

Broj 75

studeni 2022.

Pred vratima eura s pogledom na dugi rok: inflacija i makroekonomske neravnoteže

*Seriju HUB Analize izrađuje Arhivanalitika. Stavovi izneseni u radu ne predstavljaju službene stavove HUB-a
odnosno banaka članica*

Sažetak

- Hrvatska će se priključiti europodručju u drugačijem inflacijskom ambijentu u usporedbi s ranijim priključenjima Slovenije, Slovačke, Estonije, Latvije i Litve. Strukturni (troškovni) udari koji su pokrenuti naglim pandemijskim zatvaranjem i otvaranjem te potom pojačani pucanjem globalnih lanaca nabave i geopolitičkim (ratnim) rizicima, imaju velik utjecaj na inflaciju u kratkom roku. Zbog toga je važno razlikovati pokretače inflacije u europodručju kako se inflacija ne bi objašnjavala samo monetarnom politikom ECB-a.
- Veza između novca i cijena ograničena je u ovoj inflacijskoj epizodi, osobito u Europi. Nemoć autonomne monetarne politike u kroćenju inflacije u Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj i Rumunjskoj svjedoči o ograničenim mogućnostima monetarne politike da utječe na cijene u kratkom roku. Troškovi autonomne monetarne politike koji su povezani s pretjeranim kolebanjima tečaja i kamatnih stopa za sada su odnijeli prevagu nad koristima u spomenutim zemljama.
- Nasuprot raširenom uvjerenju da je euro dobar za dobra vremena i loš za loša vremena (jer se u europodručju navodno nameće pretjerana fiskalna disciplina), u europodručju su razvijeni snažni stabilizacijski mehanizmi za krizna vremena. Njihovo je djelovanje dokazano u pandemijskoj recesiji 2020. Rizičnija strana europodručja dolazi do izražaja u dobrim vremenima. Tada dolazi do pregrijavanja gospodarstva i akumulacije makroekonomskih neravnoteža. Stoga i nakon priključenja Hrvatske europodručju treba planirati instrumente za prevenciju i otklanjanje makroekonomskih neravnoteža, koji mogu osigurati stabilan gospodarski rast u dugom roku.
- Monetarna politika neće imati značajan učinak na sprječavanje neravnoteža u dobrim vremenima u europodručju, jer se prilagođava cikličkim amplitudama većine država članica. U fazama uzleta, takva politika nije dovoljno restriktivna za Hrvatsku. Stoga će protuciklička stabilizacijska politika zavisiti o odnosu strukturnih, fiskalne i makrobonitetne politike. Ako fiskalna politika stezanjem ne uspije kompenzirati potrebnu razliku, prevelik teret će pasti na leđa makrobonitetnih mjera, što može dovesti do istiskivanja rasta privatnog i financijskog sektora.
- Financijski pokazatelji iz tablice indikatora makroekonomskih neravnoteža (eng. MIP scoreboard) nalaze se daleko od kritičnih vrijednosti, što ukazuje na značajan prostor za doprinos financijskog razvitka gospodarskom rastu. Visoka likvidnost te smanjenje regulatornog troška i rizika svih vrsta pogodovat će financijskom produblivanju i rastu kroz kvalitetna privatna ulaganja. Uvjet za to je da prevelik teret ukupne stabilizacijske politike ne bude svaljen na makroprudencijalne mjere. To će zavisiti o optimalnom podešavanju fiskalne politike kroz ekonomski ciklus. Doprinos fiskalnoj optimizaciji mogao bi dati i fond za fiskalnu stabilizaciju. Hrvatska nema takav fond, iako bi ga trebala imati zbog specifičnog naslijeđa visokih međunarodnih pričuva i udjela turizma u BDP-u.

S približavanjem pristupanja Hrvatske europodručju javne rasprave se uglavnom vode o tehničkim pitanjima zamjene valuta: kako će raditi bankomati od ponoći 1.1.2023., do kada ćemo u dućanima moći plaćati u kunama, i slično. Ovaj rad se ne bavi tehničkim pitanjima uvođenja eura. U fokusu je ekonomska politika nakon priključenja europodručju.

Tri pitanja će biti ključna u godinama koje slijede:

1. Što je aktualna inflacija pokazala o uzrocima rasta cijena u razdoblju pandemije: je li monetarna politika u europodručju među glavnim uzrocima aktualne inflacije, i može li ova inflacijska epizoda narušiti vjerodostojnost Europske središnje banke?
2. Što možemo očekivati nakon priključenja Hrvatske europodručju: hoće li se inflacija nastaviti, može li inflacija u Hrvatskoj poprimiti autonomno kretanje i postati čimbenik makroekonomske neravnoteže, te što ekonomska politika može učiniti s ciljem sprječavanja takvih situacija u budućnosti?
3. Kakva će biti uloga hrvatskog financijskog sektora rasterećenog od zanačajanog dijela rizika i regulatornog troška u budućim monetarnim i financijskim procesima u europodručju?

Tri bloka ekonomsko-političkih tema razmatraju se kroz tri poglavlja ove analize. Kroz tekst se provlači sljedeća glavna poruka: *manevarski prostor monetarne i fiskalne politike proširit će se nakon ulaska Hrvatske u europodručje. Protu-cikličke ekonomske politike u fazama usporavanja i recesija djelovat će snažnije nego dosad. Međutim, povećat će se opasnosti akumulacije makroekonomskih neravnoteža u fazama ekonomske ekspanzije. Stoga se za prevenciju i otklanjanje makroekonomskih neravnoteža Hrvatska ne smije osloniti samo na procese koordinacije ekonomskih politika u okviru Eurosemestra. Protu-cikličko djelovanje vlastite fiskalne i makrobonitetne politike u fazama gospodarskoga rasta bit će ključno za trajan i stabilan rast Hrvatske nakon ulaska u europodručje.*

U analizi se iznose konkretni prijedlozi koji mogu osigurati trajan i stabilan rast nove članice europodručja. Ističe se moguća uloga fonda za fiskalnu stabilizaciju.

Inflacijski proces u europodručju

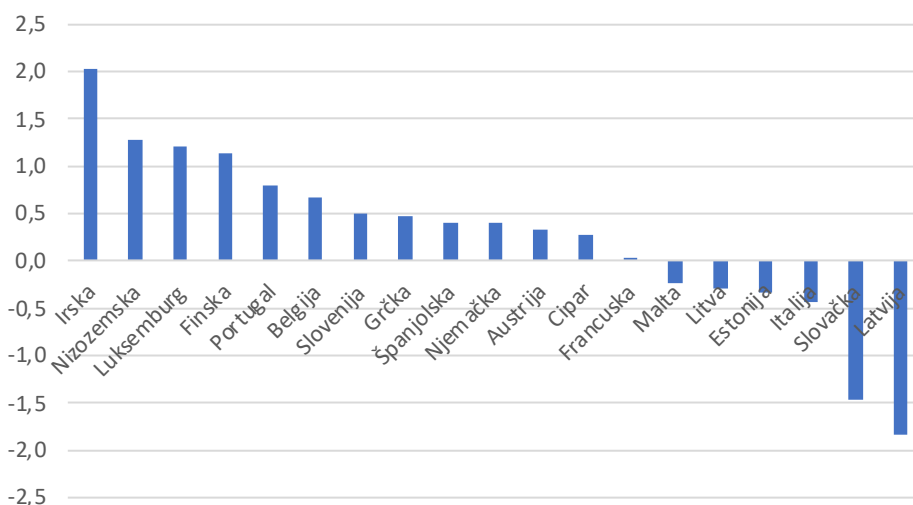
Rasprave o inflaciji u kontekstu zamjene kune eurom do nedavno su se svodile na problem „zaokruživanja cijena“. Rasprave su vođene o tome je li prilikom uvođenja eura u zemljama članicama došlo do velike inflacije ili je stvarnost bliža onome što su statističari izmjerili - nižim stopama inflacije u nekim državama članicama nakon uvođenja eura.¹ Do razlike između stvarne i percipirane inflacije može doći iz niza razloga, a jedan od njih – vezan uz uvođenje eura – odnosi se na činjenicu da je zamjena nacionalne valute eurom važan i medijski iznimno vidljiv događaj koji dotiče svakog građanina, pa ljudi imaju sklonost pripisati utjecaj svih čimbenika inflacije uvođenju eura. Međutim, podaci na Slici 1 pokazuju da u trenutku uvođenja eura različiti čimbenici utječu na cijene. Na slici vidimo razlike između prosječne stope inflacije tijekom tri godine nakon uvođenja eura i tri godine prije uvođenja eura u

¹ Jedna od prvih analiza na tu temu u Hrvatskoj objavljena je u seriji [HUB Analize br. 60 \(lipani 2017.\)](#).

državama članicama europodručja. U šest država od devetnaest, koliko ih je u ovom trenutku u europodručju, došlo je do usporavanja inflacije nakon zamjene nacionalne valute eurom. U Francuskoj je prosječna inflacija nakon uvođenja eura bila ista kao prije uvođenja. U osam država prosječna godišnja inflacija bila je veća za 0-1 postotni bod. Porast prosječne stope inflacije za više od jednoga boda zabilježen je u četiri države. Prema tome podaci pokazuju da uvođenje eura očito nije predstavljalo dominantan i jednosmjernan utjecaj koji bi u svim zemljama doveo do sličnog inflacijskog ishoda.

Nakon uvođenja eura inflacija zavisi o makroekonomskom stanju u zemlji, a ne o samoj zamjeni valuta

Slika 1. Razlika prosječne godišnje stope inflacije tri godine nakon uvođenja eura u odnosu na tri godine prije uvođenja eura



Napomena: 11 država su prihvatile euro u početku (1999.). Grčka 2001., Slovenija 2007., Cipar i Malta 2008., Slovačka 2009., Estonija 2011., Latvija 2014. i Litva 2015. Prosječne godišnje stope inflacije računane su kao aritmetički prosjek godišnjih prosječnih stopa inflacije (HICP).

Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni.

Prikazane razlike mogu se objasniti razlikama u brzinama gospodarskoga rasta te uvođenjem eura u različitim stadijima poslovnog ciklusa u pojedinim državama. Brži gospodarski rast povezan je s većom inflacijom, no veza gospodarskoga rasta i inflacije ne mora se materijalizirati ako se gospodarstvo nalazi u fazi cikličke stagnacije ili pada – to jest, ako je stvarni BDP niži od potencijalnog. Vrijedi i obratno: ako je stvarni output veći od potencijalnog, daljnji gospodarski rast imat će razmjerno snažniji učinak na inflaciju. Stoga se razlike u kretanju inflacije među članicama europodručja na Slici 1 mogu objasniti usporednom regresijskom jednadžbom u kojoj ulogu objašnjavajućih varijabli imaju obje pojave, i brzina rasta i stadij gospodarskog ciklusa:

(1) brzina rasta realnog BDP-a (varijabla RAST konstruirana je kao razlika prosječne stope rasta u tri godine nakon uvođenja eura naspram 3 godine koje su tome prethodile) i

(2) razlika stvarnog i potencijalnog outputa (varijabla OUTPUTGAP godinu prije uvođenja eura iz baze podataka AMECO).

