6
Država	1,3	2,3	1,4	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,0	1,7	2,5	2,6	2,6
Ostali domaći sektori	18,7	17,9	18,4	19,2	19,2	18,3	18,6	18,1	17,0	15,5	14,9	15,0
<b>Financije proračuna opće države</b>												
Prihodi	41,2	40,8	41,0	41,7	42,4	42,3	43,3	44,3	45,0	45,7	46,3	46,6
Rashodi	47,2	46,8	48,5	47,0	47,7	48,0	48,5	48,7	48,6	48,6	49,2	49,5
Saldo	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,1	-4,4	-3,6	-2,9	-2,9	-2,9
Dug	44,5	52,8	63,7	69,2	80,6	85,0	89,5	92,1	92,8	92,1	91,2	90,6
<b>Platna bilanca 1/</b>												
Saldo tekućih transakcija	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	1,8	1,6	1,3	0,2	-0,7	-1,2
Robni izvoz fob	14,6	17,9	19,6	19,7	20,5	22,6	22,6	23,8	24,9	25,6	26,3	27,1
Robni uvoz fob	31,2	31,1	33,8	34,1	35,6	37,3	37,8	40,1	42,1	44,1	45,5	46,5
Kapitalne i financijske transakcije	10,5	3,3	4,2	1,1	5,4	-0,5	0,6	0,7	1,0	2,0	2,9	3,2
U tome: Inozemna izravna ulaganja, neto	3,0	2,1	2,7	2,7	2,0	2,7	2,0	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
Bruto međunarodne pričuve	23,0	23,7	25,0	25,6	29,6	29,4	29,5	29,0	28,2	27,3	26,2	25,3
Bruto inozemni dug	101,1	104,2	103,8	103,0	105,4	105,5	104,0	100,0	94,8	90,4	87,2	84,8
Neto inozemni dug	63,2	65,9	66,7	65,6	64,7	62,7	61,1	57,7	53,5	50,3	48,5	47,2
<b>Dodatne informacije:</b>												
Nominalni BDP (u mlrd. HRK)	331,0	328,0	332,6	330,5	330,1	328,9	331,4	338,3	349,3	363,2	378,6	394,0
Nominalni BDP (u mlrd. EUR)	45,1	45,0	44,7	43,9	43,6	43,1	43,1	44,0	45,5	47,3	49,3	51,3
Proizvodni jaz	-1,6	-2,9	-2,7	-4,4	-5,0	-5,0	-4,4	-3,5	-2,2	-0,8	-0,1	0,0
Potencijalni rast BDP-a	0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,6	1,2	1,7

Izvori: Crostat, Hrvatska narodna banka, Ministarstvo financija i procjene članova Misije

1/ Na temelju šestog izdanja Priručnika za sastavljanje platne bilance i stanja međunarodnih ulaganja (BPM6)

**Tablica 3. Platna bilanca, 2009. – 2020. /1**

(u mil. EUR, ako nije drugačije navedeno)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
	Proj.											
Tekuće transakcije	-2.304	-503	-360	-61	341	286	768	716	574	118	-369	-614
Saldo robne razmjene	-7.456	-5.922	-6.382	-6.298	-6.589	-6.334	-6.563	-7.189	-7.833	-8.740	-9.462	-9.962
Izvoz fob	6.594	8.058	8.743	8.673	8.923	9.754	9.730	10.486	11.325	12.120	12.950	13.914
Uvoz fob	-14.049	-13.980	-15.124	-14.970	-15.512	-16.088	-16.293	-17.675	-19.158	-20.860	-22.412	-23.876
Saldo razmjene usluga	5.797	5.761	6.190	6.516	6.792	7.234	7.925	8.480	8.954	9.356	9.646	9.951
Izvoz usluga	8.984	8.928	9.358	9.636	9.824	10.184	10.823	11.344	11.752	12.071	12.273	12.498
Uvoz usluga	-3.186	-3.167	-3.169	-3.120	-3.032	-2.950	-2.898	-2.864	-2.797	-2.714	-2.627	-2.547
Saldo primarnog dohotka	-1.650	-1.403	-1.317	-1.441	-933	-1.396	-1.484	-1.515	-1.565	-1.627	-1.696	-1.765
Saldo sekundarnog dohotka	1.004	1.062	1.149	1.161	1.071	782	890	940	1.018	1.128	1.143	1.162
Kapitalne i financijske transakcije	4.714	1.490	1.872	484	2.333	-230	277	329	471	927	1.414	1.659
Kapitalne transakcije	61	60	38	48	51	72	193	294	448	670	699	736
Financijske transakcije	4.652	1.430	1.834	436	2.282	-302	84	35	23	257	715	923
Izravna ulaganja	1.333	943	1.205	1.197	858	1.180	871	993	1.021	1.050	1.080	1.110
Portfeljna ulaganja	455	402	582	1.744	1.891	-706	1.095	843	739	715	712	699
Financijske izvedenice	0	-253	-75	55	-9	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Srednjoročni i dugoročni krediti	852	-995	-760	-1.860	-1.221	205	-1.108	-793	-726	-552	-468	-497
Aktiva	8	46	24	-43	129	-32	0	0	0	0	0	0
Pasiva	860	-950	-736	-1.903	-1.092	173	-1.108	-793	-726	-552	-468	-497
Korištenje	6.713	5.894	4.547	4.682	5.471	6.482	4.038	3.039	2.700	1.577	2.085	1.368
Plan otplate	-5.853	-6.844	-5.284	-6.584	-6.563	-6.309	-5.146	-3.832	-3.426	-2.130	-2.553	-1.866
Gotovina i depoziti	1.834	496	1.242	-1.637	341	-1.335	-707	-940	-944	-888	-541	-322
Kratkoročni kapitalni tokovi (neto)	-76	478	139	395	348	-78	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Trgovinski krediti	-89	348	-598	671	78	168	-51	-51	-51	-51	-51	-51
Ostale obveze (dugoročne)	343	11	100	-127	20	307	0	0	0	0	0	0
Neto pogreške i propusti 2/	-1.182	-903	-1.111	-377	-830	-586	-995	-995	-995	-995	-995	-995
Ukupni saldo	1.228	84	401	46	1.845	-530	50	50	50	50	50	50
Financiranje												
Bruto međunarodne pričuve (= povećanje)	-1.228	-84	-401	-46	-1.845	530	-50	-50	-50	-50	-50	-50
MMF (neto povećana sredstva)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Izvanredno financiranje	8,0	-6,0	-9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dodatne informacije:												
Tekući račun platne bilance (kao postotak BDP-a)	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	1,8	1,6	1,3	0,2	-0,7	-1,2
Rast obujma robnog izvoza	-11,7	18,8	-0,6	-2,1	5,7	11,1	7,1	7,0	6,8	6,0	6,0	6,0
Rast obujma robnog uvoza	-22,2	-2,3	3,5	-2,7	4,8	4,1	5,7	6,0	5,9	6,4	6,9	6,9
Bruto međunarodne pričuve	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	12.738	12.788	12.838	12.888	12.938	12.988
Pričuve: Bruto međunarodne pričuve (kao postotak kratk. duga prema preostalom razdoblju do dospijeća)	85,2	84,6	85,4	95,0	100,3	104,7	112,5	89,4	110,1	91,5	102,0	...
U mjesecima uvoza robe i nefaktorskih usluga u sljedećoj godini	7,3	7,0	7,4	7,3	8,1	7,9	7,4	7,0	6,5	6,2	5,9	...
Inozemni dug 2/	45.600	46.908	46.397	45.276	45.920	45.453	44.865	44.039	43.107	42.733	42.996	43.490
Omjer inozemnog duga i BDP-a 2/	101,1	104,2	103,8	103,0	105,4	105,5	104,0	100,0	94,8	90,4	87,2	84,8
Inozemni dug kao postotak izvoza robe i nefaktorskih usluga 2/	180,6	186,1	196,6	218,9	292,7	276,2	256,3	247,3	244,9	228,0	218,3	201,7
BDP (u mil. EUR)	45.083	45.009	44.712	43.938	43.559	43.083	43.141	44.039	45.483	47.288	49.288	51.293
BDP (u mil. HRK)	330.966	328.041	332.587	330.456	330.135	328.927	331.359	338.251	349.344	363.211	378.572	393.968

Izvori: Hrvatska narodna banka i procjene članova Misije

1/ BPM6 podaci su prikazani u analitičkom formatu koji je dosljedan prethodnim izvješćima članova Misije. Oznake glede tokova slijede analitički format. Nadalje, promjene bruto međunarodnih pričuva su prikazane ispod crte.

2/ Pogreške i propusti su projicirani kako bi se prikazali postojani neevidentirani kapitalni odjeli.

3/ Od kraja 2008., stanje inozemnog duga se iskazuje u skladu s novim izvještajnim sustavom INOK.

Tablica 4A. Operacije proračuna opće države, 2009. – 2020.

(kao postotak BDP-a, ESA 2010 )

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
	Projekcije članova Misije											
Prihodi	41,2	40,8	41,0	41,7	42,4	42,3	43,3	44,3	45,0	45,7	46,3	46,6
Porezi	24,3	24,3	23,6	24,5	25,2	24,6	24,2	24,5	25,0	25,5	25,8	25,8
Porezi na dohodak	....	....	....	5,7	5,9	5,5	5,1	5,3	5,5	5,7	5,9	5,9
PDV	11,2	11,6	11,3	12,3	12,6	12,5	12,5	12,6	12,8	13,1	13,2	13,2
Trošarine	3,3	3,6	3,4	3,4	3,5	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Uvozne carine	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Porezi na imovinu	0,3	0,3	0,3	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Ostali porezi	....	....	....	2,3	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Doprinosi iz socijalnog osiguranja	12,1	11,8	11,6	11,5	11,3	11,8	12,1	12,2	12,3	12,4	12,4	12,4
Ostali prihodi	1,9	1,6	2,3	2,4	2,2	2,3	3,4	3,9	4,1	4,2	4,5	4,8
Pomoći 1/	1,0	1,0	1,5	1,6	1,2	1,1	2,1	2,7	3,0	3,1	3,4	3,7
Prihodi od imovine	1,0	0,6	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
U tome: Kamate, potraživanja	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Prodaja robe i usluga	2,9	3,0	3,4	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Rashodi	47,2	46,8	48,5	47,0	47,7	48,0	48,5	48,7	48,6	48,6	49,2	49,5
Rashodi	41,7	43,5	45,0	43,5	44,0	44,4	44,9	45,0	44,7	44,0	44,0	44,0
Naknade zaposlenima	12,3	12,2	12,4	12,2	12,1	11,7	11,6	11,5	11,3	11,2	11,2	11,2
Korištenje dobara i usluga	6,9	7,2	7,5	7,3	7,8	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kamate, dugovanja	2,1	2,4	3,0	3,4	3,5	3,5	3,6	3,8	3,9	3,9	4,2	4,2
Subvencije	2,5	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Tekuće pomoći 2/	1,0	1,1	0,6	0,8	1,6	1,3	2,1	2,4	2,4	1,9	1,7	1,7
Socijalne naknade	15,9	15,7	16,1	16,3	15,9	16,5	16,5	16,5	16,3	16,2	16,2	16,2
Ostali rashodi	0,9	2,6	2,8	1,2	1,1	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Neto stjecanje nefinancijske imovine	5,5	3,3	3,5	3,5	3,7	3,6	3,6	3,6	4,0	4,6	5,1	5,5
U tome: Iz vlastitih izvora							3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5
U tome: Iz strukturnih fondova EU-a							0,2	0,3	0,6	1,2	1,7	2,0
Bruto operativni saldo	-0,4	-2,8	-4,0	-1,8	-1,6	-2,1	-1,6	-0,8	0,3	1,8	2,3	2,6
Neto pozajmljivanje/zaduživanje (ukupni saldo)	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,1	-4,4	-3,6	-2,9	-2,9	-2,9
Neto financijske transakcije	-6,9	-5,9	-8,1	-5,7	-5,1	-5,7	-5,1	-4,4	-3,6	-2,9	-2,9	-2,9
Dodatne informacije:												
Dug opće države	44,5	52,8	63,7	69,2	80,6	85,0	89,5	92,1	92,8	92,1	91,2	90,6
Neto kamatni rashodi	-2,0	-2,2	-2,7	-3,0	-3,1	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5	-3,5	-3,7	-3,7
Primarni saldo	-3,9	-3,8	-4,8	-2,3	-2,3	-2,7	-2,0	-1,0	-0,2	0,6	0,9	0,8
Strukturni saldo 3/	-5,3	-4,9	-6,5	-3,6	-3,5	-3,8	-3,5	-3,1	-2,8	-2,6	-2,8	-2,9
Ciklički prilagođeni primarni saldo 3/	-3,3	-2,8	-3,8	-0,8	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,6	0,9	0,9	0,8
Promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda 3/	0,1	0,6	-1,1	3,1	0,2	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,0	-0,1
Kapitalni transferi javnim poduzećima (preuzimanje duga, kapitalni transferi, naplaćene garancije)	0,0	-1,0	-2,3	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Strukturni saldo 3/ 4/	-5,3	-3,9	-4,2	-3,5	-3,3	-3,4	-3,5	-3,1	-2,8	-2,6	-2,8	-2,9
Ciklički prilagođeni primarni saldo 3/4/	-3,3	-1,8	-1,6	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	0,2	0,6	0,9	0,9	0,8
Promjena ciklički prilagođenoga primarnog salda 3/4/	0,1	1,6	0,2	0,9	0,3	-0,2	0,1	0,6	0,4	0,3	0,0	-0,1

Izvori: Eurostat i procjene članova Misije. ESA 2010 (promjena u odnosu na gotovinsko načelo u ranijim izvješćima).

1/ Uglavnom strukturni fondovi EU-a

2/ Nekapitalni transferi financirani sredstvima iz strukturnih fondova EU-a i nacionalnim sufinanciranjem

3/ Kao postotak potencijalnog BDP-a

4/ Isključuje plaćanja glede preuzimanja duga, kapitalnih transfera i garancija javnih poduzeća izvan opće države (ESA 2010).