Očekujemo da će rast BDP-a i jaz outputa imati pozitivan učinak na razliku stopa inflacije na Slici 1 (varijabla DIFINFLA). U jednadžbu se uključuje i konstantni član. Njime se ispituje je li postojao zajednički čimbenik inflacije u svim zemljama u trenutku njihova priključenja europodručju. Rezultat potvrđuje očekivanje: konstanti član nije statistički značajan. Prema tome, zamjena nacionalne valute eurom nema učinak na inflaciju kada se kontroliraju učinci brzine rasta i stadija poslovnog ciklusa, koji utječu na stopu inflacije nakon uvođenja eura.²

$$\text{DIFINFLA} = -0,10 + 0,64 \cdot \text{RAST} + 0,68 \cdot \text{OUTPUTGAP} \quad \text{adjR}^2=0,48; F=9,25$$

(-0,58) (4,26) (4,22)

U nekim ranijim studijama pronađen je marginalan učinak „zaokruživanja“ cijena u trenutku priključenja europodručju. Procjene su se kretale između 0,1 i 0,3%. Bez obzira da li tog učinka nema, ili je veoma malen, radi se o fokusu na problem koji je minoran u usporedbi sa strukturnim utjecajima na cijene koji su povezani s gospodarskim ciklusom.³ Ti strukturni utjecaji na cijene prisutni su bez obzira koristi li država euro ili vlastitu valutu.

Osvještavanje ove činjenice bilo je bolno, osobito u toku 2022. kada je u percepciji većine promatrača došlo je do velike promjene. Najveći val inflacije u proteklih 40 godina (u Hrvatskoj: 30 godina) promijenio je ambijent javne rasprave i naveo i kritičare i zagovornike eura na pronalaženje novih uporišta za ranije formirane stavove. Zagovornici eura sada ističu da zemlje koje odbijaju uvesti euro (ponajprije Češka, Poljska, Mađarska i Rumunjska) nisu uspješne u obuzdavanju inflacije, te imaju veću inflaciju i kamatne stope od članica europodručja. To znači da se vlastita valuta ne isplati; ne jamči učinkovitost monetarne politike. Kritičari s druge strane ističu da je visoka inflacija rezultat dugogodišnje neodgovorne monetarne politike Europske središnje banke („tiskanja novca“). To bi trebao biti krunski argument u prilog teze da je hrvatsko priključenje europodručju bilo potrebno nekako izbjeći ili barem odgoditi, kao da bismo u tom slučaju imali nižu inflaciju od 12,8%, koliko je zabilježeno u rujnu 2022.

Teza zagovornika eura: izvan monetarne unije je teže suzbiti visoku inflaciju

Slika 2 prikazuje kretanje inflacije u u Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj i Rumunjskoj, te u europodručju.⁴ Veća inflacija u istočnim državama članicama koje vode autonomnu monetarnu politiku i nemaju namjeru priključenja europodručju nije pojava novijega datuma; vidljiva je još od 2017. godine. Te zemlje su bilježile brži gospodarski rast od zemalja na zapadu (konvergencija), što je izazvalo veću inflaciju. U toku 2022. godine došlo je do novog povećanja razlika stopa inflacije na istoku i zapadu EU. To samo po sebi ne upućuje na zaključak da je zadržavanje vlastite valute u EU štetno, međutim upućuje na zaključak da inflacijski proces dominantno vode utjecaji koji nemaju monetarno ishodište:

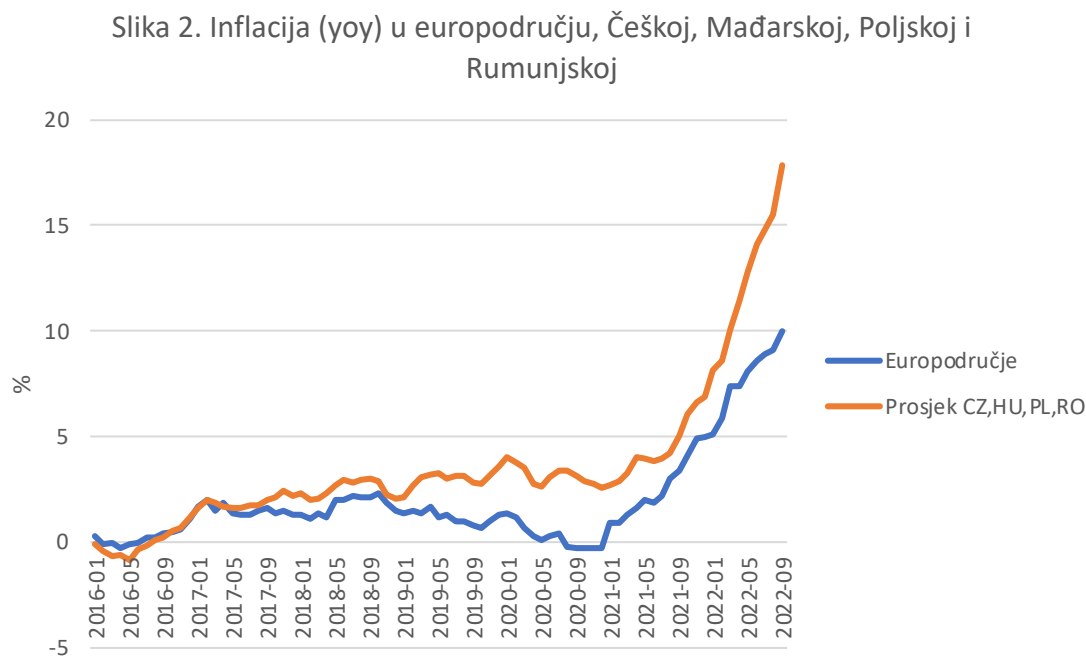
Pokazalo se da autonomnom monetarnom politikom nije moguće zaustaviti inflaciju

² t-testovi u zagradama ispod parametara. Kritična vrijednost za N=19 na razini 1% signifikantnosti dvostranog t-testa iznosi 2,86.

³ O ranijim studijama pisali smo u spomenutoj HUB Analizi br. 60. Također treba primijetiti da su Slovačka, Estonija, Latvija i Litva uvodile euro u kriznim razdobljima, što se na Slici 1 ogleda u usporavanju inflacije nakon priključenja europodručju.

⁴ Inflacija je mjerena stopom promjene harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena u odnosu na isti mjesec prethodne godine (oznaka: yoy).

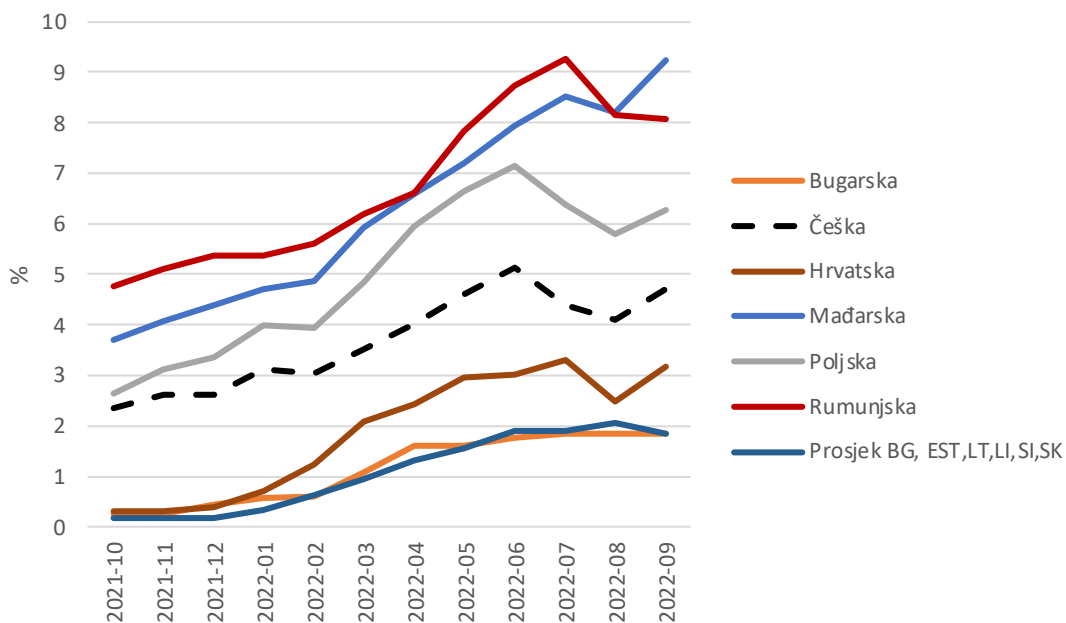
blizina ratnog sukoba u Ukrajini, struktura izvora energije i šok cijena energije. Na primjer, veći udjel troškova energenata u potrošačkoj košarici (koji je veći ukoliko je gospodarstvo slabije razvijeno), može objasniti povećanje razlike stopa inflacije na Slici 2.



Izvor: Eurostat

Prikaz razlika stopa inflacije na gornjoj slici ipak nije neutralan u odnosu na monetarnu politiku. Zemlje srednje i istočne Europe koje vode monetarnu politiku neovisno od ECB-a dugo i bezuspješno pokušavaju obuzdati inflaciju restriktivnom monetarnom politikom. Nasuprot tome, Europska središnja banka je tek od drugog kvartala 2022. usporila, pa dokinula monetarne mjere kvantitativnog popuštanja. Rast referentne kamatne stope ECB-a započeo je u srpnju 2022. (za 0,5 postotnih bodova). Nasuprot tome, na istoku EU pandemijske mjere kvantitativnog popuštanja završene su puno ranije. Češka narodna banka prvi je puta povećala kamatne stope još 2021., znatno prije FED-a i ECB-a. Do sredine 2022. dovela ih je na razinu od 7%, što je utjecalo na prinose 10-godišnjih državnih obveznica koje su maksimum do trenutka pisanja ovoga rada (5,9%) dosegule u lipnju 2022 (Slika 3). Mađarska narodna banka je prvi puta podigla kamatne stope u lipnju 2021. i dovela ih do razine od 10,75% u srpnju 2022. Maksimum 10-godišnjih prinosa na državne obveznice do trenutka pisanja ovoga rada dosegnut je sredinom srpnja 2022. (9%), ali se inflacija također pokazala otpornom na standardne monetarne mjere. Slično je bilo u Poljskoj i Rumunjskoj. Monetarne mjere su samo izazvale veliki rast kamatnih stopa, no inflacija nije ukroćena. Prema tome nema dokaza da su zemlje srednje i istočne Europe imale koristi od autonomne monetarne politike i da će zbog nje proći bolje od sličnih zemalja koje koriste euro (Slovačka, Slovenija), ili od zemalja čije su valute vezane uz euro (Hrvatska, Bugarska; Slika 3).⁵

⁵ U državama na Baltiku inflacija je još veća iako koriste euro, no one nisu usporedive sa srednjom Europom jer tamošnje vlasti vrlo slabo interveniraju na maloprodajnim tržištima energenata i do sada su dopuštale prelijevanje udara ulaznih troškova energenata na cijene za potrošače.

Slika 3. Prinos na 10-godišnje državne obveznice u domaćoj valuti
2021:10 - 2022:09

Izvor: Eurostat, investing.com za kolovoz 2022.

Teza kritičara: inflacija je rezultat monetarne politike ECB-a

Prikazana kolebanja kamatnih stopa i tečaja⁶ u srednjoj i istočnoj Europi oslabila su argumente kritičara koji su pozivali na odgodu priključenja Hrvatske europodručju. Unatoč tome, kritičari su pronašli nova uporišta za skepsu spram eura. Počeo je prevladavati strah od inflacijske spirale koja navodno izmiče kontroli zbog dugotrajnog „tiskanja novca“ Europske središnje banke. U očima kritike euro nije počeo gubiti vrijednost samo zbog inflacije. Euro gubi i vjerodostojnost, odnosno status poželjne valute, što je simbolički iskazano u padu vrijednosti eura spram dolara ispod pariteta 1:1. Taj proboj je bio medijski široko popraćen, uglavnom u negativnom svjetlu.

Međutim, već smo pokazali da je pretpostavka o jednostavnoj i linearnoj vezi između monetarne politike i cijena upitna. Aktualni inflacijski proces uključuje složene mehanizme prijenosa monetarne (i fiskalne) politike na cijene i proizvodnju, pri čemu brojni utjecaji djeluju izvan zatvorene kutije novac-cijene. Neki utjecaji očito djeluju izvan te kutije, na primjer šokovi svjetskih cijena energenata. Za neke je teže vidjeti da djeluju izvan kutije novac-cijene, na primjer fiskalni šokovi. U svakom slučaju, relevantna tumačenja inflacije moraju pokušati obuhvatiti različite faktore i mehanizme aktualne inflacije, a ne samo jednostavan uzročno-posljedični slijed novac-cijene.

[U HUB Analizi br. 74](#) iz svibnja 2022. pokazali smo da je inflacija pokrenuta naglim pandemijskim zatvaranjem pa otvaranjem 2020. godine. U vrijeme prvoga šoka, na proljeće 2020., došlo je do većeg pada agregatne potražnje nego ponude. To je stvorilo kratkotrajne

⁶ Promjene tečajeva nisu prikazane, ali rast kamatnih stopa pojavljuje se u sprezi sa slabijim valutama (takozvani „istočni grijeh“).

deflacijske pritiske (Slika 2). Države su na to reagirale ekspanzivnom monetarnom i fiskalnom politikom. Nakon naglog otvaranja u drugoj polovini 2020. agregatna potražnja se počela brzo oporavljati no vlade su malo toga mogle učiniti na strani ponude. Trajniji poremećaji nastupili su na tržištima energenata i hrane, zatim u globalnim lancima nabave i naposljetku u geopolitičkim odnosima. Ponuda nije mogla brzo reagirati na oporavak potražnje, jer procesi proizvodnje nisu kao strojevi koji se trenutačno pale i gase pritiskom na gumb. Uz to, pokazalo se da je globalno rascjepkane proizvodne procese veoma teško ponovno posložiti nakon što popucaju zbog nekog vanjskog pandemijskog, političkog ili ratnog šoka.

U prilog tezi o ranom pokretanju inflacijskog procesa krajem 2020. i početkom 2021. svjedoči podatak da se prvi inflacijski udar u europodručju dogodio još u ožujku 2021. (rast cijena za 0,9% u jednom mjesecu ranije nije zabilježen, a efekt na godišnju stopu može se jasno vidjeti na Slici 2). Sljedeće ubrzanje inflacije uslijedilo je u drugoj polovici 2021. Nakon kratkotrajne naznake smirivanja na samome kraju te godine, početkom 2022. dogodila se eskalacija - prvo napetosti, pa rat u Ukrajini, a zatim su slijedile sankcije Rusiji, što je dovelo do novog ubrzanja rasta cijena pokrenutog prvenstveno rastom svjetskih cijena energije i hrane.

U trenutku rada na ovoj analizi nalazimo se u novoj fazi usporavanja rasta cijena koja može postati trajna, ali ne mora; novi šok cijena plina i električne energije od kolovoza 2022. kuca na vrata ove jeseni i zime, dok recesija izazvana politikom nultog covida u Kini i geopolitičke neizvjesnosti vezane uz Ukrajinu i Tajvan i dalje ometaju normalno funkcioniranje globalnih lanaca nabave te usmjeravaju kreatore politike na promišljanje nove duboke historijske podjele istok-zapad.⁷

Kompleksnost i prožimanje spomenutih utjecaja na cijene daju naslutiti potvrdu zaključka kojeg smo izveli u raspravi o Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj i Rumunjskoj: *nit su monetarni procesi imali ključnu ulogu u pokretanju inflacijskog procesa u Europi, niti se taj proces monetarnim mjerama može lako zaustaviti*. Monetarna politika može posredno utjecati na agregatnu potražnju i preko nje na inflaciju, no na ukupnu potražnju u isto vrijeme djeluju i druge silnice: očekivanja, tj. percepcija odnosno psihologija potrošača, fiskalna politika, itd. Zbog toga je važno objašnjavati aktualni inflacijski proces i ulogu monetarne politike u njemu s ciljem da se pri predstojećoj zamjeni nacionalne valute eurom inflacija u Hrvatskoj objašnjava stvarnim, empirijski potvrđenim uzrocima, umjesto da prevladaju površna tumačenja uz pomoć monetarističkih obrazaca koji polaze od jednostavne veze novac-cijene. Inflacija će u trenutku priključenja Hrvatske europodručju vjerojatno biti na početku faze smirivanja, no to će ponajmanje zavisiti o monetarnoj politici, a puno više o strukturnim šokovima, prije svega onima na tržištu energenata i u funkcioniranju globalnih lanaca nabave. Riječ je o šokovima koji bi se jednako ili više osjećali da je Hrvatska odlučila zadržati kunu. No, pravo pitanje nije što će se događati s cijenama u kratkom roku; pravo pitanje je kako će ulazak u europodručje utjecati na cijene u dugom roku?

⁷ U tekstu je naglašena perspektiva europske inflacije odnosno inflacije u europodručju. Inflacijski proces u SAD-u ima drugačije karakteristike. U HUB Analizi br. 74 objašnjeno je da je američka fiskalna ekspanzija 2020. i 2021., najveća nakon Drugog svjetskog rata, bila više nego dva puta snažnija od fiskalne ekspanzije u europodručju. Zbog toga se američka agregatna potražnja snažno oporavila i ranije izazvala inflaciju koja se prelila izvan SAD-a. S obzirom na veličinu američkoga gospodarstva (koje je mjereno nominalnim BDP-om oko 80% veće od gospodarstva europodručja), američka ekspanzivna ekonomska politika u pandemiji, u kojoj je fiskalna politika imala najvažniju ulogu, a monetarna ju je predugo pratila, izazvala je i porast svjetskih cijena roba, energenata i hrane, što je na Europsku uniju djelovalo kao vanjski troškovni šok.

Inflacija i makroekonomske neravnoteže

Fokus analize sada pomičemo na srednji i dugi rok u kojemu će najvažniju ulogu odigrati gospodarski rast i odnos stvarnog i potencijalnog BDP-a. Ključno pitanje za Hrvatsku glasi: hoće li u godinama nakon priključenja europodručju gospodarski rast biti razmjerno visok i stabilan, to jest održiv, ili će prevladati kolebanja zbog makroekonomskih neravnoteža? Pitanje nije vezano uz eventualnu recesiju u EU 2023. i njen utjecaj na hrvatsko gospodarstvo. U dugom roku, do kraja ovoga desetljeća, važnije pitanje glasi kako će članstvo u europodručju utjecati na akumulaciju, prevenciju i rješavanje makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj.

Iskustva iz krize 2008.-2014.

Nasuprot raširenom uvjerenju da je euro dobar za dobra i loš za loša vremena (jer se u europodručju navodno nameće pretjerana fiskalna disciplina), stvarnost je obratna. Europodručje je nakon krize pred deset godina razvilo brojne monetarne, financijske i fiskalne stabilizacijske mehanizme koji su se dokazali u pandemijskoj recesiji 2020. Nedavno su ojačani novim monetarnim instrumentom ECB-a za zaštitu monetarne transmisije (eng. transmission protection instrument, TPI, vidjeti Okvir 1). Rizičnija strana europodručja zapravo se odnosi na dobra vremena kada zbog lažne sigurnosti, stabilnosti i izdašne likvidnosti može doći do pregrijavanja malog i otvorenog gospodarstva čiji je utjecaj na monetarnu politiku u europodručju ograničen. Stoga dobro makroekonomsko upravljanje u zemlji članici europodručja počiva na izbjegavanju pregrijavanja gospodarstva u dobrim vremenima. Izbjegavanje pregrijavanja ujedno znači izbjegavanje potrebe za testiranjem sigurnosnih mehanizama u lošim vremenima, bez obzira koliko se ti sigurnosni financijski mehanizmi sada činili robusni (Okvir 1).

Inflacija je jedan od pokazatelja makroekonomskih neravnoteža među kojima se ističu razlika stvarnog i potencijalnog BDP-a, jedinični trošak rada i saldo tekućeg računa platne bilance

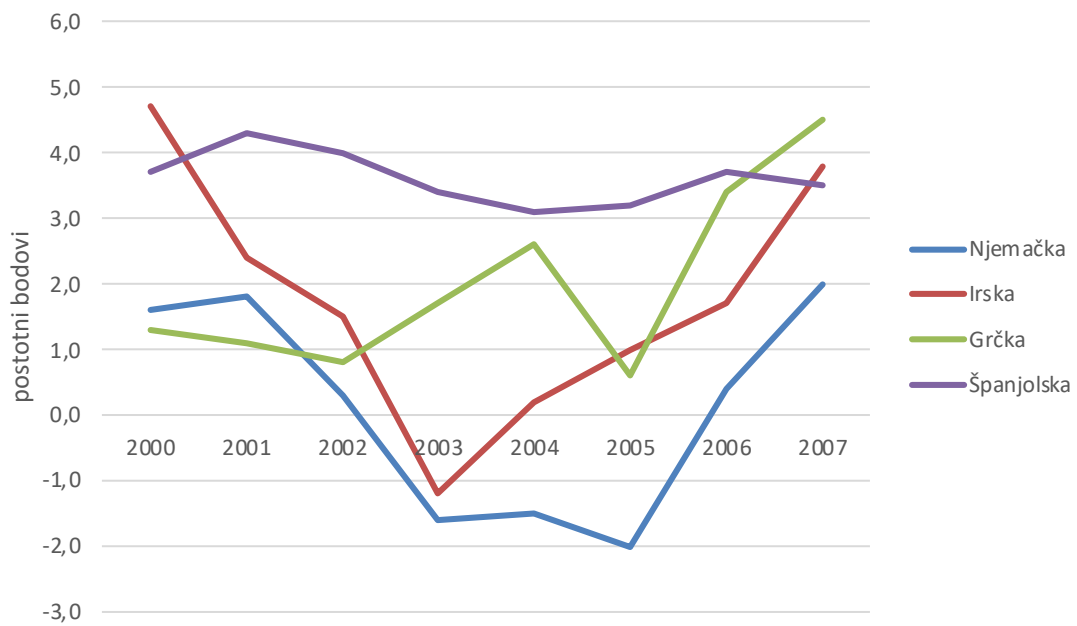
Razdoblje Velike recesije koja je započela 2008./09. pruža važne pouke o makroekonomskim neravnotežama. U prvim godinama nakon nastanka eura 1999. neke su europske zemlje bilježile natprosječan gospodarski rast i inflaciju. Nakon izbijanja krize 2008./09. takva se konstelacija pokazala neodrživom. Na primjer, Irska, Grčka i Španjolska⁸ akumulirale su velike makroekonomske neravnoteže prije 2008., što se na slikama 4, 5 i 6 vidi kroz usporedbu kretanja tri makroekonomska pokazatelja sa stožernom državom europodručja, Njemačkom. Prije Velike recesije spomenute zemlje europske periferije, kako se ponekad nazivaju, rasle su po stopama koje su bile znatno veće od stopa rasta potencijalnog BDP-a (Slika 4). Dugotrajno nakupljanje makroekonomskih neravnoteža bilo je povezano s divergencijom realnog jediničnog troška rada koji je rastao (Slika 5)⁹ i salda tekućeg računa bilance plaćanja (vanjski saldo) koji se u apsolutnim iznosima i u odnosu na njemački saldo pogoršavao (Slika 6).¹⁰

⁸ Na Slici 1 uočite da su sve spomenute zemlje bilježile ubrzanje inflacije nakon uvođenja eura.