**Tablica 4B. Proračun nekonsolidirane središnje države, 2009. – 2014.**

(kao postotak BDP-a, na gotovinskom načelu)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
						Procj.
Prihodi	33,3	32,8	32,2	33,2	32,9	34,5
Porezi	19,2	19,2	18,5	19,6	19,1	19,0
Porezi na dohodak, dobit i kapitalnu dobit	3,3	2,3	2,6	2,7	2,3	2,2
Plaćanja pojedinaca	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Plaćanja trgovačkih društava i ostalih poduzeća	2,9	2,0	2,2	2,3	1,9	1,7
Porezi na imovinu	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Porezi na dobra i usluge	14,9	15,5	15,1	16,1	16,2	16,6
<i>U tome:</i>						
PDV	11,2	11,5	11,3	12,3	12,2	12,3
Trošarine	3,3	3,6	3,4	3,4	3,5	3,9
Porezi na međunarodnu trgovinu i transakcije	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,1
Ostali porezi 1/	0,4	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Doprinosi iz socijalnog osiguranja 2/	12,1	11,8	11,6	11,5	11,3	12,8
Pomoći	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7
Ostali prihodi	1,8	1,6	1,9	1,8	2,0	2,0
Rashodi	36,2	37,1	36,4	36,2	37,8	38,3
Rashodi	35,6	36,7	36,1	35,9	37,4	38,0
Naknade zaposlenima	9,5	9,5	9,5	9,5	9,2	9,4
Korištenje dobara i usluga	2,2	2,3	2,4	2,2	2,3	2,1
Kamate	1,6	1,9	2,1	2,5	2,8	3,0
Subvencije	2,0	2,0	2,0	1,7	1,7	1,6
Pomoći	1,7	1,8	1,5	1,5	2,0	2,5
Socijalne naknade	17,0	17,3	17,0	17,0	17,9	17,8
Ostali rashodi	1,7	1,8	1,5	1,5	1,6	1,6
Neto stjecanje nefinancijske imovine	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
Nabava	0,7	0,5	0,4	0,3	0,5	0,5
Prodaja	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Bruto operativni saldo	-2,3	-3,9	-3,9	-2,8	-4,5	-3,6
Ukupni saldo	-2,9	-4,3	-4,2	-3,0	-4,9	-3,9

Izvori: Ministarstvo financija i procjene članova Misije

**Tablica 4C. Usklađenost između fiskalnog salda središnje države na gotovinskom načelu i na temelju ESA 2010 1/**

(kao postotak BDP-a)

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Operativni saldo=Ukupni saldo	-4,3	-4,2	-3,0	-4,9	-3,9
Financijske transakcije uključene u operativni saldo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Razlika između plaćanih kamata (+) i obračunatih kamata (-)	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,1
Ostali računi potraživanja/ostali računi dugovanja uključeni u operativni saldo	0,2	0,2	-0,3	0,5	-0,4
Ostali računi potraživanja	0,1	0,1	-0,4	0,7	-0,2
Ostali računi dugovanja	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2
Neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-) ostalih tijela središnje države	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	-0,2
Kapitalni transferi društvima i preuzimanje duga	-1,0	-2,3	-0,1	-0,2	-0,3
Kapitalni transferi javnim poduzećima – preuzimanje duga	-0,5	-2,2	-0,1	-0,1	-0,3
Kapitalni transferi javnim poduzećima – naplaćene garancije umanjene za otplate	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalni transferi privatnim društvima – injekcije kapitala	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Kapitalni transferi javnim poduzećima – injekcije kapitala	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostale prilagodbe (+/-) uključene u operativni saldo	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-1,2
ESA 2010:					
Središnja država, neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-)	-6,0	-7,3	-5,0	-5,8	-6,1
Lokalna država, neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-)	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1
Fondovi socijalne sigurnosti, neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-)	0,0	-0,1	-0,3	0,5	0,3
Opće država, neto pozajmljivanje (+)/zaduživanje (-)	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7

Izvori: Eurostat

1/ Počiva na ESA 2010 i obuhvaća posljednje promjene iz obavijesti o EDP-u iz travnja 2015.

**Tablica 5. Monetarni računi, 2009. – 2015.**  
(na kraju razdoblja, u mlrd. HRK, ako nije navedeno drugačije)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.				2015.
						1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.	
<b>Bilanca monetarnih institucija</b>										
Neto inozemna aktiva	42,5	41,9	31,2	47,5	62,3	56,2	61,2	79,6	75,1	75,6
(u mil. EUR)	5,8	5,7	4,1	6,3	8,2	7,4	8,1	10,4	9,8	9,9
Hrvatska narodna banka	73,4	76,1	81,6	82,1	95,4	89,3	90,6	88,6	93,5	99,1
(u mil. EUR)	10,0	10,3	10,9	10,9	12,5	11,7	12,0	11,6	12,2	13,0
Banke	-30,9	-34,2	-50,4	-34,7	-33,0	-33,0	-29,4	-9,1	-18,4	-23,4
(u mil. EUR)	-4,2	-4,6	-6,7	-4,6	-4,3	-4,3	-3,9	-1,2	-2,4	-3,1
Neto domaća aktiva	201,9	207,3	229,8	222,9	217,5	222,8	216,9	208,9	212,4	209,4
Domaći krediti (prema definiciji HNB-a) 1/	234,6	247,7	259,4	247,4	244,3	242,7	239,9	238,9	237,9	240,2
Potraživanja od države, neto 2/	40,2	45,1	59,5	69,1	67,6	74,3	70,8	67,5	73,4	72,5
Potraživanja od ostalih domaćih sektora 3/	232,8	241,3	252,0	236,4	234,1	234,0	231,6	230,8	229,6	232,5
Ostale stavke (neto)	-32,7	-40,4	-29,6	-24,5	-26,7	-20,0	-23,1	-29,9	-25,5	-30,8
Ukupna likvidna sredstva	244,4	249,1	261,0	270,3	279,8	279,0	278,1	288,5	287,6	285,0
Novčana masa	47,2	48,0	51,5	52,0	58,2	56,7	60,5	62,9	63,5	61,2
Gotov novac izvan banaka	15,3	15,3	16,7	16,9	17,4	17,1	18,9	19,3	18,5	18,4
Depozitni novac	31,9	32,7	34,8	35,1	40,8	39,6	41,6	43,6	45,0	42,8
Kvazinovac 4/	197,2	201,2	209,5	218,3	221,7	222,3	217,6	225,6	224,1	223,9
U kunama	61,7	46,5	52,2	51,7	52,3	52,8	52,3	52,9	52,8	52,9
U stranoj valuti	135,5	154,7	157,3	166,6	169,4	169,6	165,3	172,7	171,2	170,9
<b>Bilanca Hrvatske narodne banke</b>										
Neto inozemna aktiva	73,4	76,1	81,6	82,1	95,4	89,3	90,6	88,6	93,5	99,1
U tome: Pričuve banaka u stranoj valuti	5,0	4,8	5,5	5,1	4,4	4,4	4,4	4,4	3,7	3,8
Neto međunarodne pričuve	66,0	68,6	75,5	77,0	80,3	78,5	79,3	80,7	81,2	84,3
Neto domaća aktiva	-12,1	-13,8	-13,7	-12,8	-26,0	-20,7	-23,1	-22,0	-26,2	-30,2
Potraživanja od države (neto)	-4,2	-4,2	-1,6	-0,7	-13,5	-8,3	-11,3	-8,4	-11,5	-14,1
Potraživanja od banaka	0,01	0,01	0,14	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
U tome: Operacije na otvorenom tržištu	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Potraživanja od ostalih domaćih sektora	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ostale stavke (neto)	-8,0	-9,7	-12,2	-12,2	-12,5	-12,4	-11,9	-13,6	-14,8	-16,1
Primarni novac	61,2	62,2	68,1	69,3	69,4	68,6	67,5	66,6	67,3	68,8
Gotovina	15,3	15,3	16,7	16,9	17,4	17,1	18,9	19,3	18,5	18,4
Depoziti	46,0	47,0	51,4	52,3	51,9	51,5	48,6	47,3	48,7	50,5
U tome:										
Računi za namirenje	12,0	10,2	12,7	11,5	15,1	16,8	13,4	12,6	15,1	17,2
Propisana pričuva u kunama 5/	23,6	22,7	25,8	24,6	22,0	21,8	21,8	22,0	21,9	21,9
Propisana pričuva u stranoj valuti	5,0	4,8	5,5	5,1	4,4	4,4	4,4	4,4	3,7	3,8
Primarni novac (prema definiciji HNB-a) 6/	56,2	56,3	62,4	61,3	63,0	63,9	63,0	62,1	63,4	64,9
<b>Promjena u postotcima, na godišnjoj razini</b>										
<b>Bilanca monetarnih institucija</b>										
Neto domaća aktiva	-0,2	2,7	10,9	-3,0	-2,4	-2,0	-5,1	-6,6	-2,3	-6,0
Domaći krediti (prema definiciji HNB-a) 1/	-0,9	5,6	4,7	-4,6	-1,3	-2,4	-3,1	-3,8	-2,6	-1,0
Potraživanja od države, neto 2/	14,7	12,1	32,0	16,1	-2,1	-0,9	-4,1	-5,6	8,5	-2,5
Potraživanja od ostalih domaćih sektora 3/	-0,6	3,6	4,4	-6,2	-1,0	-1,6	-2,0	-2,8	-1,9	-0,6
Ukupna likvidna sredstva	0,2	2,0	4,8	3,6	3,5	2,7	1,6	2,4	2,8	2,2
Kvazinovac	4,5	2,0	4,1	4,2	1,5	1,0	0,3	0,6	1,1	0,7
<b>Bilanca Hrvatske narodne banke</b>										
Primarni novac	5,9	1,6	9,5	1,7	0,1	-1,9	-4,5	-2,5	-3,0	0,4
Primarni novac (prema definiciji HNB-a) 6/	12,9	0,2	10,9	-1,7	2,7	2,3	-0,8	1,5	0,7	1,7
<b>Dodatne informacije:</b>										
Nominalni BDP (ukupno godišnje)	331,0	328,0	332,6	330,5	330,1	329,3	328,4	328,4	328,9	329,5
Multiplikator novčane mase	0,77	0,77	0,76	0,75	0,84	0,83	0,90	0,94	0,94	0,89
Multiplikator ukupnih likvidnih sredstava	3,99	4,00	3,83	3,90	4,03	4,07	4,12	4,33	4,28	4,14
Ukupna likvidna sredstva (kao postotak BDP-a)	73,8	76,0	78,5	81,8	84,8	84,7	84,7	87,8	87,4	86,5
Strana valuta (kao postotak ukupnih likvidnih sredstava)	55,4	62,1	60,3	61,6	60,5	60,8	59,4	59,9	59,5	60,0
Kreditni odobreni ostalim domaćim sektorima: stanje (kao postotak BDP-a)	70,4	73,5	75,8	71,5	70,9	71,1	70,5	70,3	69,8	70,6
Kreditni odobreni ostalim domaćim sektorima: 12-mjesečni tok (kao postotak BDP-a)	-0,4	2,6	3,2	-4,7	-0,7	-1,2	-1,4	-2,0	-1,4	-0,4

Izvori: Hrvatska narodna banka i procjene članova Misije

Napomena: Od 25. siječnja 2015., Hrvatska narodna banka objavljuje monetarne statističke podatke u skladu s ESA-om 2010. Povijesni su podaci zbog toga možda promijenjeni.

1/ Obuhvaća neto potraživanja od središnje države, bruto potraživanja od lokalne države i potraživanja od ostalih domaćih sektora.

2/ Obuhvaća potraživanja od središnje države i republičkih fondova i potraživanja od lokalne države i fondova, umanjena za njihove depozite u bankovnom sustavu. Republički fondovi obuhvaćaju Hrvatsku banku za obnovu i razvitak (HBOR).

3/ Obuhvaća potraživanja od stanovništva i poduzeća. Nisu obuhvaćene druge bankarske institucije (štedne banke, kreditne unije i investicijski fondovi) i druge financijske institucije.

4/ Procjena članova Misije (uključujući raščlambu po valutama)

5/ Od 2007. obuhvaća obvezno upisane blagajničke zapise HNB-a.

6/ Isključuje propisanu pričuvu u stranoj valuti.

**Tablica 6. Pokazatelji financijskog zdravlja, 2009. – 2014.**

(u postotcima, ako nije drugačije navedeno)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
<b>Osnovni skup podataka</b>						
Omjer jamstvenog kapitala i rizikom ponderirane aktive	16,4	18,8	20,5	20,9	20,9	21,5
Omjer jamstvenog Tier I kapitala i rizikom ponderirane aktive	15,8	17,5	19,1	19,6	19,9	20,3
Omjer loših kredita umanjjenih za rezervacije za gubitke po kreditima i kapitala	22,0	34,5	37,8	39,2	42,8	41,1
Omjer loših kredita i ukupnih bruto kredita 1/	7,7	11,1	12,3	13,8	15,4	16,7
Omjer kredita prema sektorskoj distribuciji i ukupnih kredita						
Nefinancijska društva	36,8	37,5	38,5	34,1	35,4	34,9
Stanovništvo	47,2	46,0	44,3	44,8	44,2	46,2
Ostali sektori	15,4	15,7	16,6	20,2	19,5	17,7
Nerezidenti	0,6	0,7	0,6	0,9	0,9	1,1
Pokazatelj profitabilnosti imovine	1,2	1,2	1,2	0,9	0,3	0,7
Pokazatelj profitabilnosti kapitala	8,8	8,3	8,7	6,1	2,4	5,0
Omjer neto kamatnog prihoda i bruto prihoda	56,7	64,3	66,1	65,6	62,9	61,1
Omjer nekamatnih rashoda i bruto prihoda	56,6	55,7	55,1	57,8	59,2	57,1
Omjer likvidnih sredstava i ukupne imovine 2/	35,8	33,7	31,7	31,3	30,7	33,0
Omjer likvidnih sredstava i kratkoročnih obveza 2/	53,5	50,6	48,2	48,2	46,6	51,7
Omjer neto otvorene devizne pozicije i kapitala	5,4	2,9	1,7	2,3	2,9	2,9
<b>Prošireni skup podataka</b>						
<b>Depozitari 3/</b>						
Omjer kapitala i aktive	13,8	13,8	13,6	14,2	13,9	14,0
Omjer velikih izloženosti i kapitala	44,8	39,0	48,6	43,0	52,5	65,8
Omjer kredita prema geografskoj distribuciji i ukupnih kredita						
Rezidenti	99,4	99,3	99,4	99,1	99,1	98,9
Nerezidenti	0,6	0,7	0,6	0,9	0,9	1,1
Omjer bruto pozicije imovine u derivatima i kapitala	0,4	0,3	1,2	1,6	2,8	2,4
Omjer bruto pozicije obveza u derivatima i kapitala	0,8	2,7	2,5	3,0	3,3	2,1
Omjer prihoda od trgovanja i ukupnog prihoda	15,5	8,0	6,8	6,9	4,6	7,3
Omjer rashoda za zaposlene i nekamatnih rashoda	39,8	40,6	40,6	40,5	40,3	41,2
Razlika između kamatnih stopa na kunske kredite i depozite	4,1	4,7	4,5	4,7	4,7	4,9
Omjer kredita koji nisu međubankovni i depozita koji nisu međubankovni	78,1	80,0	77,5	81,3	83,5	83,8
Omjer kredita nominiranih u stranoj valuti i ukupnih kredita 4/	72,3	74,3	75,1	73,7	74,1	73,5
Omjer obveza nominiranih u stranoj valuti i ukupnih obveza 4/	79,0	77,0	77,2	77,8	67,7	67,8
Omjer neto otvorene pozicije u vlasničkim instrumentima i kapitala	4,8	4,9	6,7	6,2	7,1	6,1
<b>Druga financijska društva (DFD)</b>						
Omjer imovine DFD-a i ukupne imovine u financijskom sustavu	24,7	24,8	24,4	26,1	27,0	28,5
Omjer imovine DFD-a i BDP-a	37,7	39,9	40,0	43,0	44,7	48,2
<b>Stanovništvo</b>						
Omjer bankovnih kredita stanovništvu i BDP-a	39,0	40,7	40,5	40,0	39,1	37,2
<b>Tržišta nekretnina</b>						
Cijene stambenih nekretnina (godišnje povećanje, u postotcima)	-4,3	-9,0	-1,7	-4,3	-14,4	1,2
Omjer kredita za kupnju stambenih nekretnina i ukupnih kredita	21,5	22,2	21,8	22,3	22,1	22,4
<b>Ostali pokazatelji</b>						
Omjer rezervacija za gubitke po kreditima i loših kredita	42,5	38,8	41,3	42,5	46,3	51,0
Promjena omjera kredita i BDP-a	3,5	5,1	2,7	-2,7	-0,5	-5,4
Omjer neto kamatnog prihoda i prosječne ukupne aktive	2,5	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5
Omjer nekamatnih rashoda i prosječne ukupne aktive	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Omjer kredita i imovine	13,8	13,8	13,6	14,2	13,9	14,0
Omjer likvidnih sredstava i ukupnih depozita	66,4	60,1	57,5	54,6	51,2	56,0

Izvor: Hrvatska narodna banka

Napomena: Klasifikacija upotrijebljena u ovoj tablici je u skladu s MMF-ovom Bazom podataka o pokazateljima financijskog zdravlja.

1/ Imovina obuhvaća bruto kredite, međubankovne kredite, investicijske portfelje banaka, ukupni kamatni prihod i ukupna izvanbilančna potraživanja.

2/ Likvidna sredstva su iskazana na neto osnovi. Ona obuhvaćaju depozite kod banaka i središnje banke, kratkoročne zapise države i središnje banke, i dane prekonoćne kredite umanjene za obveznu pričuvu, kredite primljene od središnje banke i primljene prekonoćne kredite. Izrazit pad likvidnosti u 2005. se podudara s početkom obrnutih repo operacija HNB-a čime je bankama dana mogućnost da putem tržišta dođu do likvidnosti kad im ona zatreba.

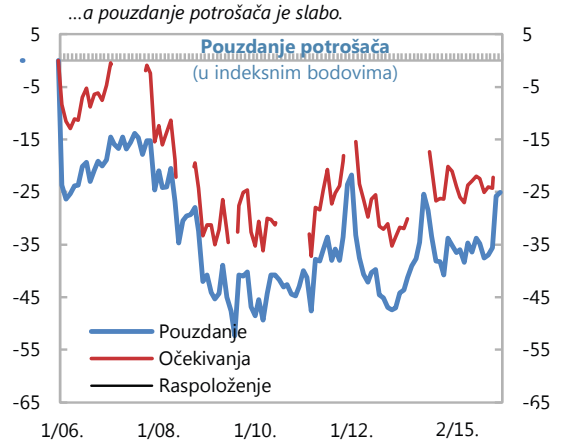
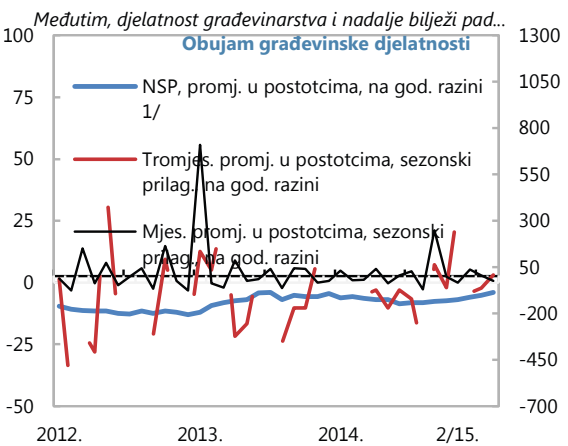
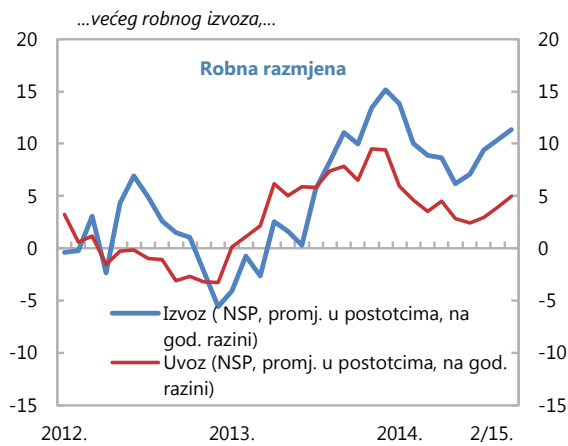
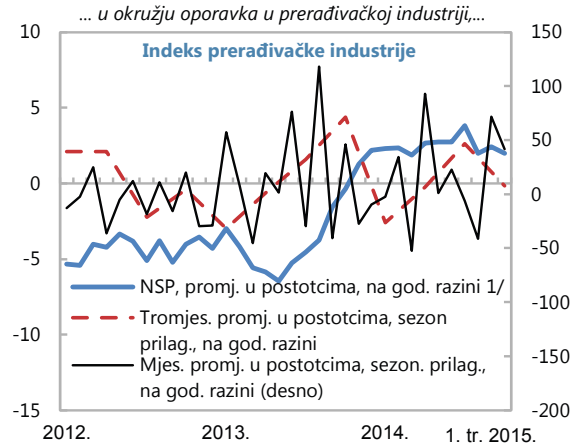
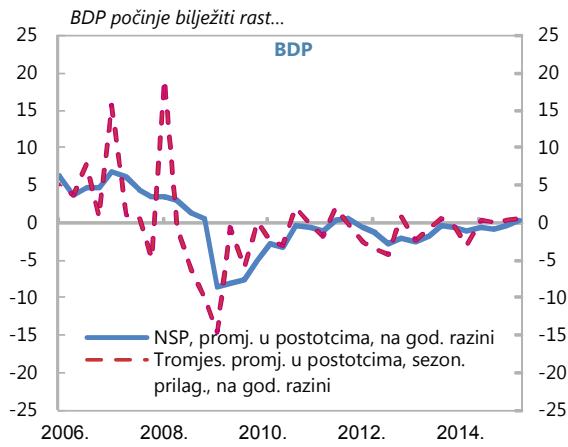
3/ Odnosi se samo na poslovne banke. Pokazatelji financijskog zdravlja za kraj godine, koji počivaju na revidiranim godišnjim financijskim izvješćima, se mogu neznatno razlikovati od tromjesečnih podataka.

4/ Obuhvaća samo kunske instrumente vezane uz stranu valutu.

5/ Počiva na nekonsolidiranim revidiranim financijskim izvješćima koja su pripremljena u skladu s MRS-ovima te koja nisu u skladu s MMF-ovim priručnikom za izračun pokazatelja financijskog zdravlja.



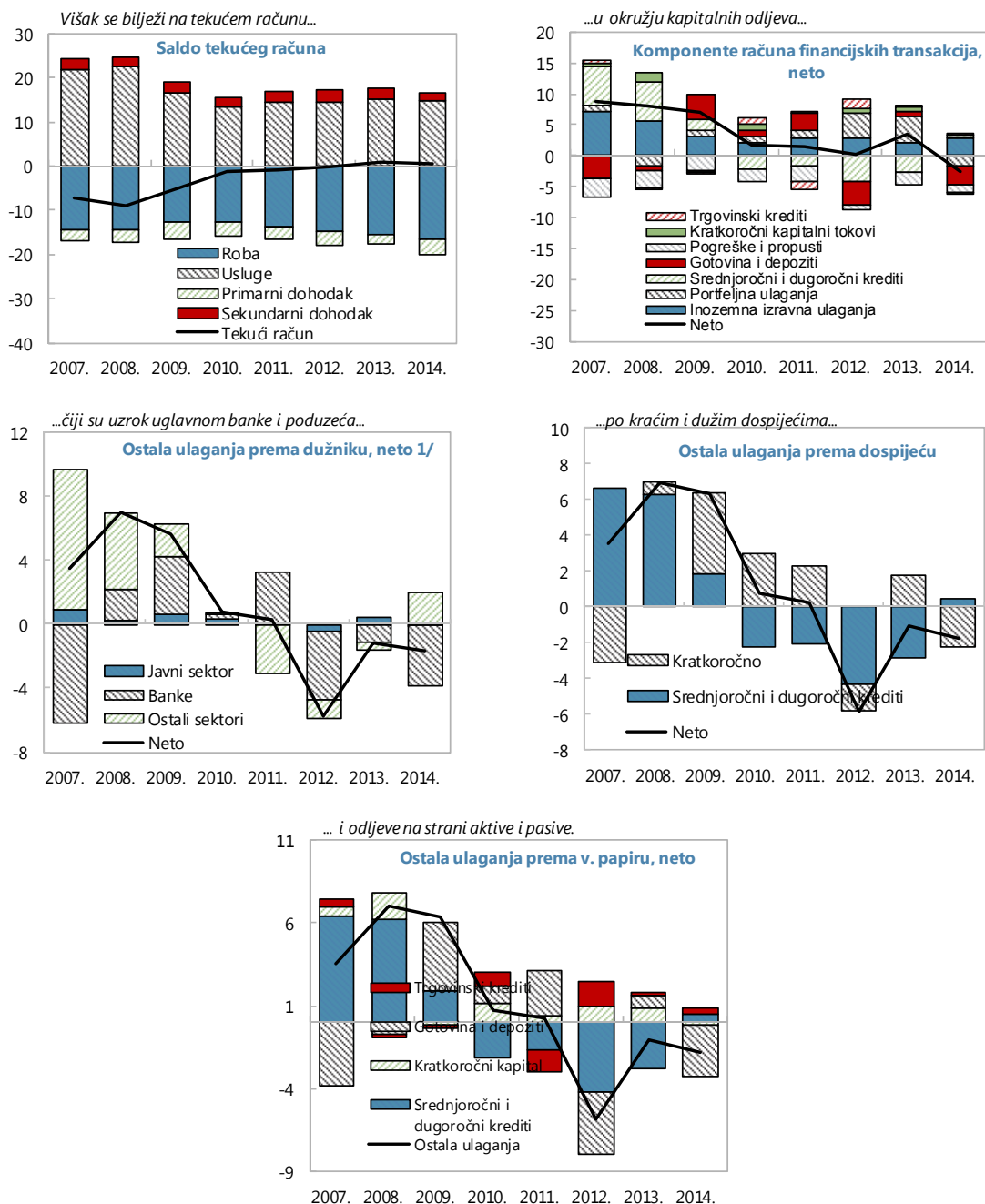
**Slika 1. Kratkoročni pokazatelji**



Izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka i izračuni članova Misije  
1/ 6-mjesečni pomični prosjek

### Slika 2. Platna bilanca, 2007. – 2014.

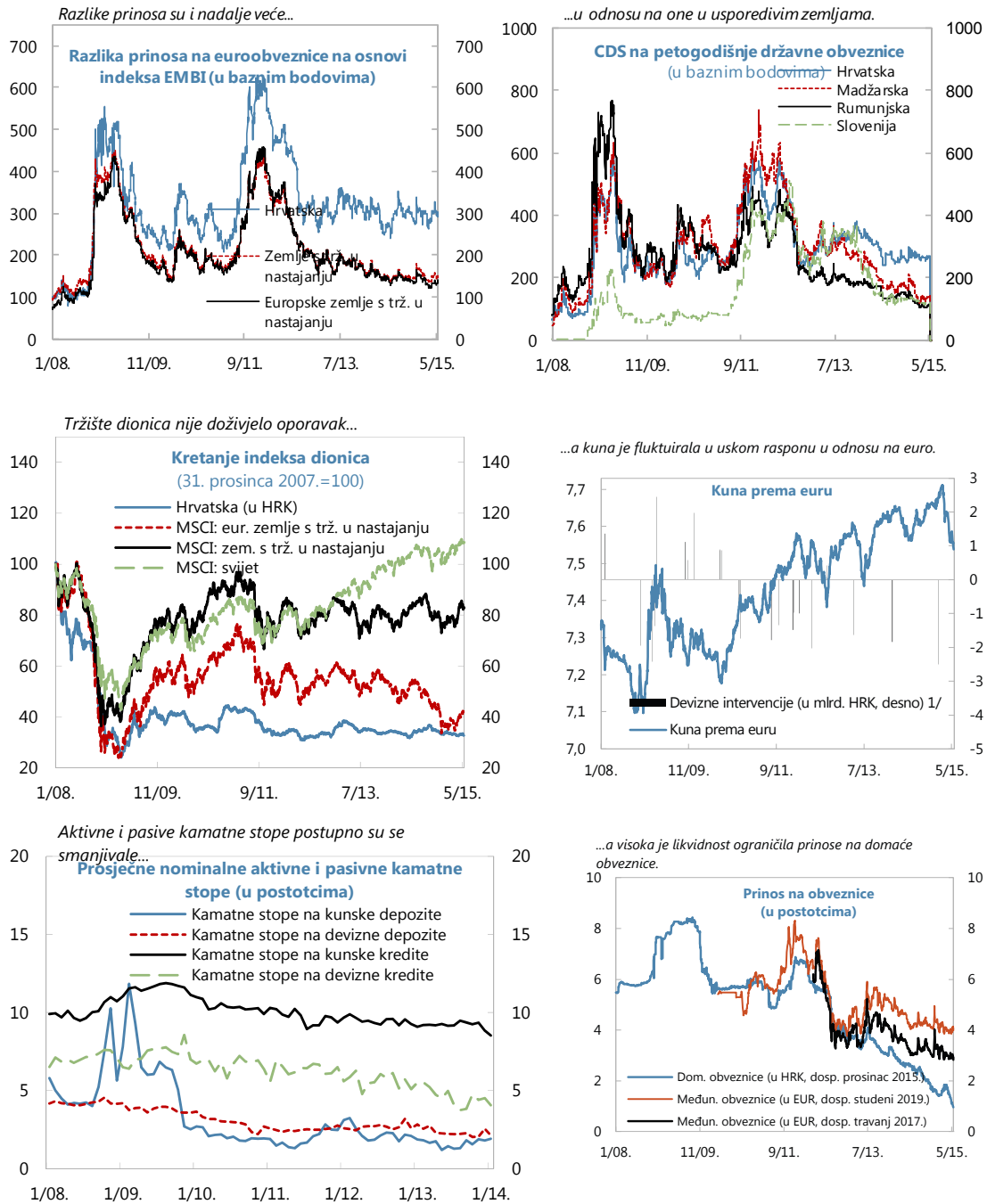
(kao postotak BDP-a)