⁹ Odnos realne plaće i produktivnosti rada.

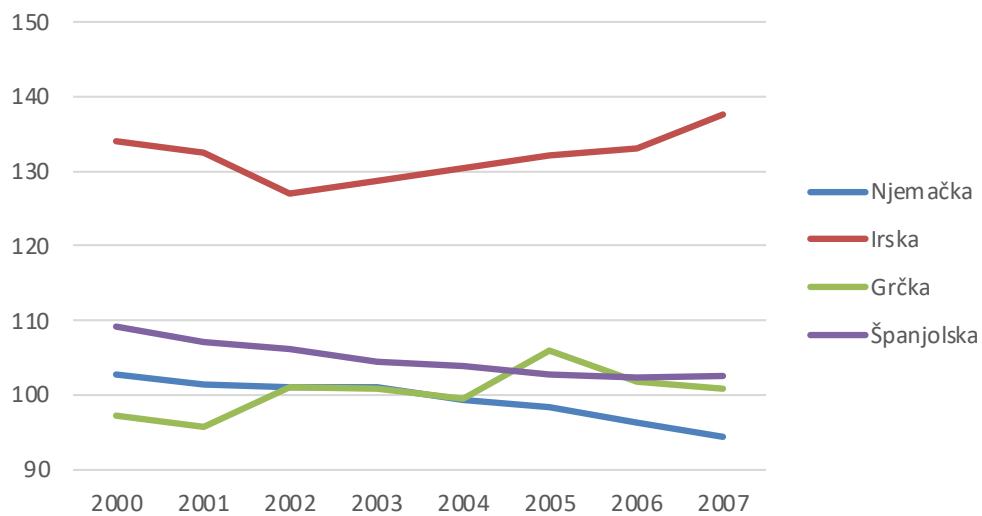
¹⁰ Za detaljniji prikaz makroekonomskih neravnoteža u europodručju u dugom roku vidjeti: [Pierluigi, B. i D. Sondermann \(2018\): Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand? ECB Occasional Paper Series, No. 211.](#)

Slika 4. Razlika stvarnog i potencijalnog BDP-a 2000.-2007.



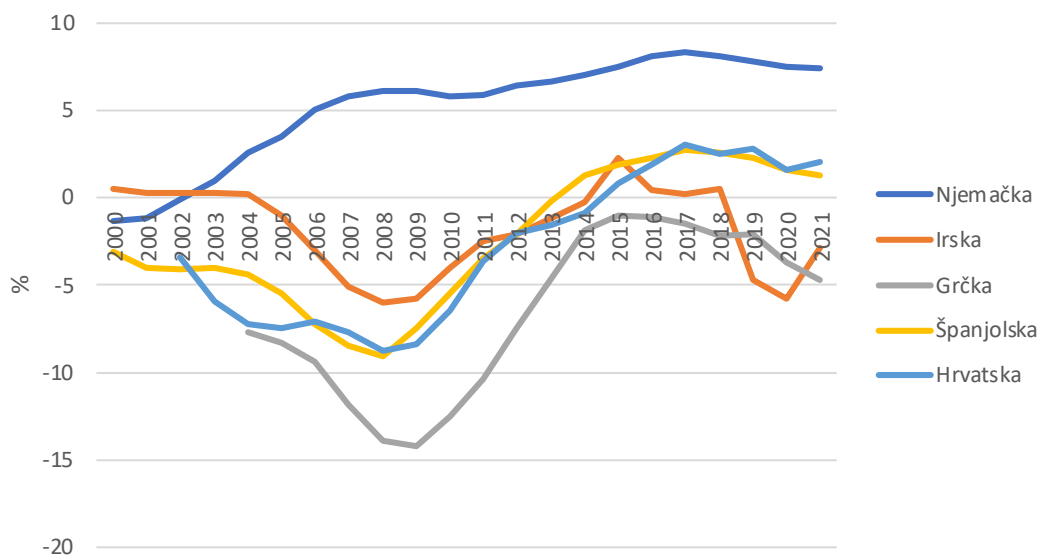
Izvor: AMECO

Slika 5. Indeks realnog jediničnog troška rada (2015.=100)



Izvor: AMECO

Slika 6. 3-godišnji prosjek salda tekućeg računa bilance plaćanja u % BDP-a 2000.-2021.



Izvor: Eurostat, MIP Scoreboard Indicators

Slika 6 je konstruirana na drugačiji način nego slike 4 i 5: usporedba s Hrvatskom na Slici 6 uključuje produžetak vremenske perspektive do 2021. radi pokazivanja tri informacije koje su važne u nastavku analize. Prvo, Slika 6 prikazuje 3-godišnji prosjek salda tekućeg računa bilance plaćanja u odnosu na BDP, što je službeni pokazatelj u okviru tablice pokazatelja makroekonomske neravnoteže (Tablica MIP-a ili eng. MIP scoreboard). Riječ je o tablici pokazatelja koja je razvijena u okviru EU procedure makroekonomske neravnoteže, a koja je uspostavljena nakon Velike recesije (vidjeti Okvir 1) i koju ćemo koristiti u nastavku (Tablica 1), a koja je ključna za identifikaciju makroekonomskih neravnoteža. Drugo, Slika 6 pokazuje da je veliko širenje vanjskog deficita zemalja europske periferije spram povećanja njemačkog suficita prethodilo krizi koja je započela 2008./09. Utoliko ju je najavilo. Nakon izbijanja krize, trebalo je proći nekoliko godina za uravnoteženje salda. Prema tome, neravnoteže su opasne jer se u fazama rasta prikazuju kao pogonsko gorivo (odnosno posljedice) gospodarskog rasta, pa nitko predano ne radi na njihovom otklanjanju. Zbog toga eliminacija nakupljenih neravnoteža u pravilu započinje prekasno, dugo traje, a često podrazumijeva bolno razduživanje koje se odvija kroz krize koje mogu trajno naštetiti rastu (smanjiti održivu stopu rasta potencijalnog BDP-a – kao u slučaju Španjolske i Grčke).

Treće, i najvažnije, odnosi se na recentnije razdoblje na slici: hrvatski saldo tekućeg računa bilance plaćanja u ovom se stoljeću kretao po istoj stazi kao salda ostalih prikazanih zemalja periferije europodručja, s jednom važnom razlikom: nakon 2018. u drugim zemljama periferije ponovno je nastupilo pogoršanje salda tekućeg računa (doduše blaže nego prije Velike recesije), no saldo je u Hrvatskoj unatoč oporavku 2015.-2019. ostao i dalje pozitivan i više ili manje nepromijenjen.

Saldo tekućeg računa bilance plaćanja više nije pouzdan pokazatelj neravnoteža zbog uloge EU transfera

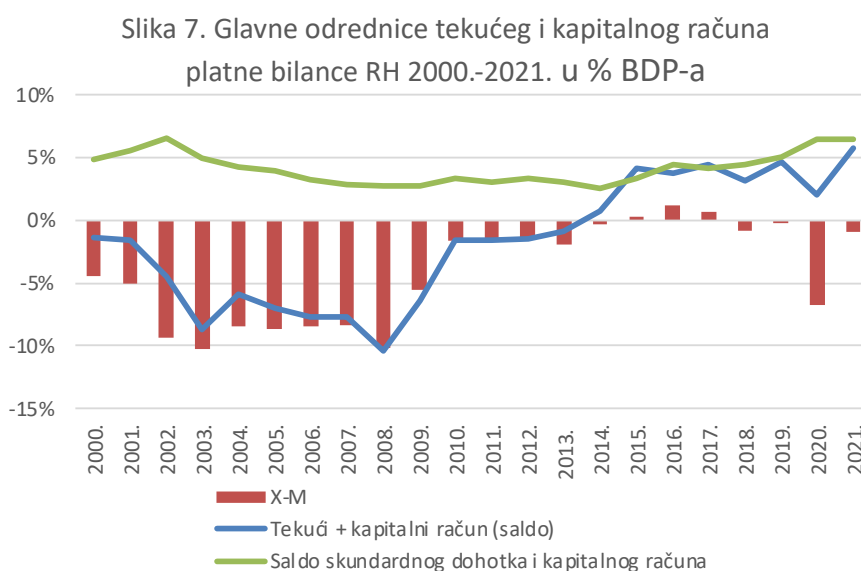
Okvir 1: Sigurnosna mreža europodručja

Najpoznatiji element sigurnosne mreže europodručja je Europski stabilizacijski mehanizam (ESM). Ovaj multilateralni fond s financijskim kapacitetom od 500 milijardi eura kojim upravljaju ministri financija članica europodručja nalik je MMF-u. Cilj je osigurati povoljno financiranje i olakšati makroekonomske prilagodbe država članica koje zbog ekstremnih makroekonomskih neravnoteža izgube pristup financijskim tržištima. ESM je zadnji osigurač u krajnjoj nuždi koji se aktivira ako neka država propadne kroz više prethodnih slojeva sigurnosne mreže. Europska središnja banka u redovnim monetarnim operacijama kao kolaterale koristi ili definitivno otkupljuje državne obveznice država članica europodručja, što stabilizira potražnju i obvezničke prinose. Isto se postiže i posredno, kroz kreditiranje kreditnih institucija. Pritom su moguća i dva izvanredna instrumenta: (1) OMT (eng. outright monetary transactions) - otkupi državnih obveznica na sekundarnom tržištu zemalja koje imaju program s ESM-om; i (2) u srpnju 2022. uveden je instrument TPI (eng. transmission protection instrument) – mogućnost otkupa državnih obveznica čiji se prinosi pretjerano kolebaju bez vidljivog razloga povezanog s fundamentalnim rizicima. TPI se može aktivirati ako država članica nije u proceduri prekomjernog deficita (eng. EDP, excessive deficit procedure) ili proceduri makroekonomske neravnoteže, MIP-u, što su bitni elementi Eurosemestra. Eurosemestar je kontinuirani proces usklađivanja ekonomskih politika na razini EU u čijem se okviru određuju srednjoročni fiskalni i drugi ciljevi gospodarske politike, osigurava poštivanje fiskalnih pravila iz Maastrichta, odnosno Pakta o stabilnosti i rastu (eng. SGP, Stability and Growth Pact). Pri tome, EDP i MIP služe kao procedure prevencije i korekcije čiji je cilj osigurati da se država članica europodručja ne nađe u situaciji traženja pomoći od ESM-a. Politike u okviru Eurosemestra provode se fleksibilno. U početku pandemije 2020. suspendirana su fiskalna pravila te je donesen zajednički program Next Generation EU vrijedan oko 800 milijardi € iz kojeg je Hrvatska dobila oko 6 milijardi € bespovratnih sredstava. Program je po prvi puta financiran zajedničkom europskom obveznicom koju je izdala Europska komisija. Iako 7-godišnji proračun EU teži oko 1,1 bilijun € ili oko 1% BDP-a EU na godinu, on nije neposredan element mreže ekonomske sigurnosti. Međutim, s gledišta zemalja koje su neto korisnici toga proračuna (kroz EU fondove, poput Hrvatske), taj element ima veliku važnost. Europska središnja banka ima ključnu ulogu i u osiguravanju stabilnosti i solventnosti bankovnog sektora. Od 2014. godine uz pomoć Europske bankovne uprave (EBA) provodi jedinstveni nadzor banaka u bankovnoj uniji. Hrvatska je član bankovne unije od ulaska u Europski tečajni mehanizam u srpnju 2020. ECB uz pomoć neovisnog tijela, Europskog odbora za sistemski rizik (eng. ESRB), koordinira makrobonitetne politike država članica. Cilj tih politika je spriječiti prezaduženost i osigurati financijsku stabilnost. Za pojedine sistemski važne banke koje propadnu predviđena je intervencija Jedinstvene sanacijske uprave (eng. SRB, Single Resolution Board) koja sa ili bez uporabe sredstava iz Jedinstvenog sanacijskog fonda (eng. SRF, Single Resolution Fund) osigurava kontinuitet kritičnih funkcija sistemski važnih institucija prema modelu čiju smo djelotvornost imali prilike vidjeti u Hrvatskoj na proljeće 2022. kada je bivša Sberbank zbog ruske agresije i sankcija bila odsječena od matice i tržišta novca. U slučaju sistemske financijske krize program restrukturiranja i konsolidacije financijskog sektora također se može financirati povoljnim sredstvima ESM-a, kao što je bio slučaj u Irskoj, Španjolskoj i na Cipru u vrijeme Velike recesije koja se u tim zemljama očitovala prvenstveno kroz bankovnu krizu. Zadnji nedovršeni element bankovne unije je jedinstveni sustav osiguranja depozita, no predviđena je mogućnost uzajamnog kreditiranja nacionalnih fondova osiguranja.