Izvori: Hrvatska narodna banka i procjene članova Misije

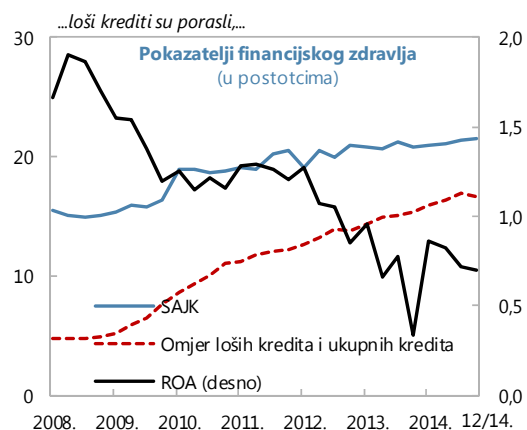
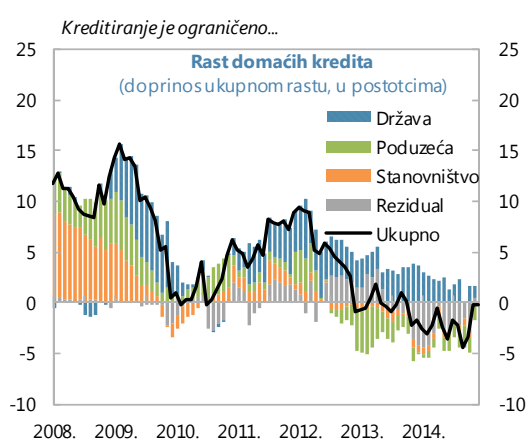
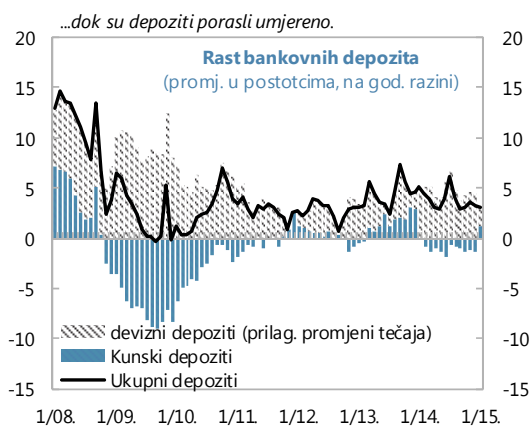
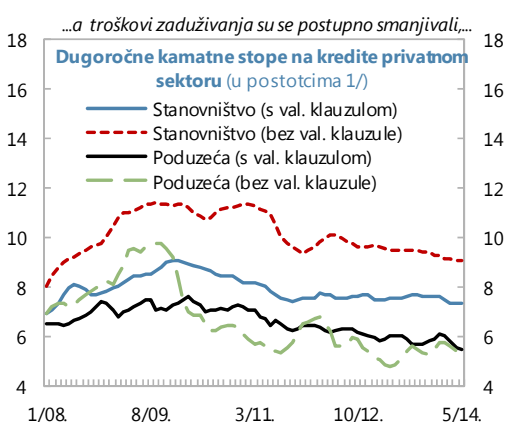
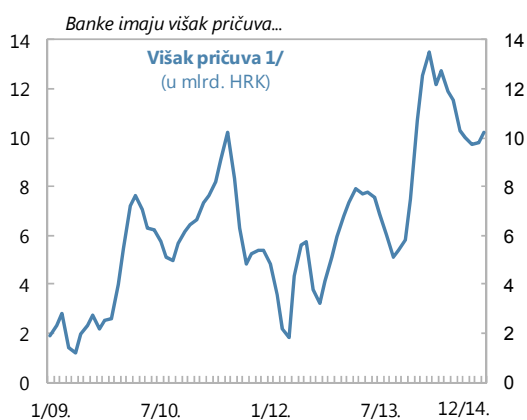
1/ Ostala ulaganja obuhvaćaju gotovinu i depozite, kredite, kratkoročne kapitalne tokove, srednjoročne i dugoročne tokove te trgovinske kredite.

**Slika 3. Kretanja na financijskim tržištima, 2008. – 2015.**



Izvori: Bloomberg, Hrvatska narodna banka i izračuni članova Misije  
1/ Pozitivan (negativan) predznak označava kupovinu (prodaju) deviza

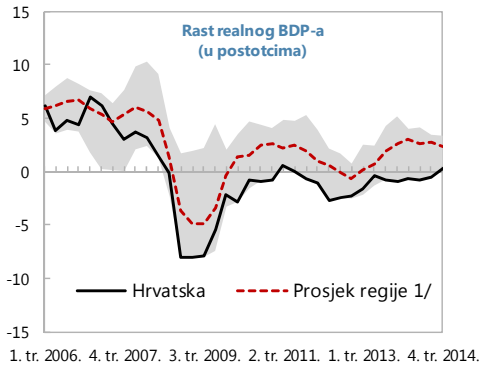
**Slika 4. Ažurirani podaci o bankarskom i monetarnom sektoru, 2008. – 2015.**



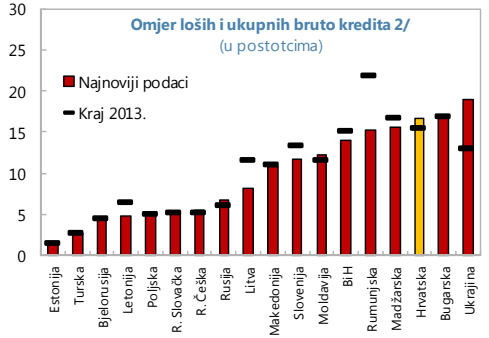
Izvori: Hrvatska narodna banka te procjene i izračuni članova Misije  
1/ 3-mjesečni pomični prosjek

### Slika 5. Hrvatska u odnosu na usporedive zemlje

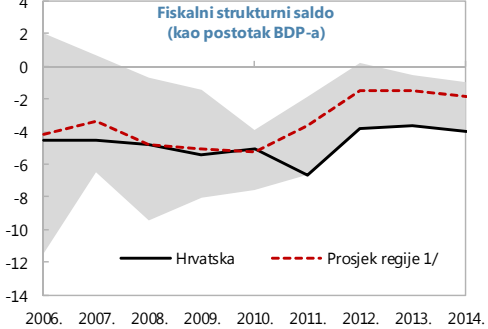
BDP se smanjivao šest godina zaredom,



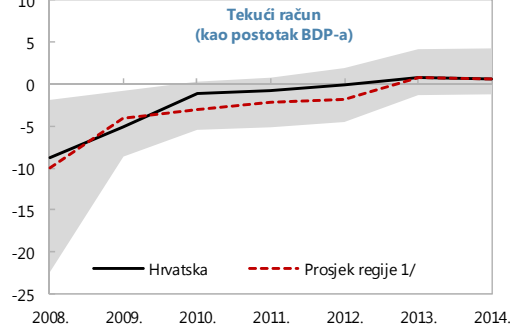
a udio loših kredita se povećava.



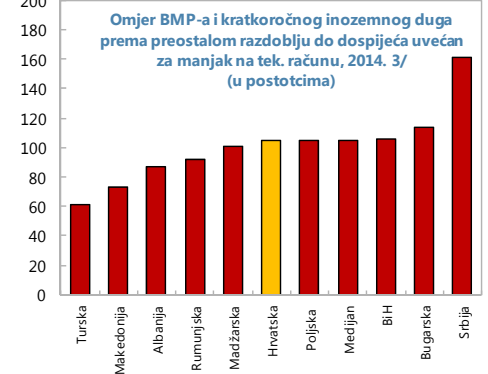
Fiskalni je manjak i nadalje velik...



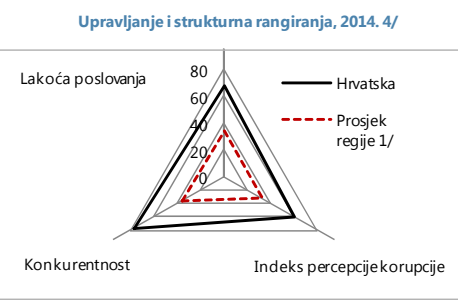
...dok se višak bilježi na tekućem računu...



...u okružju umjerene pokrivenosti deviznih pričuva.

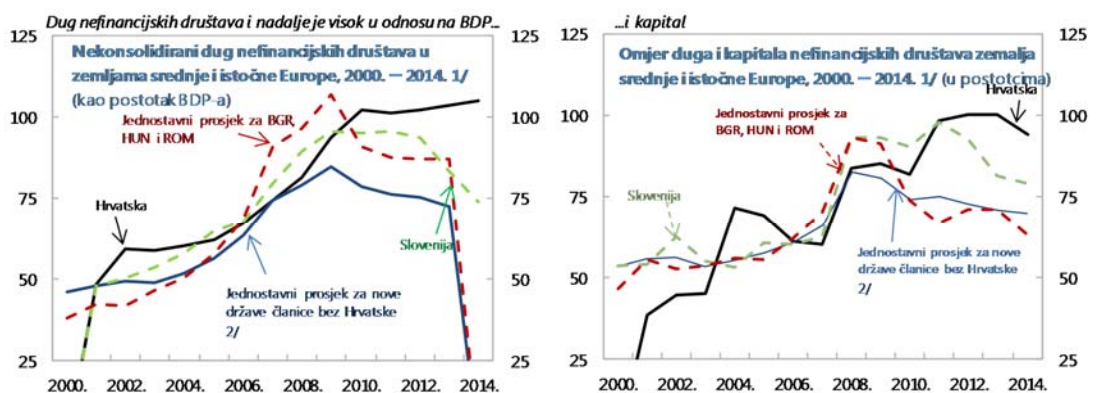


Hrvatska postiže loš rezultat na pokazateljima poslovne klime.



Izvori: Transparency International, Svjetska banka, Svjetski gospodarski forum, MMF-ova Baza podataka o pokazateljima financijskog zdravlja i WEO  
 1/ Prosjeak regije ponderiran BDP-om u ključuje Bugarsku, Republiku Češku, Mađarsku, Poljsku i Rumunjsku.  
 Osjenčane regije pokazuju raspon između najmanjih i najvećih vrijednosti u regiji.  
 2/ Definicije loših kredita razlikuju se u raznim zemljama. Podaci su preuzeti iz MMF-ove Baze podataka o pokazateljima financijskog zdravlja.  
 3/ BMP (na kraju tekuće godine) kao postotak kratkoročnog duga prema izvornom dospijecu (na kraju tekuće godine) uvećan za otplatu srednjoročnog i dugoročnog duga i manjak na tekućem računu (u slj. godini). Tekući račun se utvrđuje kao nula ako se na njemu bilježi višak.  
 4/ Od 183 zemlje, osim za konkurentnost gdje je rangirano 139 zemalja.

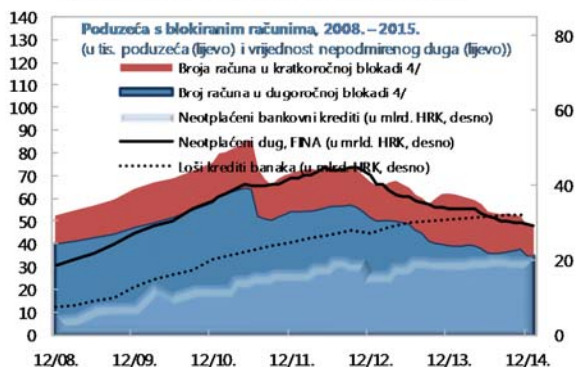
Slika 6. Dug privatnog sektora, 2000. – 2014.



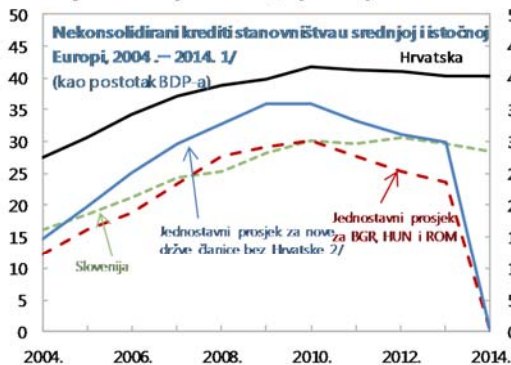
...pri čemu se poteškoće pri otplati bilježe u mnogim sektorima...  
 Polazatelji poteškoća pri servisiranju duga poduzeća po sektorima 3/ (postotak poduzeća s poteškoćom pri servisiranju, 2013.)

	Likvidnosni rizik: omjer duga i dohotka						Rizik solventnosti: omjer duga i kapitala					
	CR	MS	WR	MF	AM	UT	CR	MS	WR	MF	AM	UT
Hrvatska	80	81	81	63	96	73	52	68	57	35	39	61
Estonija	67	69	54	50	65	56	43	42	30	23	37	17
Letonija	84	74	62	54	46	80	18	68	58	50	35	24
Litva	62	53	46	59	59	76	22	16	13	22	10	9
R. Češka	59	65	62	49	45	24	32	29	32	17	36	11
Mađarska	88	76	63	51	39	68	76	66	26	12	8	48
Poljska	88	78	45	33	55	42	76	33	21	20	46	10
R. Slovačka	72	66	72	69	72	22	57	52	51	24	31	13
Slovenija	87	87	78	61	45	70	56	19	32	22	6	1
Bugarska	74	79	64	67	42	43	64	48	44	32	30	32
Rumunjska	72	47	54	65	62	41	60	34	39	42	36	11
Srbija	88	72	66	75	69	72	12	15	21	22	9	1
Turska	78	67	54	44	44	49	17	42	45	28	48	21

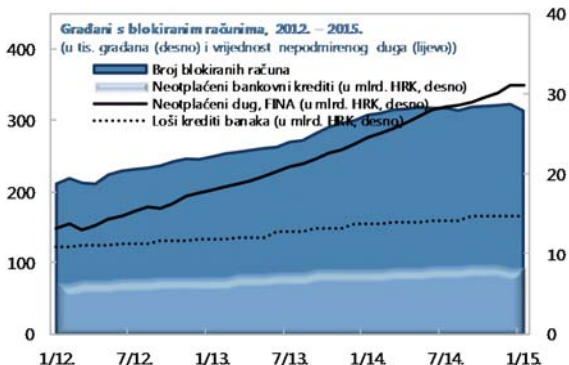
...iako se broj poduzeća s blokiranim računima smanjuje.



Dug stanovništva je stabiliziran, ali je i nadalje visok...



...kao i broj pojedinaca s blokiranim računima.



Izvori: Eurostat, Financijska Agencija (FINA), Hrvatska narodna banka i MMF, *Regional Economic Issues*, pro ljeće 2015.

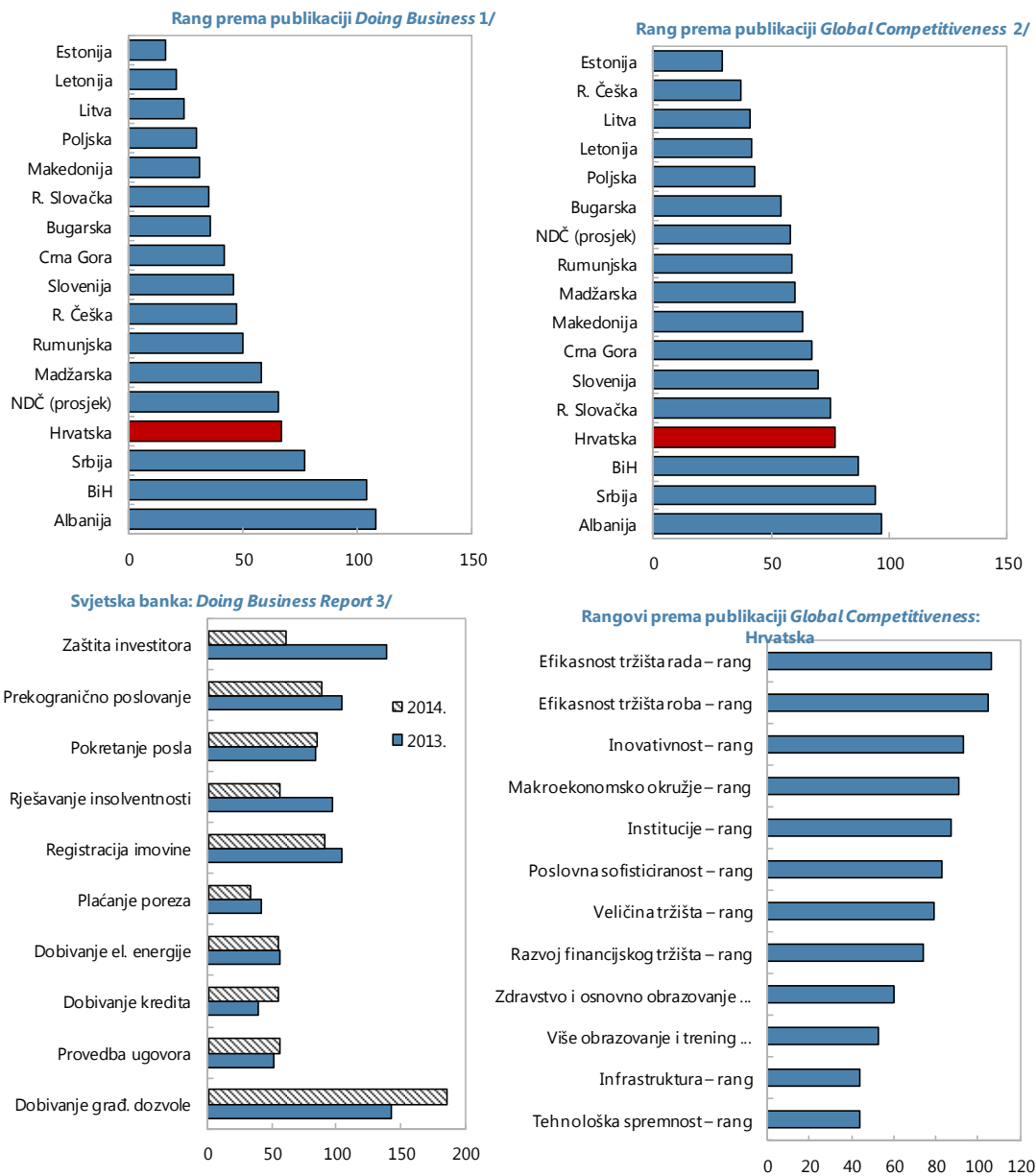
1/ ESA 2010 definicija, osim za Estoniju na koju se do 2008. primjenjuje ESA1995.