Koja su iskustva iz krize 2008./09. važna za Hrvatsku u ovome desetljeću

Pogoršanje salda međunarodne razmjene roba i usluga od 2018. naovamo ne ostavlja traga na saldu tekućeg računa bilance plaćanja u Hrvatskoj zbog sve veće uloge sredstava Europske unije u transakcijama s inozemstvom (vidjeti Okvir 2 o ulozi EU transfera). Najvažniji su tekući transferi koji se knjiže kao prihodna stavka na tekućem računu platne bilance i financiraju deficit u razmjeni s inozemstvom. U obzir treba uzeti i dio EU transfera koji je namijenjen kapitalnim projektima i knjiži se na kapitalnom računu, u okviru računa kapitalnih transfera. EU transferi iz temelja mijenjaju makroekonomski položaj Hrvatske i čine razliku u smislu mogućnosti akumulacije i identifikacije makroekonomskih neravnoteža.

Povećanje razmjera vanjskog financiranja tekućim i kapitalnim EU transferima vidi se na Slici 7 koja prikazuje zbir salda tekućeg i kapitalnog računa, saldo međunarodne razmjene roba i usluga (X-M), te najvažniju komponentu koja trenutno određuje mogućnosti eksternog financiranja – zbir salda računa sekundarnog dohotka s tekućeg računa i transfera s kapitalnog računa.¹¹ U tome zbiru se reflektira neto učinak transfera EU sredstava i drugih međudržavnih transfera, kao i tradicionalno važni privatni odnosno osobni transferi („radničke doznake“ koje se knjiže na tekućem računu sekundarnog dohotka). Slika 7 pokazuje da je kretanje salda tekućeg i kapitalnog računa do 2014. bilo određeno saldonom razmjene roba i usluga (X-M), ali je od 2015. godine započelo razdoblje razlaza salda tekućeg računa i salda X-M. Sada sve pozitivniji saldo računa sekundarnog dohotka i kapitalnog računa određuje suficit ekonomskih odnosa s inozemstvom bez obzira na kretanje salda međunarodne razmjene roba i usluga. Drugim riječima, pogoršanje salda međunarodne razmjene roba i usluga privremeno je prikriveno priljevom transfera (vidjeti Okvir 2). Zbog toga saldo tekućeg računa bilance plaćanja više nema signalnu važnost ukazivanja na makroekonomske neravnoteže, osim ako se saldo razmjene (X-M) promatra odvojeno od ostalih tokova na tekućem računu.



Izvor: HNB, vlastiti izračun

Okvir 2: Poblize o makroekonomskim učincima EU transfera

Iz višegodišnjeg financijskog okvira 2014.-2020. Hrvatska do kraja 2023. godine može povući još oko 2,5 milijarde eura, od čega će najveći dio biti povučen u toku 2023. Započelo je i povlačenje iz programa Next Generation EU, od čega se za bespovratni dio očekuje po oko 1 mlrd na godinu 2023.-2026. (oko 1,5 mlrd eura povući će se već ove godine nakon prefinansiranja u iznosu od 818 milijuna eura 2021. godine). U ovom programu postoji i rezerva za povlačenje sredstava temeljem povoljnih zajmova i jamstava za koje programi još nisu pripremljeni. Uz to, od druge polovine 2022. postpuno počinje povlačenje sredstava iz višegodišnjeg financijskog okvira 2021.-2027. Za Hrvatsku je alociran iznos od oko 14 milijardi eura (povlačenje je do 2030.). U 2022. i 2023. utjecaj ovih sredstava neće biti velik zbog vremena koje je bilo potrebno za programiranje i natječaje, no važnost ovog izvora će rasti od 2024. i kulminirati prema kraju desetljeća. Ako pretpostavimo povlačenje po milijardu eura 2023.-2024. i po dvije milijarde eura u razdoblju 2025.-2030., dinamika priljeva od EU transfera izgleda ovako (u milijardama eura, približno): 2023.: 4; 2024.: 2; 2025.: 3; 2026.: 4; 2027.-2030.: 2, pri čemu je riječ o konzervativnoj procjeni koja ne uključuje korištenje zajmova i jamstava te manjih namjenskih fondova i programa, kao što su Fond solidarnosti i Fond za modernizaciju. U godinama najvećih korištenja bespovratnih EU sredstava (2023. i 2026.) omjer priljeva EU sredstava spram BDP-a (na bazi procijenjenog BDP-a za 2022. godinu) mogao bi dostići 6%. S druge strane, Hrvatska u EU proračun uplaćuje 500-600 milijuna eura na godinu (oko 1% BDP-a), te bi se neto godišnji učinak u godinama maksimalnog povlačenja mogao penjati do 5% BDP-a. Najmanje toliko će iznositi učinak i u 2022. godini.

I u 2022. godini događaju se promjene nalik onima 2020. koje vidimo na Slici 7 kada je došlo do širenja deficita u razmjeni s inozemstvom bez odgovarajućeg širenja deficita tekućeg računa bilance plaćanja. Brži rast (nominalnog) robnog uvoza od izvoza povezan je sa skokom cijena energenata koje Hrvatska uvozi više nego što ih izvozi. Stoga će saldo X-M u 2022. godini potonuti u deficit usprkos snažnom oporavku prihoda od turizma. Unatoč tome, za očekivati je da će saldo sekundarnog dohotka i kapitalnog računa ostati stabilan ili se čak i poboljšati zbog dodatnog priljeva europskih sredstava temeljem Nacionalnog plana oporavka i otpornosti. Ranije bi ovakva situacija dovela do naglog širenja deficita tekućeg računa i pritiska na deprecijaciju domaće valute i/ili gubitka međunarodnih pričuva. Ovoga puta će saldo tekućeg računa bilance plaćanja kao ključni pokazatelj makroekonomskih neravnoteža zbog spomenute uloge transfera ostati u značajnom suficitu i tako prikriti učinke širenja jaza X-M na tekući račun bilance plaćanja.¹²

Hrvatska danas raspolaže moćnijim instrumentarijem upravljanja agregatnom potražnjom nego ikada u povijesti

Snažan oporavak agregatne potražnje u Hrvatskoj 2021.-2022. kakav još nije zabilježen nakon neke recesije upućuje na to da kombinacija priljeva EU sredstava i očekivanja priključenja europodručju stvara ambijent u kojem je agregatnu potražnju u Hrvatskoj u kratkom roku moguće povećati više no ikada u povijesti. Dublji uvid u tu mogućnost pruža makroekonomska jednadžba tri deficita koja pokazuje da je negativan saldo X-M određen odnosom salda štednje i investicija i fiskalnoga salda, odnosno viškom agregatne potražnje (AD) nad agregatnom ponudom (AS):

$$X-M = (S-I) + (T-G) = AS - AD$$

Uz pomoć jednadžbe tri deficita možemo shvatiti da se sada nalazimo u fazi ekonomskog ciklusa kada agregatna potražnja raste brže od ponude. Prikazanu jednadžbu možemo koristiti u svrhu objašnjenja što bi se moglo događati u razdoblju u kojem Hrvatska nakon šest godina uravnoteženoga salda razmjene roba i usluga (2014.-2019.) ulazi u razdoblje u kojem će vanjski šokovi (pandemijske mjere i njihove posljedice, te šok cijena energenata zbog rata u Ukrajini 2022.), uz relaksiranu monetarnu i fiskalnu politiku koje uzrokuju višak agregatne potražnje nad agregatnom ponudom (i rast BDP-a iznad stope rasta potencijalnog BDP-a), dovesti do rasta deficita X-M.

Desna strana gornjeg izraza pokazuje da širenje jaza X-M znači povećanje viška investicija nad domaćom štednjom i/ili pogoršanje razmjera javnih prihoda (T) i državne potrošnje (G). To su slični odnosi kao u prethodnom razdoblju akumulacije makroekonomskih neravnoteža 2002.-2008. Tada su oba elementa jednadžbe s desne strane djelovala u skladu s povećanjem deficita X-M. Razlika u odnosu na današnje vrijeme je u tome što se tada deficit X-M financirao inozemnim zaduživanjem i izravno reflektirao u ključnom pokazatelju – deficitu tekućeg računa bilance plaćanja. Sada je tekući saldo „umjetno“ popravljen transferima, te nema akumulacije duga. Transferi (ili, kako se nazivaju u službenoj vladinoj terminologiji, „bespovratna sredstva“) financiraju razliku X-M.

¹² Učinak prikrivanja salda X-M bio bi prisutan i bez ulaska u europodručje. Međutim, ulazak u europodručje – prvenstveno zbog otklanjanja valutnog rizika – dodat će snagu mogućem pregrijavanju gospodarstva u godinama nakon priključenja.

Treba li nas to brinuti? Makroekonomski odnosi koji su dugoročno održivi ne trebaju biti izvor zabrinutosti, no makroekonomski odnosi koji su prolazni trebaju. Dok su privatni (osobni) transferi koji utječu na saldo računa sekundarnog dohotka dugoročno održivi, državni odnosno EU transferi nisu. U Okviru 2 je opisano kako će se ovaj izvor financiranja smanjiti nakon 2027. godine, a već i prije te godine padat će njegova važnost u smislu udjela u BDP-u. Naposljetku, smisao EU transfera je da ne budu trajni; oni pomažu slabije razvijenoj državi članici da se razvije, i potom postupno prestaju. Države članice iz prvog vala proširenja 2004. upravo prolaze kroz razdoblje u kojem europski transferi imaju sve manju važnost za njihov gospodarski rast. Mnoge države poput Češke i Slovačke zbog toga ponovo ulaze u razdoblje deficita na tekućem računu bilance plaćanja. Nasuprot tome, Hrvatska tek ulazi u razdoblje koje će trajati nekoliko godina u kojemu će zahvaljujući EU transferima imati značajan deficit međunarodne razmjene bez značajnog povećanja vanjskog duga i deficita na tekućem računu bilance plaćanja. Državni proračun, ali i lokalni proračuni, privremeno će (kroz nekoliko godina) proći kroz razdoblje novčane iluzije u kojemu će fiskalni kapaciteti biti daleko veći od dugoročno održivih mogućnosti javnog financiranja temeljem vlastitih sredstava. Pravovremena priprema za razdoblje kada transferi više neće imati tako izdašnu ulogu ključ je izbjegavanja akumulacije pretjeranih makroekonomskih neravnoteža. Zbog toga se postavlja pitanje *kako osigurati da se u razdoblju 2022.-2028./29. ne ponovi povijest otprije dvadeset godina (2002.-2008./09.)?* Sjetimo se kako je naglo isušivanje izvora vanjskog financiranja krizu 2009. pretvorilo u dugotrajnu recesiju 2009.-2014. Drugim riječima, kako osigurati da se 2028./29.-2034. ne ponovi povijest duge krize 2008./09.-2014. koja je Hrvatsku stajala zaostajanja i iseljavanja? Odgovor na to pitanje imat će presudan utjecaj na dugoročni gospodarski i društveni razvoj Hrvatske u sljedeća dva desetljeća.

Pravovremena priprema za razdoblje kada transferi više neće imati tako izdašnu ulogu je ključ izbjegavanja akumulacije pretjeranih makroekonomskih neravnoteža

Politike prevencije i suzbijanja makroekonomskih neravnoteža

Postoje tri vrste ekonomskih politika koje su ključne za održavanje stabilne staze rasta bez izraženih makroekonomskih neravnoteža. To vrijedi uvijek, a u Hrvatskoj će biti posebno važno nakon ulaska u europodručje. Radi se o strukturnim politikama, makroekonomskim stabilizacijskim politikama (fiskalna i monetarna) i makrobonitetnim politikama koje djeluju izravno kroz financijski sektor.

1. **Strukturne politike.** Riječ je o politikama koje proizvode trajan učinak na ekonomsku efikasnost i produktivnost. Obuhvaćaju širok spektar mjera koje se oblikuju kroz porezni sustav, razvoj kvalitetnih i depersonaliziranih institucija (osobito u segmentu pravosuđa, javne administracije, obrazovanja i zdravstva), razvoj financijskih tržišta koji utječe na kvalitetu investicija, dobru poslovnu klimu koja potiče investicije i poduzetništvo, te kvalitetne državne investicije. Slabosti u ovim područjima u razdoblju neravnoteža 2002.-2008. dovele su do dugotrajne krize 2008./09.-2014.. Kapital je tada bio razmjerno izdašan, ali je ulagan uglavnom u infrastrukturu i nekretnine, odnosno kapitala koji nisu mogli pravovremeno i dugoročno osigurati rast produktivnosti. Trošak kapitala je ostao i nakon što je izbila kriza, a dodana vrijednost i produktivnost pale su nakon nastupanja financijske suše 2009. Situacija je sada makar potencijalno drugačija. Izdašna sredstva ne dolaze primarno iz novih dugova nego iz

EU sredstava čija je kontrola korištenja (uključujući i kontrolu korupcije) solidnija od kontrole državnih ulaganja iz vremena pred 20 godina. Tada ta vrsta kontrole praktički nije postojala. Međutim, govorimo o kontrolama koje su političke, dakle administrativne; ako je korupcija pri javnim investicijama značajno smanjena, to još uvijek nije jamstvo da će EU sredstva trajno podići ekonomsku efikasnost i produktivnost. Jedino je sigurno da će izdašan priljev europskih sredstava omogućiti znatan višak investicija iznad domaće štednje, odnosno višak agregatne potražnje (do 5% BDP-a na godinu u razdoblju od nekoliko godina, vidjeti Okvir 2). Stoga, ako u vremenima priljeva ne nastanu privatne i društvene investicije koje tajno podižu produktivnost, financijski val će proći i Hrvatska će kroz nekoliko godina biti prisiljena na bolnu makroekonomsku prilagodbu. Podsjetimo da Portugal, Španjolska i Grčka nisu uspjeli izbjeći tu prilagodbu nakon što su desetljećima prije toga bili veliki korisnici sredstava iz EU fondova. Veliko upozorenje predstavlja činjenica da spomenute zemlje nakon prilagodbe do sada nisu uspjele ponovo značajnije konvergirati prema europskom prosjeku razvijenosti.

Veliko upozorenje predstavlja činjenica da Portugal, Španjolska i Grčka dugi niz godina nakon otklanjanja makroekonomskih neravnoteža nisu uspjele ponovo pokrenuti konvergenciju iako su prije toga godinama izdašno koristile europska sredstva

- 2. Makroekonomske stabilizacijske politike.** Uz neizvjestan krajnji utjecaj velikog priljeva EU sredstava na efikasnost i produktivnost, makroekonomske stabilizacijske politike trebaju osigurati dinamičku ravnotežu u razdoblju velikog priljeva kako bi se trajno osigurala najbolja moguća alokacija kapitala. Valja izbjegavati pregrijavanje gospodarstva u vidu neodrživog rasta agregatne potražnje, cijena i vrijednosti imovina kako njihovo napuhavanje ne bi pogodovalo stvaranju nerealnih očekivanja i dovelo do pogrešaka u alokaciji kapitala. Monetarna politika koja će se od 1.1.2023., više-manje kao i dosad, voditi u skladu s prevladavajućim poslovnim ciklusom europodručja, neće idealno odgovarati hrvatskom poslovnom ciklusu. Hrvatsko gospodarstvo će se u dolovima vjerojatno ponašati slično kao veći dio europodručja (kao što je bio slučaj u pandemijskoj recesiji 2020.), ali će u fazama ekspanzije imati snažnije uzlete (kao što je bio slučaj 2021. i u većem dijelu 2022.). Takva konstelacija postavlja izazov pred druge gospodarske politike, osobito pred fiskalnu politiku. Ona bi se trebala jednim dijelom izuzeti iz balansiranja dnevnopolitičkih interesa i strateški posvetiti stabilizacijskoj funkciji s ciljem izgladivanja cikličkih oscilacija u dugom roku. Međutim, fiskalna restriktivnost kakva će možda biti potrebna u Hrvatskoj još nije viđena: na primjer, suficit opće države reda veličine nekoliko postotaka BDP-a nije viđen u zemlji koja je od neovisnosti samo dvaput (2017. i 2019.) imala skroman fiskalni suficit. Politička mogućnost za vođenje optimalne fiskalne politike je upitna.
- 3. Makrobonitetne mjere.** To su financijske politike koje djeluju kroz financijski sektor putem povećanih kapitalnih zahtjeva ili izravnog ograničavanja financijske ekspanzije limitiranjem omjera zaduženosti klijenata koji apliciraju za novi dug. U makroekonomskom smislu, ove politike mogu posredno ograničiti nerazmjer S-I (sjetite se makroekonomske jednadžbe tri deficita). Takve politike mogu posredno ograničiti i rast deficita X-M, ako se pritom T-G ne mijenja. No, primjena ovih mjera suočava se s ozbiljnim problemom: ako monetarna politika u fazi ekspanzije nije dovoljno restriktivna, optimalna kombinacija fiskalnog i makrobonitetnog zaoštavanja

može biti nedostižna ako dnevno-politička ograničenja, kao što je netom objašnjeno, ne omogućuju dovoljno restriktivnu fiskalnu politiku. U tom slučaju prevelik teret zaoštavanja može pasti na teret makrobonitetnih mjera za koje je odgovoran HNB. A to može značiti pogreške u alokaciji kapitala koje mogu umanjiti dugoročni gospodarski rast. U opisanom scenariju možemo govoriti o svojevrsnoj opasnosti *istiskivanja*: relativno više sredstava će se alocirati putem političkih mehanizama i odluka kroz javni sektor (zbog nedovoljno restriktivne fiskalne politike), a relativno manje putem privatnih financijskih tržišta.¹³ Istiskivanje neće biti problem ako javni sektor alocira sredstva jednako efikasno ili efikasnije od financijskih tržišta. No, ako je alokacija kapitala putem privatnih financijskih tržišta efikasnija od političke alokacije, dugoročni gospodarski rast bit će usporen.

Ovu relativno apstraktnu uvodnu raspravu o odnosima monetarne, fiskalne, strukturne i makrobonitetne politike u nastavku ćemo konkretizirati uz pomoć pokazatelja koji se koriste u tablici za praćenje makroekonomskih neravnoteža u okviru Eurosemestra (dalje: tablica MIP pokazatelja – Tablica 1). Radi se o veoma korisnom alatu za vođenje ekonomske politike. Možemo ga koristiti statički, za ocjenu stanja gospodarstva u trenutku priključenja europodručju, ali i dinamički, kao okvir za raspravu o mogućem razvoju događaja nakon priključenja Hrvatske europodručju. U statičkom smislu, podaci u Tablici 1 pokazuju da je stanje hrvatskog gospodarstva u trenutku priključenja europodručju vrlo dobro. Jedina makroekonomska neravnoteža koja neće uskoro biti otklonjena odnosi se na visinu javnog duga. Treba primijetiti da je duboka neravnoteža vezana uz neto međunarodnu investicijsku poziciju po prvi puta otklonjena 2021. zahvaljujući dugogodišnjem kumuliranju tekućih viškova u odnosima s inozemstvom.

Pokazatelji makroekonomske neravnoteže pokazuju da hrvatsko gospodarstvo u vrlo dobrom stanju ulazi u europodručje

U dinamičkom smislu treba očekivati da će se neki indikatori neravnoteža pogoršavati u fazama ekonomske ekspanzije nakon priključenja europodručju. To neće biti posljedica samoga ulaska u europodručje; prvenstveno će se raditi o posljedici priljeva EU sredstava i rasta agregatne potražnje u uvjetima kada se hrvatsko tržište rada, dijelom i zbog nesretnih okolnosti, po prvi puta u povijesti bliži stanju pune zaposlenosti.¹⁴ Pri tome, pogoršavanje indikatora makroekonomskih neravnoteža neće biti lako detektirati i ispravno tumačiti. Ranije je objašnjeno da širenje eksternog deficita u razmjeni roba i usluga neće uskoro aktivirati senzore u Tablici 1 u kojoj je bitan samo saldo tekućeg računa bilance plaćanja. Saldo razmjene roba i usluga nije među glavnim pokazateljima. Nominalni jedinični trošak rada pak jest senzor koji zbog rasta nominalnih plaća može reagirati na pretjeranu ekspanziju. No, kritična vrijednost koja je postavljena na 9% trogodišnjega rasta vjerojatno će se često aktivirati i postati nalik protupožarnom alarmu koji je pokvaren - često zvoni - ali ga zbog toga nitko ne shvaća ozbiljno. Signal nominalnih plaća uvijek se može tumačiti kao održiv u uvjetima bržeg gospodarskog rasta, a bit će zamućen i učinkom visoke inflacije 2022.-2023. Ukratko, ako Hrvatska u ovom desetljeću ostvari veću stopa rasta od prosjeka EU, što je izgledno, svaki 3-

¹³ Do istiskivanja (eng. crowding out) dolazi zbog pretjeranog fiskalnog deficita i zahtjeva za posuđivanje u uvjetima pune zaposlenosti. Rast kamatnih stopa istisnut će dio privatnih investicija koje bi inače bile produktivne. Ovdje opisano istiskivanje može djelovati administrativnim putem i bez rasta kamatnih stopa.