2/ Nove države članice EU-a, bez Cipra, obuhvaćaju Bugarsku, Hrvatsku, R. Češku, Estoniju, Mađarsku, Letoniju, Litvu, Poljsku, Rumunjsku, R. Slovačku i Sloveniju.

3/ Industrijski su sektori: poljoprivreda i rudarstvo i vađenje (AM), prerađivačka industrija (MF), komunalne usluge (UT), građevinarstvo i poslovanje nekretninama (CR), veleprodaja i maloprodaja (WR) te trišnje usluge (MS).

4/ LT označava dugoročno, a ST kratkoročno. Dugoročno je definirano kao 360 dana ili duže.

Slika 7. Poslovno okruŕje, 2014.



Izvori: Svjetska banka, *Doing Business*, Svjetski gospodarski forum, *Global Competitiveness Report*, Heritage Foundation, *Economic Freedom Index* i izračuni članova Misije

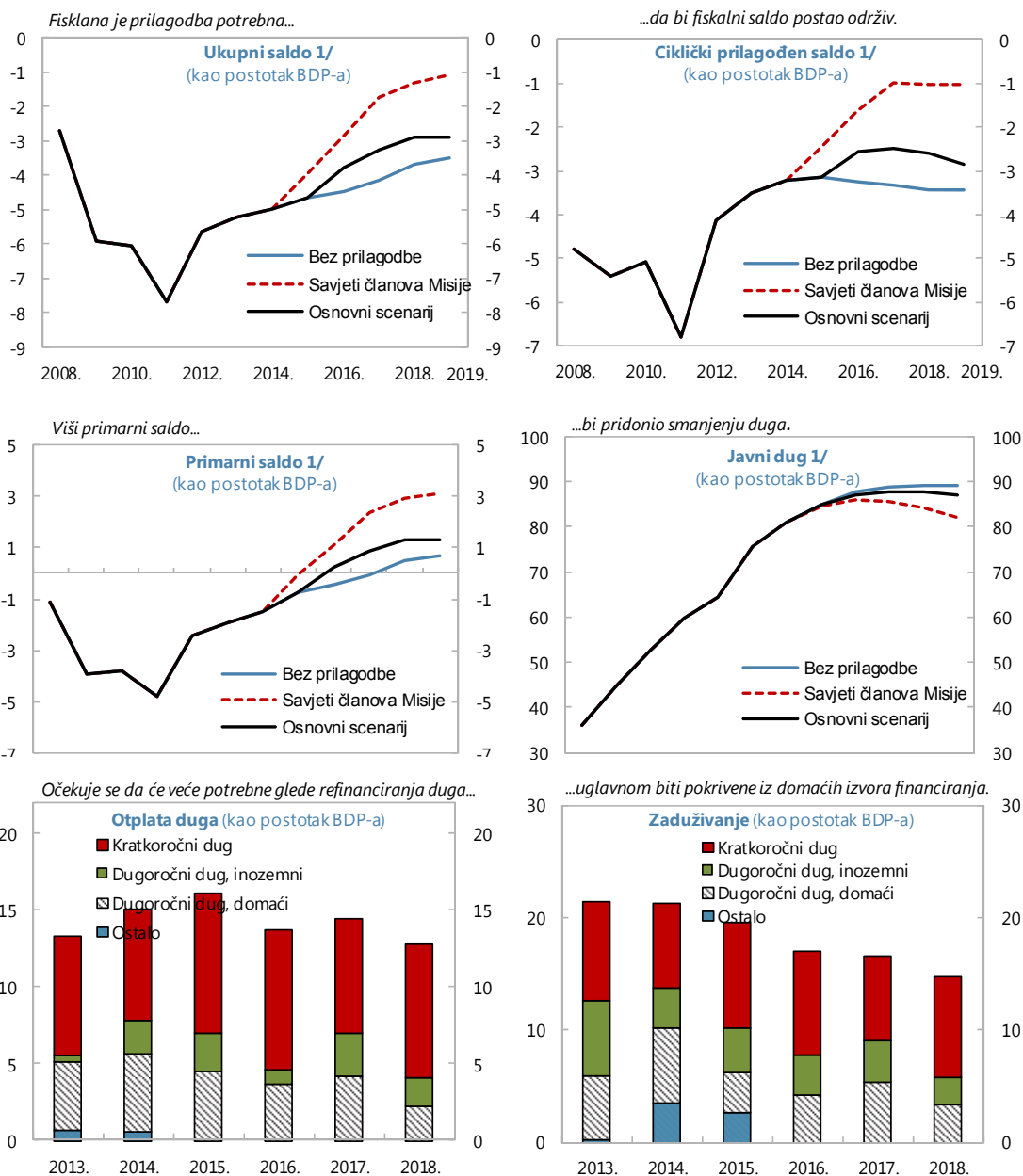
1/ Obuhvaća 2014., a rangirano je 189 zemalja.

2/ Rang za razdoblje 2014. – 2015., a rangirano je 148 zemalja.

3/ Podaci za "dobivanje kredita", "zaštita manjih investitora" i "rješavanje insolventnosti" nisu usporedivi između 2013. i 2014. zbog metodoloških promjena.



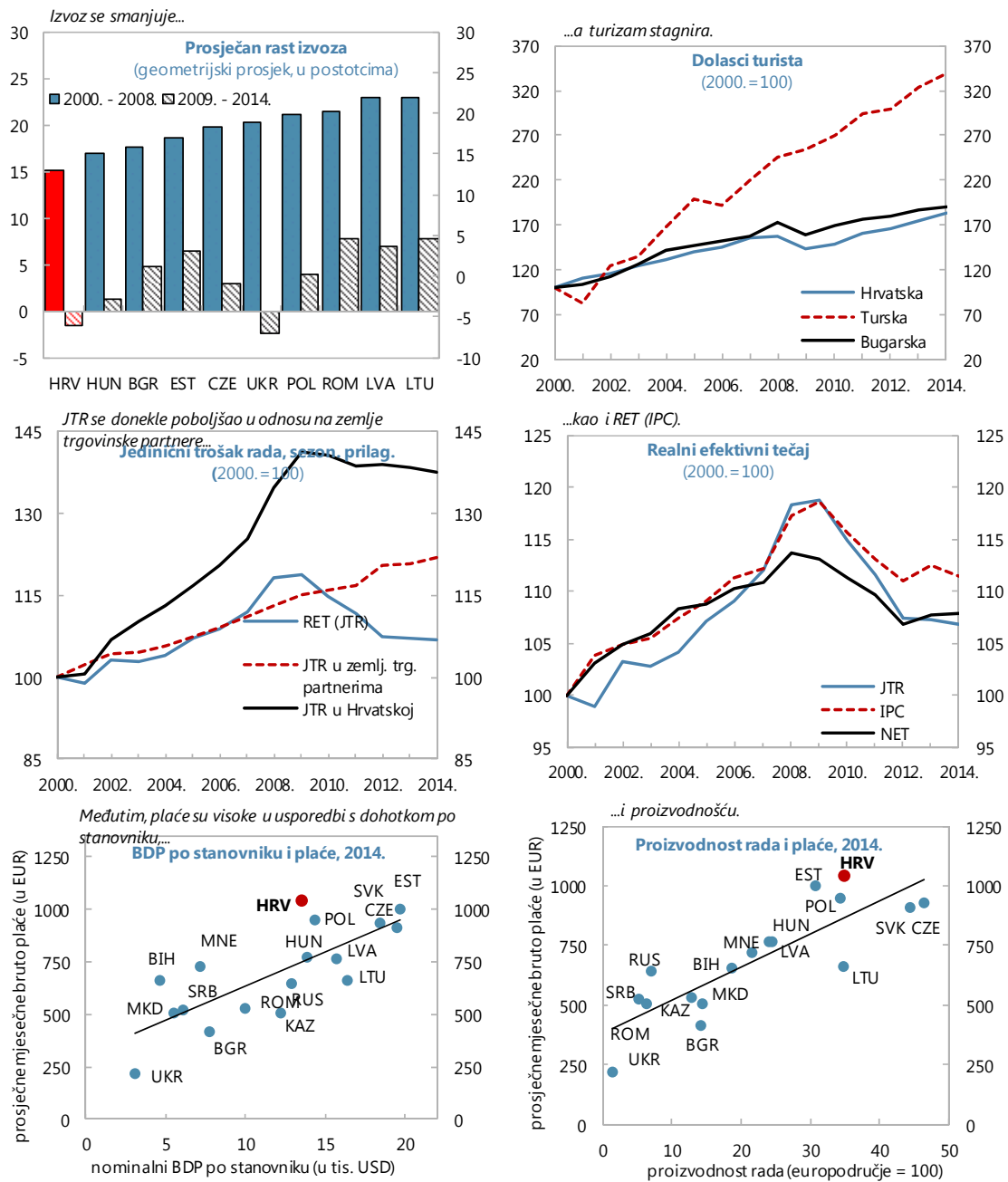
**Slika 8. Fiskalna kretanja, 2008. – 2019.**



Izvori: Hrvatske vlasti i procjene članova Misije  
 1/ Scenarij "bez prilagodbe" podrazumijeva zadržavanje ciklički prilagođenog primarnog salda na razini iz 2015. Scenarij "savjeti članova Misije" uključuje konsolidaciju od 0,8% dok strukturni saldo ne bude -1 posto BDP-a. "Osnovni" scenarij pokazuje manjak za 2015. kao u konsolidacijskom planu i nastavak provedbe EDP-a dok manjak ne bude manji od 3 posto.

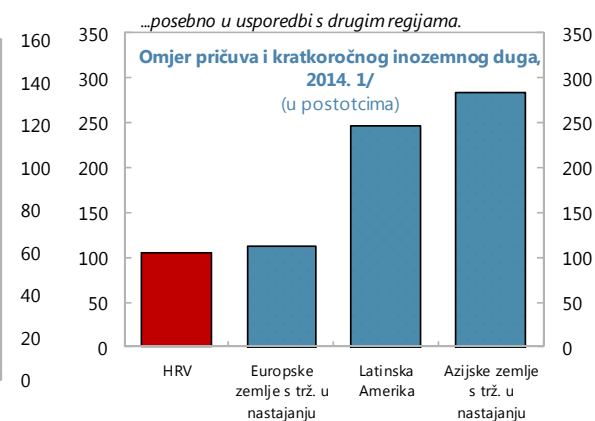
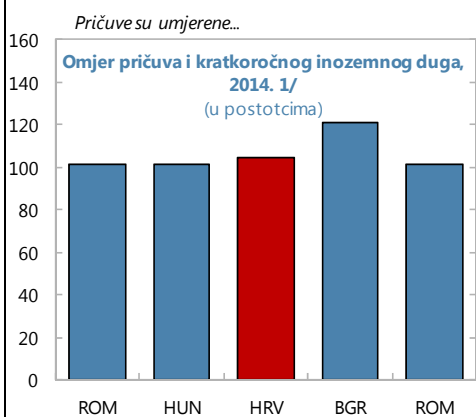
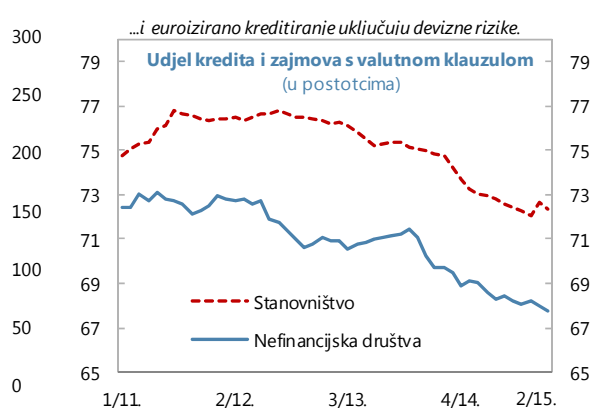
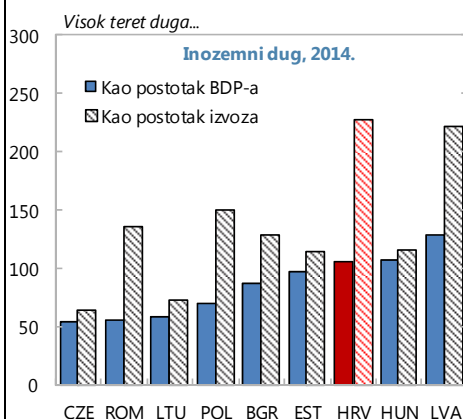
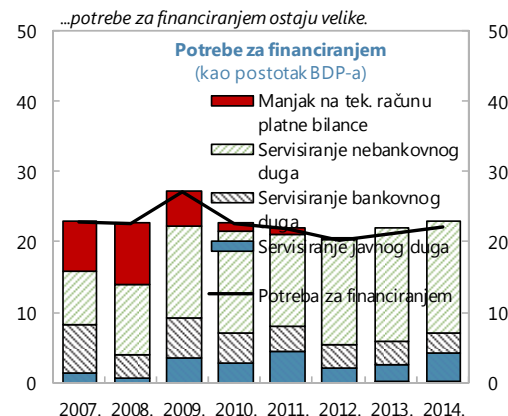
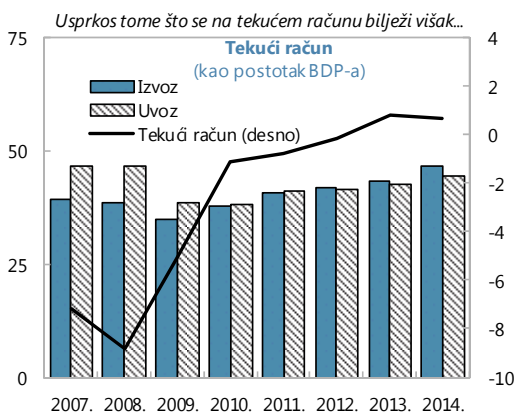


Slika 9. Pokazatelji konkurentnosti, 2000. – 2014.