¹⁴ Pod nesretnim okolnostima misli se na pretvaranje recesije 2009. u dugotrajnu depresiju koja je trajala do 2014. i potakla iseljavanje radne snage.

Tablica 1. MIP pokazatelji¹⁵

Glavni pokazatelji	Metoda računanja	Kritična vrijednost ili raspon	Podatak za Hrvatsku		
			2019.	2020.	2021.
Saldo tekućeg računa bilance plaćanja u % BDP	3-godišnji prosjek	-4% - (+6%)	2,8%	1,6%	2,0%
Neto međunarodna investicijska pozicija u % BDP-a	godišnji podatak	-35%	-46,7%	-47,8%	-33,9%
Realni efektivni tečaj (za 42 trgovačka partnera)	3-godišnja promjena	+/-5%*	1,5%	0,5%	-1,5%
Izvozni tržišni udjel (svijet)	5-godišnja promjena	-6%	22,1%	-0,5%	7,8%
Nominalni jedinični trošak rada	2010.=100; 3-godišnja promjena	9%*	2,8%	13,7%	6,4%
Deflacirani indeks cijena nekretnina	2015.=100, godišnja promjena	6%	7,8%	7,3%	4,5%
Tok kredita privatnom sektoru, kondolisirano u % BDP-a		14%	1,1%	1,3%	3,0%
Konsolidirani dug privatnog sektora u % BDP-a		133%	88,3%	98,0%	88,5%
Bruto javni dug opće države u % BDP		60%	71,1%	87,3%	79,8%
Stopa nezaposlenosti u %	3-godišnji prosjek	10%	8,8%	7,5%	7,2%
Ukupne obveze financijskog sektora, nekonsolidirano	godišnja promjena	16,5%	6,8%	7,3%	11,7%
Stopa aktivnosti u %	Radna snaga u % populacije 15-64g., 3-godišnji prosjek	-0,2 pb	0,9	0,7	2,4
Stopa dugoročne nezaposlenosti u %	u % aktivne populacije 15-74g., 3-godišnja promjena	0,5 pb	-4,2	-2,5	-0,6
Stopa nezaposlenosti mladih u %	u % aktivne populacije 15-24g., 3-godišnja promjena	2 pb	-14,7	-6,3	-1,8

*kriterij realnog efektivnog tečaja za članice europodručja: kriterij za članice EU koje nisu članice europodručja je +/-11%; kriterij nominalnog jediničnog troška rada za članice europodručja: kriterij za članice EU koje nisu članice europodručja je 12%.
Izvor: Eurostat, MIP Indicators

godišnji prijelaz stope rasta plaća od 9% tumačit će se kao zdrav pokazatelj konvergencije životnog standarda te neće provocirati korektivne mjere.

Senzor vanjskih neravnoteža koji se može aktivirati je pokazatelj izvoznog tržišnog udjela. Međutim, ovaj inače veoma koristan pokazatelj koji ukazuje na strukturnu međunarodnu konkurentnost ne reagira nužno na eksterni deficit koji je povezan s viškom domaće potražnje koja dovodi do pretjeranog rasta uvoza. Dvije pojave se povezuju tek preko realnog tečaja.

¹⁵ Prvih pet pokazatelja su pokazatelji vanjskih neravnoteža. Drugih šest su pokazatelji unutarnjih neravnoteža. Zadnja tri su pokazatelji neravnoteža na tržištu rada.

Realni efektivni tečaj je jedini pokazatelj eksterne neravnoteže koji je dokazano osjetljiv na akumulaciju makroekonomskih neravnoteža (uočite savršenu indikaciju akumulacije makroekonomskih neravnoteža kroz aprecijaciju 2000.-2008. na Slici 9). Uz to, realni efektivni tečaj je visokofrekventan, lagan za računanje i analiziranje.¹⁶ Kako su svi najvažniji trgovački partneri Hrvatske u europodručju, ili imaju valute vezane uz euro (BiH), promjene realnog tečaja svode se na odnos stopa inflacije u zemlji i inozemstvu. Ako je veća inflacija u zemlji rezultat pregrijavanja gospodarstva, realni tečaj će ukazati na problem.

Slika 8. Indeks realnog efektivnog tečaja uz potrošačke cijene 2010.=100



Izvor: HNB

Međutim, odnos cijena u zemlji i inozemstvu može se pogoršati i zbog zdravih, održivih procesa, kao što je brži rast produktivnosti u zemlji.¹⁷ Stoga se zaključak o izbijanju požara neće moći donijeti na temelju aktiviranja samo jednog senzora, u ovom slučaju realnog tečaja. Ocjena će zavisiti o široj slici koja treba uključiti indikatore neodrživog viška potražnje izvan Tablice 1, kao što su realni jedinični trošak rada (ranije spomenuti RULC), jaz outputa i također ranije spominjani saldo razmjene roba i usluga s inozemstvom (X-M).¹⁸

Širu sliku upotpunit će pokazatelji unutarnje neravnoteže iz Tablice 1. Među njima se četiri odnose na izravnu i neizravnu aktivnost financijskog sektora. To su: cijene nekretnina, tok i stanje dugova privatnog sektora, te ukupna pasiva financijskog sektora. Jedan indikator unutarnje neravnoteže odnosi se na tržište rada (stopa nezaposlenosti koja je uvijek niska kada je stvarni BDP iznad potencijalnog, pa nije osobito korisna kao alarm pregrijavanja gospodarstva), i jedan indikator unutarnje neravnoteže odnosi se neposredno na aktivnosti javnog sektora (bruto javni dug).

¹⁶ Isto se odnosi na srodne pokazatelje poput realnog jediničnog troška rada.

¹⁷ Pojava je poznata kao Balassa-Samuelsonov učinak.

¹⁸ MIP tablica pokazatelja uključuje i 28 dopunskih indikatora, no zanimljivo je da se saldo međunarodne razmjene roba i usluga i RULC ne nalaze među njima. To je znak da hrvatske institucije trebaju razviti vlastite sustave dopunskih indikatora koje smatraju pouzdanima.

Kroz praćenje odnosa kretanja prikazanih indikatora prelamat će se zaključci o karakteru pregrijavanja gospodarstva i optimalnom odnosu fiskalnih i makrobonitetnih mjera. To nas vraća središnjoj temi međusobnog istiskivanja fiskalnih i makrobonitetnih mjera u fazama ekspanzije poslovnog ciklusa. Pitanje kojim zaključujemo poglavlje i koje nas uvodi u sljedeće, glasi: *može li politička nespremnost za optimalno stezanje fiskalne politike u fazi ekspanzije poslovnog ciklusa dovesti do prebacivanja prevelikog tereta prilagodbe na makrobonitetne mjere i kroz to zakočiti optimalnu alokaciju sredstava putem privatnih financijskih tržišta?*

Ključno pitanje glasi može li fiskalna politika biti dovoljno restriktivna da spriječi pretjeran pritisak na otklanjanje makroekonomskih neravnoteža uz pomoć makrobonitetnih mjera

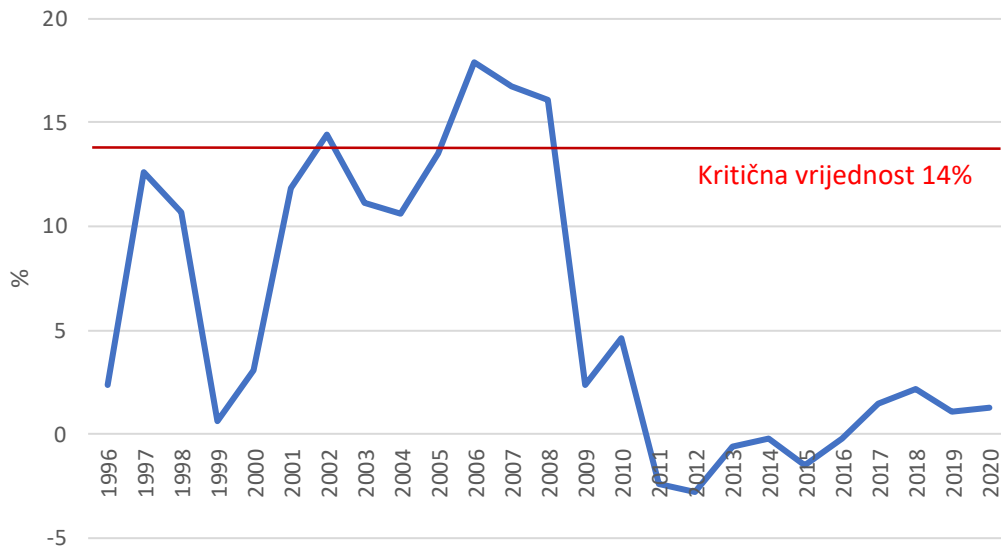
Funkcioniranje financijskog sustava Hrvatske u europodručju i problem istiskivanja privatnih tržišta

Podaci u Tablici 1 (MIP scoreboard) pokazali su da je alarm u Hrvatskoj trajno uključen za pokazatelj bruto javnog duga. S druge strane, tri izravna financijska pokazatelja (tok i visina kredita privatnom sektoru te pasiva financijskog sektora) već dulje vrijeme nalaze se u zelenom području. Tehnička interpretacija pokazatelja upućuje na zaključak da fiskalna politika treba preuzeti buduće terete prilagođavanja ne bi li se omjer bruto javnog duga i BDP-a značajno smanjio. S druge strane, u financijskom sektoru očito postoji značajan prostor za daljnje financijsko produbljivanje.

Ulazak u europodručje pogodovat će daljnjem financijskom produbljivanju kroz smanjenje amplitude oscilacija gospodarske aktivnosti, regulatornih troškova, te valutnog, kreditnog i ostalih rizika. Stvorit će se i neke dodatne kratkoročne i dugoročne pogodnosti: zamjena valuta će u kratkom roku osloboditi dodatnu likvidnost zbog preferencije zamjene valuta automatskom konverzijom na računima. U srednjem i dugom roku, smanjenje svih vrsta rizika i integracija financijskih tržišta olakšat će upravljanje javnim dugom, investicijskim i mirovinskim fondovima te novonastalim viškom rezervi na računima HNB-a u inozemstvu. Bolji *asset/liability management* u svim sektorima, uz smanjenje rizika, otvorit će mogućnost za povećanje blagostanja kroz bolji odnos očekivanog povrata i rizika.