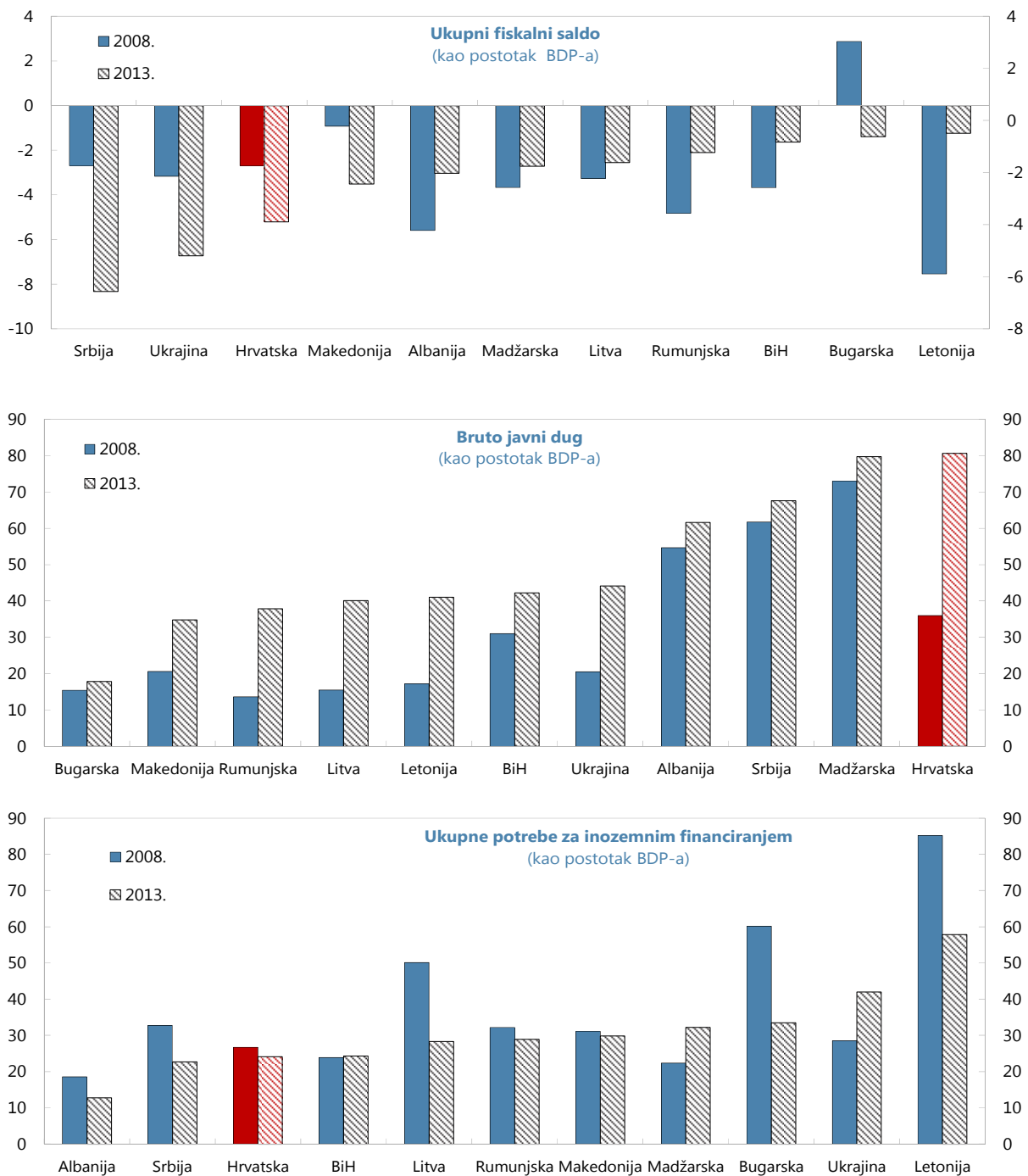
Izvori: Hrvatske vlasti, Haver, OECD, Svjetska banka, *Doing Business Indicators*; MMF, *IFS*, *DxTime*, MMF, *World Economic Outlook* te procjene i izračuni članova Misije

**Slika 10. Pokazatelji ranjivosti, 2007. – 2015.**



Izvori: Hrvatska narodna banka, MMF, *World Economic Outlook* i procjene članova Misije  
 1/ Stanje bruto međunarodnih pričuva na kraju 2014. Kratkoročni dug prema izvornom dospeljeću (na kraju 2014.) uvećan za otplatu srednjoročnog i dugoročnog duga (na kraju 2015.).  
 2/ Isključuje Brazil  
 3/ Isključuje Čile

**Slika 11. Pokazatelji ranjivosti u odnosu na usporedive zemlje u regiji, 2008. – 2013.**



Izvori: MMF, *World Economic Outlook* i procjene članova Misije

# Prilog I. Analiza održivosti inozemnog duga

Tablica A1. Hrvatska: Okvir održivosti inozemnog duga, 2009. – 2020.

(kao postotak BDP-a, ako nije drugačije navedeno)

	Ostvarenje						Projekcije						Nekam. tekući račun koji stab. dug 6/
	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	
Osnovni: Inozemni dug	101,1	104,2	103,8	103,0	105,4	105,5	104,0	100,0	94,8	90,4	87,2	84,8	-2,1
Promjena u inozemnom dugu	16,8	3,1	-0,5	-0,7	2,4	0,1	-1,5	-4,0	-5,2	-4,4	-3,1	-2,4	
Utvrđeni tokovi stvaranja inozemnog duga (4+8+9)	13,7	3,1	4,2	5,0	-2,0	-2,3	-4,3	-4,9	-5,1	-4,4	-3,2	-2,5	
Manjak na tekućem računu, isključujući plaćanje kamata	1,7	-1,8	-2,4	-3,5	-4,1	-4,2	-5,3	-5,2	-4,8	-3,8	-2,8	-2,3	
Manjak na računu roba i usluga	-72,8	-75,8	-81,4	-82,8	0,5	2,1	3,2	2,9	2,5	1,3	0,4	0,0	
Izvoz	34,6	37,7	40,5	41,7	43,0	46,3	47,6	49,6	50,7	51,2	51,2	51,5	
Uvoz	-38,2	-38,1	-40,9	-41,2	-42,6	-44,2	-44,5	-46,6	-48,3	-49,9	-50,8	-51,5	
Neto kapitalni priljevi koji ne stvaraju dug (negativni)	2,9	1,8	2,7	3,0	-2,1	-2,8	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2	
Automatska dinamika duga 1/	9,1	3,1	3,9	5,4	4,2	4,7	3,1	2,5	1,9	1,7	1,8	2,0	
Doprinos nominalne kamatne stope	3,4	2,9	3,2	3,6	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	
Doprinos rasta realnog BDP-a	6,6	1,7	0,3	2,3	1,0	0,4	-0,5	-1,0	-1,6	-1,9	-1,7	-1,5	
Doprinos promjene u cijenama i tečaju 2/	-1,0	-1,6	0,4	-0,5	-0,1	0,7	...	...	...	...	...	...	
Preostalo, uključujući promjenu u bruto inozemnim sredstvima (2-3) 3/	3,1	0,0	-4,6	-5,7	4,3	3,1	2,8	0,9	-0,1	0,0	0,1	0,1	
Udjel inozemnog duga u izvozu (u postotcima)	292,7	276,2	256,3	247,3	244,9	228,0	218,3	201,7	186,8	176,7	170,5	164,7	
Potreba za bruto inozemnim financiranjem (u mlrd. EUR) 4/	14,7	10,2	10,0	9,1	8,7	9,3	8,8	7,8	10,8	9,5	12,4	11,4	
Kao postotak BDP-a	32,7	22,6	22,5	20,6	20,0	21,7	20,5	17,6	23,7	20,1	25,2	22,3	
Scenarij sa ključnim varijablama iskazanim prema povijesnim prosjecima 5/					105,4	105,6	105,1	104,2	102,8	101,7	100,8	99,9	-3,6
Ključne makroekonomske pretpostavke na kojima počiva osnovni scenarij													
Rast realnog BDP-a (u postotcima)	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,4	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8	
Deflator BDP-a u EUR (promjena u postotcima)	1,1	1,6	-0,4	0,5	0,1	-0,7	-0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2	
Nominalne kamatne stope na inozemno zaduživanje (u postotcima)	3,8	2,9	3,0	3,4	3,2	3,3	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,2	
Rast izvoza (u EUR i postotcima)	-16,0	9,0	6,6	1,2	2,4	6,3	3,1	6,2	5,7	4,8	4,3	4,7	
Rast uvoza (u EUR i postotcima)	-23,0	-0,5	6,7	-1,1	2,5	2,7	0,8	7,0	6,9	7,4	6,2	5,5	
Saldo tekućeg računa, isključujući plaćanja kamata	-1,7	1,8	2,4	3,5	4,1	4,2	5,3	5,2	4,8	3,8	2,8	2,3	
Neto kapitalni priljevi koji ne stvaraju dug	-2,9	-1,8	-2,7	-3,0	2,1	2,8	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	

 1/ Izvodi se kao  $[r - g - r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$  puta stanje duga iz prethodnog razdoblja, pri čemu je  $r$  = nominalna efektivna kamatna stopa na inozemni dug,  $r$  = promjena u deflatoru domaćeg BDP-a iskazana u američkim dolarima,  $g$  = stopa rasta

 2/ Doprinos promjene u cijenama i tečaju definira se kao  $[-r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$  puta stanje duga iz prethodnog razdoblja. Pri čemu je  $r$  povećanje ostvareno aprecijacijom domaće valute ( $e > 0$ ) i porastom inflacije (koja se temelji na deflatoru BDP-a).

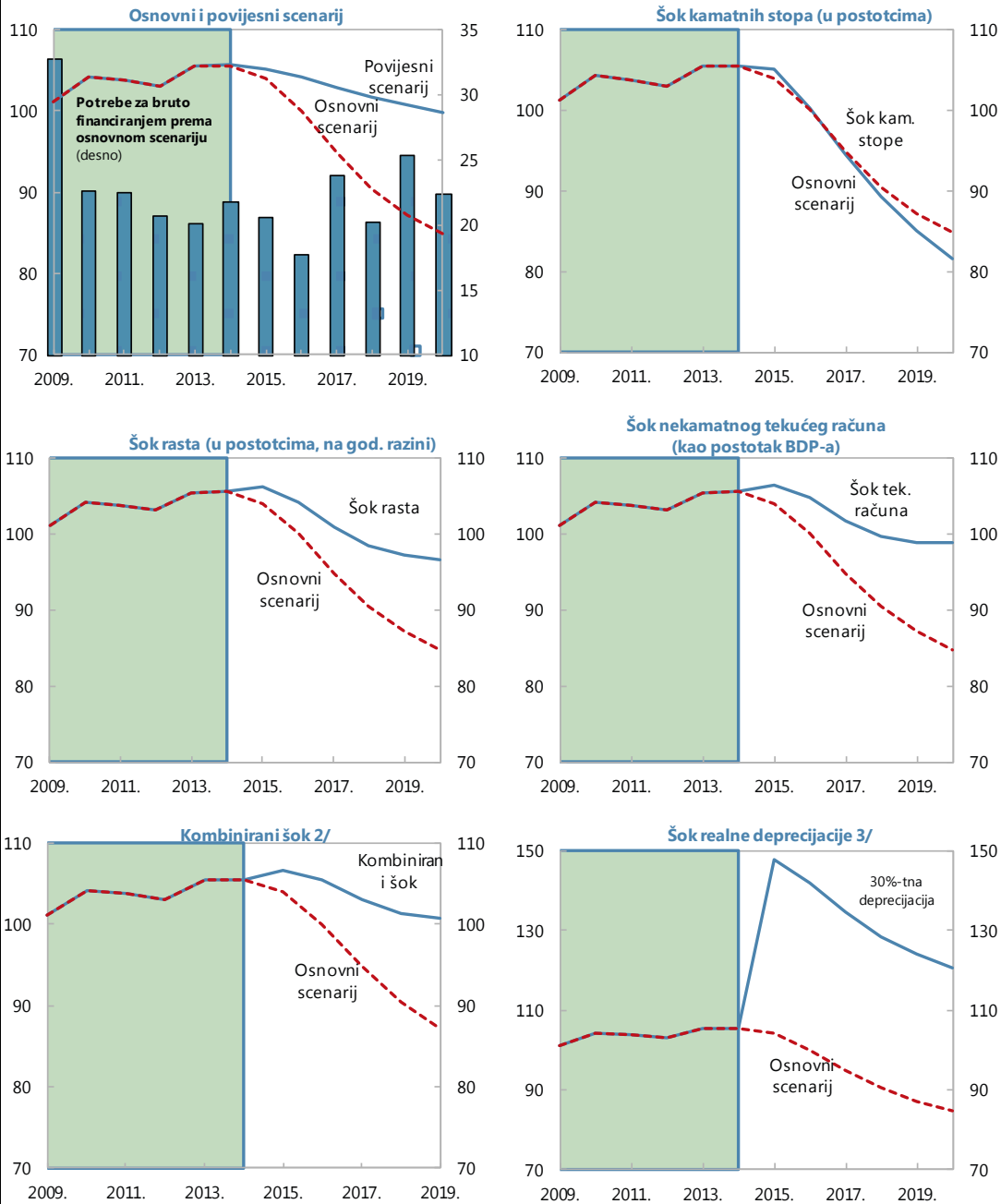
3/ Za potrebe projekcije, podaci iskazani u ovom retku obuhvaćaju učinak promjena cijena i tečaja.

4/ Definira se kao manjak na tekućem računu uvećan za otplatu srednjoročnog i dugoročnog duga i za kratkoročni dug na kraju prethodnog razdoblja.

5/ Ključne varijable obuhvaćaju rast realnog BDP-a, nominalnu kamatnu stopu, rast deflatora iskazan u amer. dolarima te nekamatni tekući račun i priljeve koji ne stvaraju dug iskazane kao postotak BDP-a.

6/ Dugoročna konstantna salda koja stabiliziraju udjel duga uz pretpostavku da su se ključne varijable (rast realnog BDP-a, nominalna kamatna stopa, rast deflatora iskazan u amer. dolarima i priljevi koji ne stvaraju dug iskazani kao postotak BDP-a) zadržale na razinama iskazanim u prošlogodišnjoj projekciji.

**Slika A1. Hrvatska: Održivost inozemnog duga: granični testovi prema osnovnom scenariju 1/ (inozemni dug kao postotak BDP-a)**



Izvor: Procjene članova Misije

1/ Osjenčana područja predstavljaju stvarne podatke. Pojedinačni šokovi su stalni šokovi uz 1/2 standardnu devijaciju. Podaci u okvirima predstavljaju prosječne projekcije za varijable u osnovnom i prezentiranom scenariju. Desetogodišnji povijesni prosjek za varijable je također prikazan.

2/ Stalni šokovi uz 1/4 standardnu devijaciju su primijenjeni na realnu kamatnu stopu, stopu rasta i saldo tekućeg računa.

3/ Jednokratna realna deprecijacija od 30 posto u 2015.

## Prilog II. Analiza održivosti javnog duga

**Na kraju 2014., javni dug iznosio je 85 posto BDP-a.** Potrebe za bruto financiranjem bile su visoke i iznosile su oko 20 posto BDP-a, odražavajući uglavnom refinanciranje postojećeg duga. U okviru tog osnovnog scenarija, dug će se u srednjoročnom razdoblju stabilizirati na otprilike 90 posto BDP-a. Međutim, ova projekcija ovisi o tome hoće li izgledi za rast biti manje povoljni od očekivanih.

### Osnovni scenarij i realnost projekcija

**Osnovni scenarij pretpostavlja provedbu fiskalnih politika predviđenih Programom konvergencije iz 2015. a nakon toga prilagodbu koja je uglavnom u skladu s procedurom pri prekomjernom manjku (EDP) EK-a sve dok se ne postigne manjak ispod 3 posto BDP-a.**

- *Fiskalna konsolidacija:* Prema preliminarnim podacima, manjak opće države u 2014. iznosi 5,7 posto BDP-a. Projekcija manjka za 2015. iznosi nešto iznad 5 posto BDP-a, a 2016. on bi trebao pasti na 4,5 posto BDP-a.
- *Rast:* rast realnog BDP-a pokazuje znakove oporavka u četvrtom tromjesečju 2014., usprkos kontrakciji gospodarstva od 0,4 posto u cijeloj godini. Očekuje se da će u daljnjem razdoblju gospodarstvo postupno ponovno uspostaviti zamah i približiti se stopi dugoročnog realnog rasta od otprilike 1,75 posto.

### Rizici za osnovni scenarij imaju negativan predznak

- Prognoza rasta realnog BDP-a u Hrvatskoj optimistična je od 2009., odražavajući uglavnom prerana očekivanja glede oporavka, a medijan pogreške u prognozi nalazi se u gornjem decilu promatranih zemalja s pristupom međunarodnim tržištima kapitala. To ukazuje na potrebu testiranja šokova rasta pri testiranju otpornosti na stres.
- Trogodišnja prilagodba ciklički prilagođenoga primarnog salda u Hrvatskoj umjerena je u odnosu na povijesno iskustvo visoko zaduženih zemalja s pristupom međunarodnim tržištima kapitala. I usprkos tomu što EDP pruža toliko potrebno sidro za fiskalnu prilagodbu, postoje rizici da se on možda neće provoditi u skladu s predviđanjima. To kratkoročno može dovesti do bržeg rasta, ali stalno rastući javni dug i upitnost fiskalne održivosti vjerojatno bi doveli do narušavanja povjerenja i povećanja rizika zemlje (vidi alternativne scenarije).

**Postoje rizici održivosti duga.** Projekcije članova Misije su da će 2017. udio duga u BDP-u porasti na otprilike 93 posto prije nego što počne padati nakon 2018. To pogoršanje prvenstveno je odraz pozitivne razlike u kamatnim stopama/rastu i još uvijek velikog manjka u kratkoročnom razdoblju. Potrebe za bruto financiranjem i nadalje su povećane i očekuje se da će iznositi 21 posto BDP-a u 2020. uslijed velikih fiskalnih manjkova akumuliranih od 2009. i relativno kratkog dospelja javnog duga (otprilike pet godina).

## Šokovi i testiranje otpornosti na stres

**Slabiji rast proizvodnje glavni je rizik za održivost duga.** Podbačaj rasta realnog BDP-a za jednu standardnu devijaciju u 2016. i 2017. doveo bi do pogoršanja primarnog salda, s obzirom na pad nominalnih prihoda uz pretpostavku nepromijenjene potrošnje. Primarni manjak pogoršao bi se na gotovo 5 posto BDP-a u 2017., a tek zatim bi se u srednjoročnom razdoblju počeo poboljšavati. Slabiji primarni saldo dovodi do malog povećanja premija za rizik i snažnog rasta javnog duga, koji bi se stabilizirao na gotovo 110 posto BDP-a nakon 2017. Potrebe za bruto financiranjem također bi porasle na otprilike 25 posto BDP-a u razdoblju 2016. – 2017.

**Kombinacija makrofiskalnih šokova dodatno ilustrira osjetljivost javnog duga i potreba za bruto financiranjem na nepovoljne scenarije.** Pod pretpostavkom istovremenog šoka u pogledu rasta realnog BDP-a, primarnog salda, realnog efektivnog tečaja i realne kamatne stope, javni dug snažno bi porastao i stabilizirao se na iznad 119 posto BDP-a. U 2020., potrebe za bruto financiranjem približile bi se iznosu od 30 posto BDP-a.

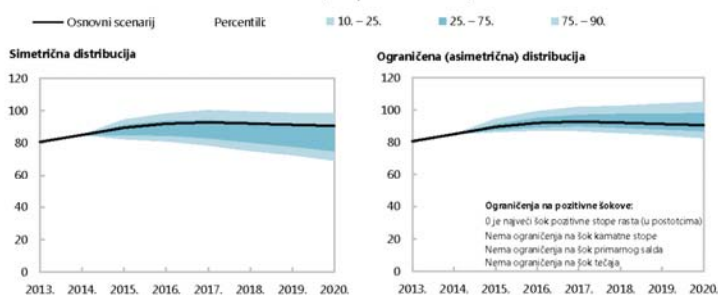
### Hrvatska: Procjena rizika za analizu održivosti javnog duga

#### Toplinska karta

Razina duga <sup>1/</sup>	Šok rasta realnog BDP-a	Šok primarnog salda	Šok realne kamatne stope	Šok tečajja	Šok potencijalnih obveza
Potrebe za bruto financiranjem <sup>2/</sup>	Šok rasta realnog BDP-a	Šok primarnog salda	Šok realne kamatne stope	Šok tečajja	Šok potencijalnih obveza
Profil duga <sup>3/</sup>	Percepcija tržišta	Potrebe za inozemnim financiranjem	Promjen. u udjelu kratkoročnog duga	Javni dug kod nerezidenata	Devizni dug

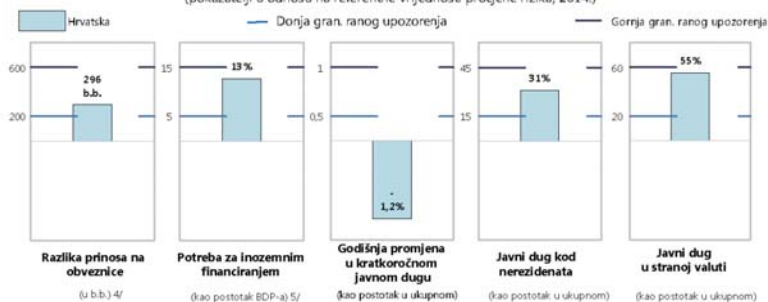
#### Razvoj predvidljivih gustoća bruto nominalnog javnog duga

(kao postotak BDP-a)



#### Ranjivost profila duga

(pokazatelji u odnosu na referentne vrijednosti procjene rizika, 2014.)



Izvor: Članovi Misije

1/ Polje je označeno kao zeleno ako referentna vrijednost opterećenja dugom od 70% nije premašena pod specifičnim šokom ili osnovnim scenarijem, žuto ako je premašena pod specifičnim šokom, ali ne i osnovnim scenarijem, crveno ako je referentna vrijednost premašena pod osnovnim scenarijem i bijelo ako stres test nije mjerodavan.

2/ Polje je označeno kao zeleno ako referentna vrijednost potreba za bruto financiranjem od 15% nije premašena pod specifičnim šokom ili osnovnim scenarijem, žuto ako je premašena pod specifičnim šokom, ali ne i osnovnim scenarijem, crveno ako je referentna vrijednost premašena pod osnovnim scenarijem i bijelo ako stres test nije mjerodavan.

3/ Polje je označeno kao zeleno ako su vrijednosti zemlje ispod niže referentne vrijednosti procjene rizika, crveno ako vrijednost zemlje premašuje gornju referentnu vrijednost procjene rizika, žuto ako je vrijednost zemlje između donjih i gornjih referentnih vrijednosti procjene rizika. Polje je bijelo ako podaci nisu dostupni ili pokazatelj nije mjerodavan.

Donje i gornje referentne vrijednosti procjene rizika su:

200 i 600 baznih bodova za razliku prinosa na obveznice; 5 i 15 posto BDP-a za potrebu za inozemnim financiranjem; 0,5 i 1 posto za promjenu udjela kratkoročnog duga; 15 i 45 posto za javni dug kod nerezidenata; i 20 i 60 posto za udio duga iskazan u stranoj valuti.

4/ Razlika prinosa između dugoročnih obveznica i njemačkih obveznica, prosjek tijekom protekla 3 mjeseca, od 9. 12. 2014. do 9. 3. 2015.

5/ Potreba za inozemnim financiranjem definira se kao zbroj manjka tekućeg računa, amortizacije srednjoročnog i dugoročnog ukupnog inozemnog duga i kratkoročnog ukupnog inozemnog duga na kraju prethodnog razdoblja.



**Hrvatska: Analiza održivosti duga javnog sektora (DSA) – osnovni scenarij**

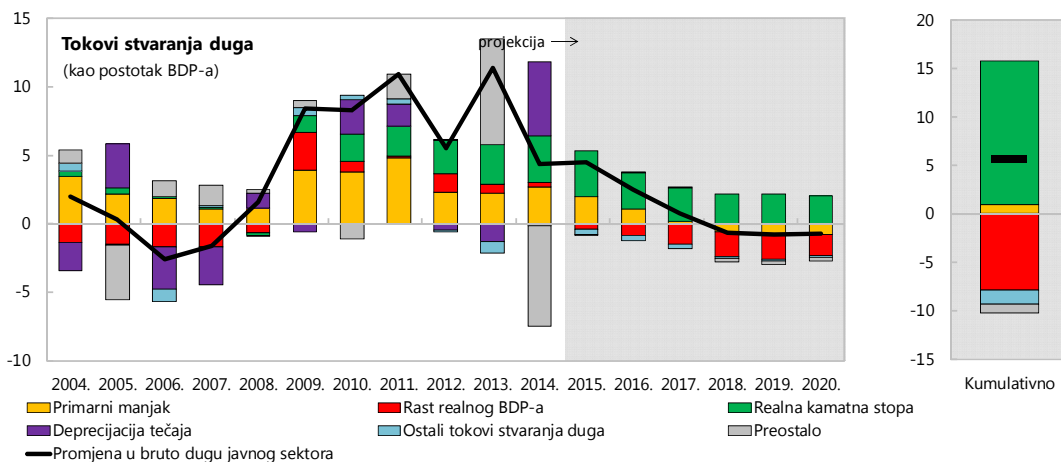
(kao postotak BDP-a, ako nije drugačije navedeno)

**Pokazatelji duga, ekonomski i tržišni pokazatelji<sup>1/</sup>**

	Ostvarenje			Projekcije						9. ožujka 2015.	
	2004.-2012. <sup>2/</sup>	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.		
Nominalni bruto javni dug	46,0	80,6	85,0	89,5	91,9	92,7	92,1	91,3	90,6	Razlika prinosa na drž. obvez. EMBIG (b.b.) 3/	282
Potrebe za bruto javnim financiranjem	14,9	18,0	20,2	21,9	19,2	19,1	17,0	18,4	21,3	CDS 5-god. držav. obveznice (b.b.)	257
Rast realnog BDP-a (u postotcima)	1,0	-0,9	-0,4	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8	Rejtinzi	Strano Domaće
Inflacija (deflator BDP-a, u postotcima)	3,1	0,9	0,0	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2	Moody's	Ba1 Ba1
Rast nominalnog BDP-a (u postotcima)	4,1	-0,1	-0,4	0,7	2,1	3,3	4,0	4,2	4,1	S&Ps	BB BB
Efektivna kamatna stopa (u postotcima) <sup>4/</sup>	5,2	5,0	4,3	4,3	4,1	4,4	4,3	4,7	4,6	Fitch	BB BB+

**Doprinos promjenama u javnom dugu**

	Ostvarenje			Projekcije						Kumulativno	Primarni saldo koji stabilizira dug <sup>9/</sup>
	2004.-2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.		
Promjena u bruto dugu javnog sektora	3,7	11,4	4,4	4,5	2,5	0,8	-0,6	-0,8	-0,7	5,6	
Utvrđeni tokovi stvaranja duga	3,5	3,7	11,7	4,5	2,5	0,8	-0,4	-0,5	-0,4	6,4	
Primarni manjak	2,7	2,3	2,7	2,0	1,0	0,2	-0,6	-0,9	-0,8	0,9	0,3
Automatska dinamika duga <sup>5/</sup>	0,7	2,2	9,2	3,0	1,8	1,0	0,3	0,4	0,4	7,0	
Doprinos razlike u kamatnim stopama/rastu <sup>6/</sup>	0,8	3,6	3,8	3,0	1,8	1,0	0,3	0,4	0,4	7,0	
Deprecijacija tečaja <sup>7/</sup>	-0,1	-1,3	5,4	...	...	...	...	...	...	...	
Ostali utvrđeni tokovi stvaranja duga	0,1	-0,8	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-1,5	
Preostalo, uključujući promjene imovine <sup>8/</sup>	0,1	7,7	-7,3	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,9	



Izvor: Članovi Misije

1/ Javni sektor je definiran kao opća država.

2/ Temelji se na dostupnim podacima.

3/ Razlika prinosa između dugoročnih obveznica i njemačkih obveznica

4/ Definirano kao plaćanja kamata podijeljeno sa stanjem duga (osim garancija) na kraju prethodne godine.

 5/ Izvodi se kao  $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+g\pi)]$  puta stanje duga iz prethodnog razdoblja, pri čemu je  $r$  = kamatna stopa,  $\pi$  = stopa rasta deflatora BDP-a,  $g$  = stopa rasta realnog BDP-a,  $a$  = udjel duga iskazan u stranoj valuti i  $e$  = deprecijacija nominalnog tečaja (mjerena povećanjem vrijednosti domaće valute prema američkom dolaru).

 6/ Doprinos realne kamatne stope proizlazi iz brojitelja u fusnoti 5 kao  $r - \pi(1+g)$  i doprinos realnom rastu kao  $-g$ .

 7/ Doprinos tečaja proizlazi iz brojitelja u fusnoti 5 kao  $ae(1+r)$ .

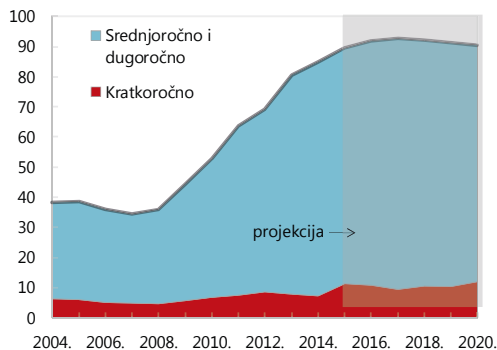
8/ Uključuje promjene u imovini i prihode od kamata (ako ih ima). Za projekcije, uključuje promjene tečaja tijekom razdoblja projekcije.

9/ Pretpostavlja da su se ključne varijable (rast realnog BDP-a, realna kamatna stopa i ostali utvrđeni tokovi stvaranja duga) zadržale na razinama iskazanim u prošlogodišnjoj projekciji.

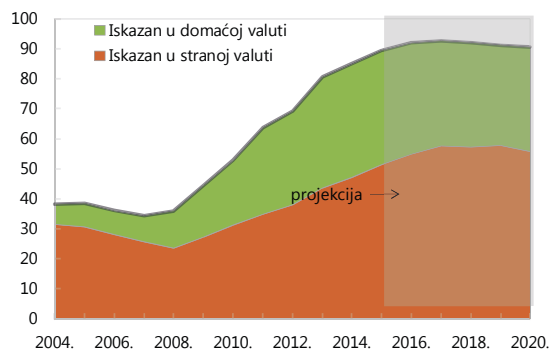
**Hrvatska: Analiza održivosti javnog duga – sastav javnog duga i alternativni scenariji**

**Sastav javnog duga**

**Prema roku dospjeća**  
(kao postotak BDP-a)



**Prema valuti**  
(kao postotak BDP-a)

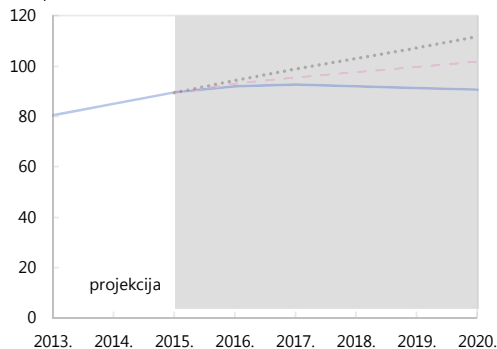


**Alternativni scenariji**

— Osnovni      ..... Povijesni      - - - Konstantan primarni saldo

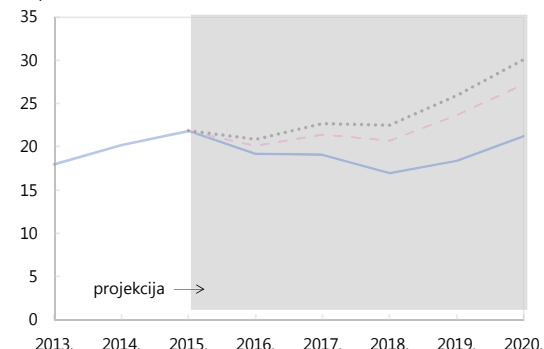
**Bruto nominalni javni dug**

kao postotak BDP-a



**Potrebe za bruto javnim financiranjem**

kao postotak BDP-a



**Temeljne pretpostavke**  
(u postotcima)

Osnovni scenarij	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Rast realnog BDP-a	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8
Inflacija	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2
Primarni saldo	-2,0	-1,0	-0,2	0,6	0,9	0,8
Efektivna kamatna stopa	4,3	4,1	4,4	4,3	4,7	4,6
<b>Scenarij konstantnog primarnog salda</b>						
Rast realnog BDP-a	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8
Inflacija	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2
Primarni saldo	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Efektivna kamatna stopa	4,3	4,1	4,3	4,3	4,6	4,5

Povijesni scenarij	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Rast realnog BDP-a	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Inflacija	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2
Primarni saldo	-2,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Efektivna kamatna stopa	4,3	4,1	4,3	4,2	4,5	4,3

Izvor: Članovi Misije

Hrvatska: Analiza održivosti javnog duga – realističnost osnovnih pretpostavki

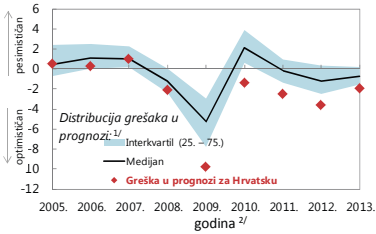
Povijest prognoza, u odnosu na praćene zemlje

**Rast realnog BDP-a**

(u postocima, stvarna projekcija)

Medijan pogreške u prognozi za Hrvatsku, 2005. -2013. **-1.96**

Ima rang u percentilima od: **5%**

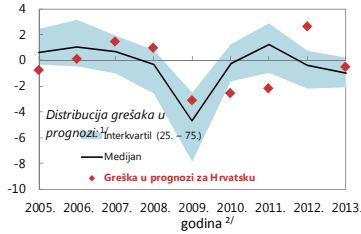


**Primarni saldo**

(u postocima BDP-a, stvarna projekcija)

Medijan pogreške u prognozi za Hrvatsku, 2005. -2013. **-0.55**

Ima rang u percentilima od: **41%**

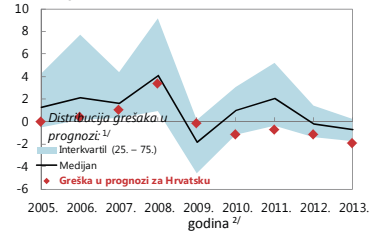


**Inflacija (deflator)**

(u postocima, stvarna projekcija)

Medijan pogreške u prognozi za Hrvatsku, 2005. -2013. **-0.16**

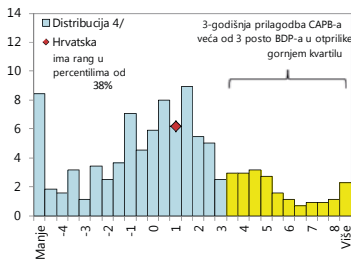
Ima rang u percentilima od: **22%**



Procjenjivanje realističnosti projicirane fiskalne prilagodbe

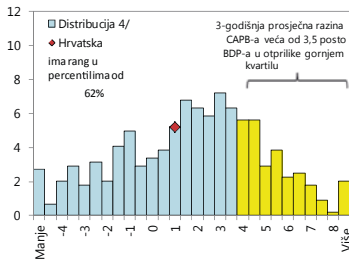
**3-godišnja prilagodba u ciklički prilagođenom primarnom saldu (CAPB)**

(kao postotak BDP-a)



**3-godišnja prosječna razina ciklički prilagođenoga primarnog salda (CAPB)**

(kao postotak BDP-a)

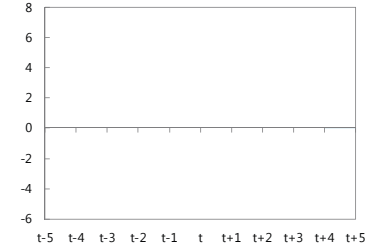


Analiza od procvata do propasti <sup>3/</sup>

**Rast realnog BDP-a**

(u postocima)

Hrvatska



Izvor: Članovi Misije

1/ Planirana distribucija obuhvaća zemlje koje su predmet nadzora, rang u percentilima se odnosi na sve zemlje.

2/ Projekcije izrađene u proljetnom izdanju WEO-a iz prethodne godine.

3/ Nije primjenjivo na Hrvatsku.

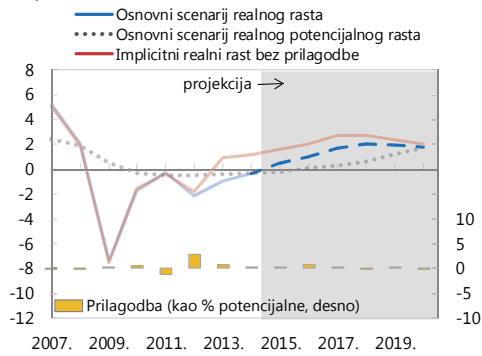
4/ Podaci obuhvaćaju godišnja opažanja od 1990. do 2011. za napredna gospodarstva i gospodarstva zemlja s tržištima u nastajanju čiji dug prelazi 60 posto BDP-a. Postotak uzorka na vertikalnoj osi.

## Hrvatska: Analiza održivosti javnog duga – realističnost osnovnih pretpostavki (zaključeno)

### Rast i razina proizvodnje bez fiskalne prilagodbe

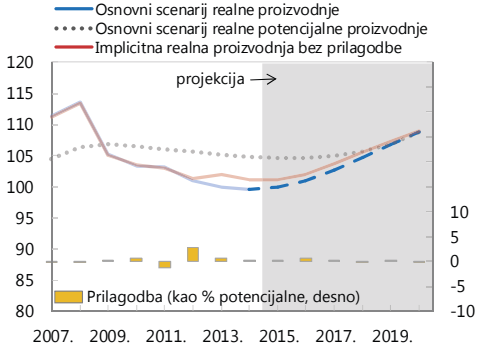
Pretpostavljeni multiplikator od 0,7 ustrajnosti od 0,6

#### Rast realnog BDP-a (u postotcima)



#### Razina realne proizvodnje

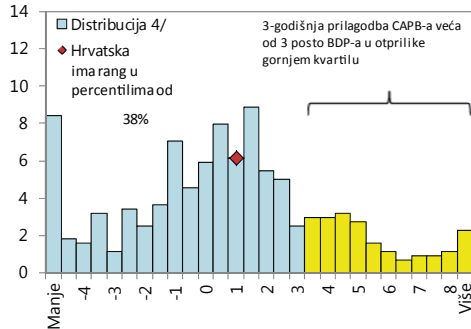
(osnovni scenarij realne proizvodnje 2015.=100)



### Ocjenjivanje realističnosti projicirane fiskalne prilagodbe

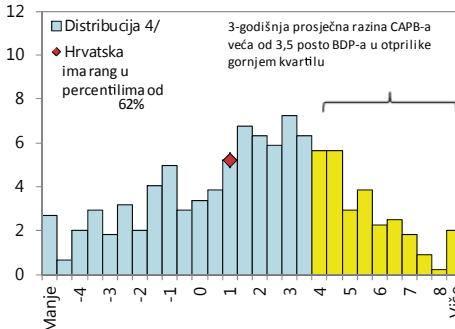
#### 3-godišnja prilagodba u ciklički prilagođenom primarnom saldu (CAPB)

(kao postotak BDP-a)



#### 3-godišnja prosječna razina ciklički prilagođenoga primarnog salda (CAPB)

(kao postotak BDP-a)

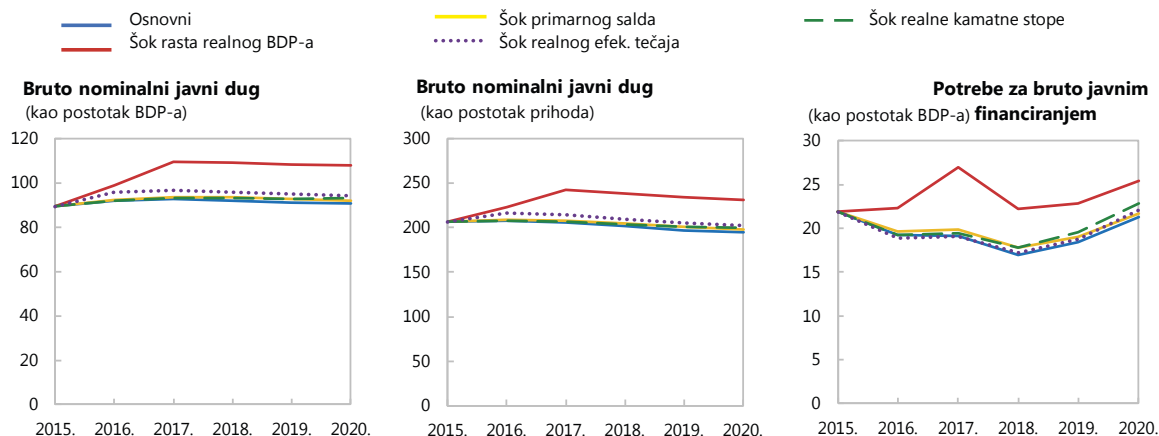


Izvor: Članovi Misije

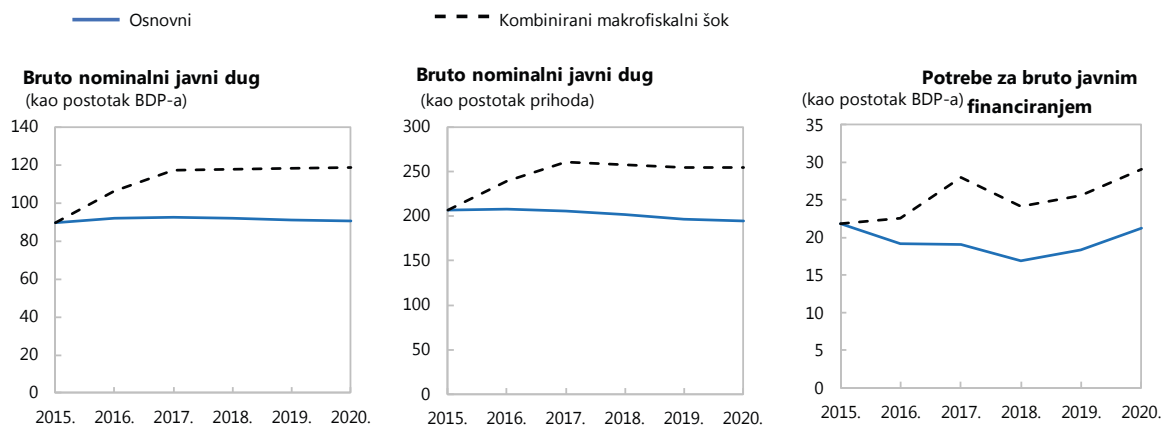
4/ Podaci obuhvaćaju godišnja opažanja od 1990. do 2011. za napredna gospodarstva i gospodarstva zemlja s tržištima u nastajanju čiji dug prelazi 60 posto BDP-a. Postotak uzorka na vertikalnoj osi.

## Hrvatska: Analiza održivosti javnog duga – testiranje osjetljivosti na stres

## Testiranje osjetljivosti na makrofiskalni stres



## Test osjetljivosti na dodatni stres


 Temeljne pretpostavke  
(u postotcima)

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.		2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>Šok primarnog salda</b>							<b>Šok rasta realnog BDP-a</b>						
Rast realnog BDP-a	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8	Rast realnog BDP-a	0,5	-2,9	-2,2	2,0	2,0	1,8
Inflacija	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2	Inflacija	0,3	0,1	0,6	1,9	2,2	2,2
Primarni saldo	-2,0	-1,5	-0,6	0,2	0,7	0,8	Primarni saldo	-2,0	-3,3	-4,7	0,6	0,9	0,8
Efektivna kamatna stopa	4,3	4,1	4,4	4,4	4,7	4,6	Efektivna kamatna stopa	4,3	4,1	4,4	4,6	4,8	4,7
<b>Šok realne kamatne stope</b>							<b>Šok realnog efektivnog tečaja</b>						
Rast realnog BDP-a	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8	Rast realnog BDP-a	0,5	1,0	1,7	2,0	2,0	1,8
Inflacija	0,3	1,1	1,6	1,9	2,2	2,2	Inflacija	0,3	4,5	1,6	1,9	2,2	2,2
Primarni saldo	-2,0	-1,0	-0,2	0,6	0,9	0,8	Primarni saldo	-2,0	-1,0	-0,2	0,6	0,9	0,8
Efektivna kamatna stopa	4,3	4,1	4,8	5,0	5,5	5,5	Efektivna kamatna stopa	4,3	4,3	4,3	4,3	4,6	4,5
<b>Kombinirani šok</b>													
Rast realnog BDP-a	0,5	-2,9	-2,2	2,0	2,0	1,8							
Inflacija	0,3	0,1	0,6	1,9	2,2	2,2							
Primarni saldo	-2,0	-3,3	-4,7	0,2	0,7	0,8							
Efektivna kamatna stopa	4,3	4,3	4,7	4,9	5,4	5,4							

Izvor: Članovi Misije