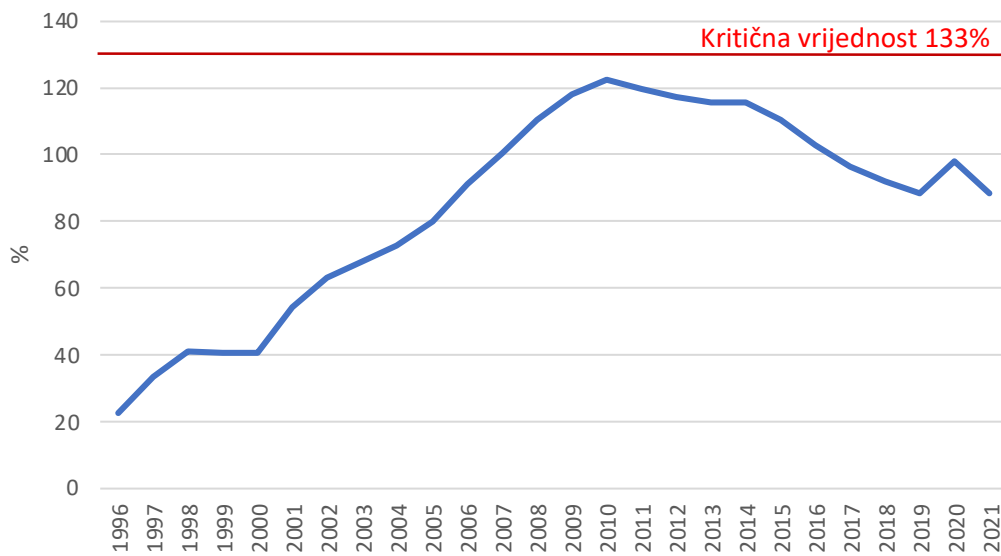
U prilog središnjoj tezi da hrvatski financijski sektor u trenutku priključenja europodručju ima značajan prostor za doprinos rastu kroz daljnje financijsko produbljivanje slike 9-11 pokazuju dugoročno kretanje financijskih pokazatelja ispod kritičnih vrijednosti iz Tablice MIP-a. Razliku spram kritičnih vrijednosti možemo tumačiti kao indikaciju prostora za napredak u dugom roku.

Slika 9. Tok kredita privatnom sektoru u % BDP-a, konsolidirano 1996.-2021.



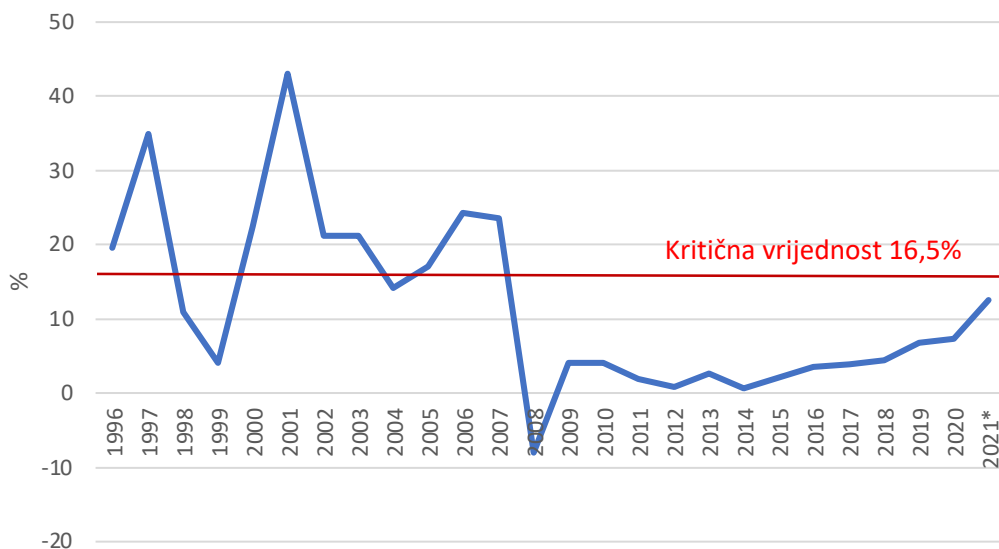
Izvor: Eurostat

Slika 10. Dug privatnog sektora u % BDP-a, konsolidirano 1996.-2021.



Izvor: HNB, financijski računi, Eurostat

Slika 11. Ukupne obaveze financijskog sektora, nekonsolidirano
1996.-2021.

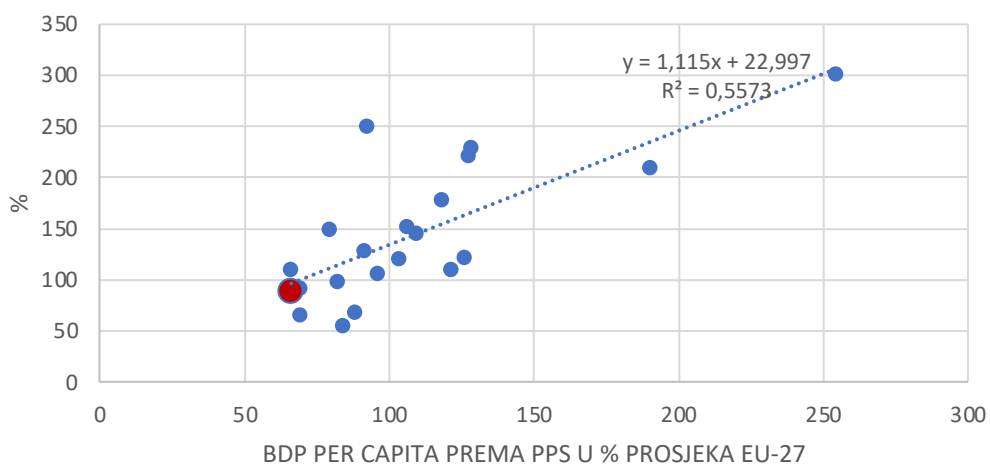


*Procjena autora za 2021. na temelju nekonsolidiranih financijskih računa za q4 2021.

Izvor: Eurostat, MIP indikatori; HNB, financijski računi

Nadalje, Slika 12 pokazuje održivu zaduženost privatnog sektora s obzirom na stupanj gospodarskog razvitka u usporedbi s drugim zemljama članicama europodručja:

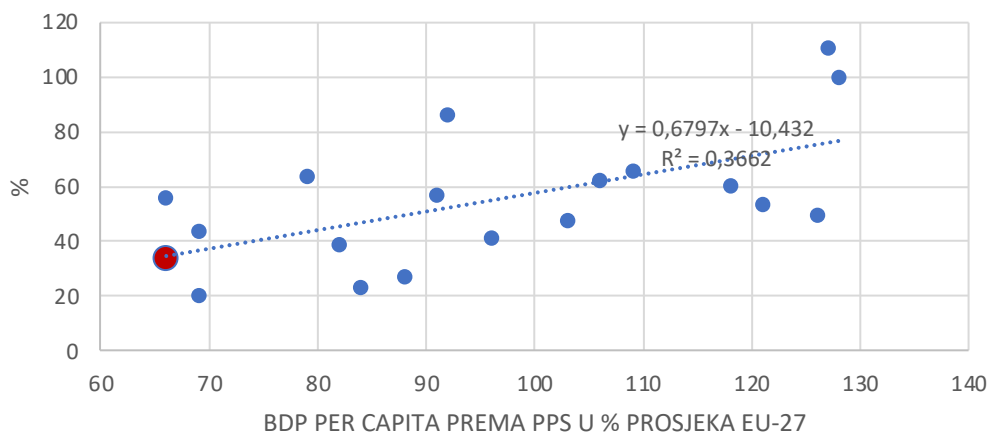
Slika 12. Konsolidirani dug privatnog sektora u % BDP-a prema
BDP-u po stanovniku prema PPS 2019. (zemlje članice
europodručja; Hrvatska crveno)



Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni

Pri tome treba istaknuti i relativno nisku zaduženost sektora kućanstva (stanovništva) u Hrvatskoj (slika 13).¹⁹

Slika 13. Konsolidirani dug sektora kućanstva % BDP-a prema BDP-u po stanovniku prema PPS 2019. (zemlje članice europodručja bez Irske i Luksemburga; Hrvatska crveno)



Irska i Luksemburg su isključene iz Slike jer dvije najrazvijenije članice europodručja imaju razmjerno malu zaduženost sektora kućanstva, pa pozitivna veza nestaje s njihovim uključivanjem. Čitatelj treba imati na umu da se položaj Hrvatske u međuvremenu vjerojatno poboljšao jer vrijednost BDP-a na osi X će 2022. prijeći 70%, a konsolidirani dug sektora kućanstva, ako je suditi prema kretanju kredita kod banaka, približit će se 30% BDP-a (s aktualnih 33,8%) zbog pada realnih kredita i rasta realnog BDP-a u uvjetima visoke inflacije. Izvor: Eurostat

Zaduženost stanovništva nakon ulaska u europodručje ne mora brzo rasti. Slike pokazuju da je pozitivna veza između stupnja gospodarskog razvitka i stupnja zaduženosti stanovništva slabija od veze s ukupnom zaduženosti privatnog sektora, u čemu se vidi i zaduženost sektora poduzeća: stupanj zaduženosti poduzeća kreće se u užem skladu s realnim BDP-om. Bez obzira na to, s visokim stupnjem sigurnosti možemo zaključiti da je značajan potencijal za održiv gospodarski rast u narednim godinama nakon ulaska u europodručje povezan s produbljivanjem privatnih financijskih tržišta. Taj potencijal će se ostvariti samo ako neće biti istisnut pretjerano restriktivnim makrobonitetnim mjerama iznuđenima od strane pretjerano ekspanzivne fiskalne politike, ili od strane slabih strukturnih politika. Uz pretjerano ekspanzivnu fiskalnu politiku i slabe strukturne politike višak agregatne potražnje budit će se ranije i jače, te provocirati restriktivne makrobonitetne mjere.

Prjetjeran oslonac na makrobonitetne mjere može spriječiti ostvarenje pozitivnog doprinosa financijskog razvitka gospodarskom rastu

Kao što je ranije istaknuto, veća posvećenost stabilizacijskoj fiskalnoj funkciji nameće se kao nužnost u narednim godinama. To se može postići djelomičnim institucionalnim usavršavanjem stabilizacijskih mehanizama fiskalne politike. Na tom planu već su poduzete brojne institucionalne inovacije i mjere: (1) institucionalizirano je Povjerenstvo za fiskalnu politiku; (2) donijet je Zakon o fiskalnoj odgovornosti čije će djelovanje ulaskom u europodručje biti ojačano; (3) Hrvatska slijedi fiskalna pravila (Maastricht odnosno Pakt o

¹⁹ Slika je za 2019. godinu kako bi se izbjegao prevelik utjecaj oscilacija u pandemijskim godinama pri čemu se strukturni odnosi u međuvremenu nisu bitno mijenjali.

stabilnosti i rastu) i (4) u okviru Eurosemestra provodi se usklađivanje makroekonomskih aspekata fiskalne politike u srednjoročnom fiskalnom okviru. Opisani institucionalni okvir danas djeluje jače nego u razdoblju 2000.-2008. kada su zemlje europske periferije akumulirale velike makroekonomske neravnoteže. Zbog toga je opasnost njihova izbijanja sada manja. Hrvatska već ima iskustva s novim institucionalnom okvirom, jer se nalazila u okviru dvije korektivne makroekonomske procedure nakon ulaska u EU 2013.: u proceduri prekomjernog deficita (EDP, excessive deficit procedure), iz koje je izašla 2017. i u proceduri makroekonomske neravnoteže (MIP, macroeconomic imbalance procedure) iz koje je izašla početkom 2019. godine. Međutim, postavlja se pitanje je li EU okvir dovoljan za vođenje politika; može li (i treba li) se Hrvatska u budućnosti osloniti samo na EU okvir oblikovanja makroekonomskih politika ili, s obzirom na specifičnosti, može razviti i usavršiti dodatne vlastite institucionalne instrumente za izbjegavanje makroekonomskih neravnoteža.

Hrvatska ima dvije posebnosti koje upućuju na povremenu pojavu izvanrednih javnih prihoda koji se ne bi trebali trenutačno trošiti (zbog izrazitog pro-cikličkog djelovanja i opasnosti doprinosa neravnotežama). Slično državama koje imaju SWF fondove (eng. Sovereign Wealth Fund), povremene viškove proračunskih sredstava bilo bi bolje akumulirati – štedjeti - u vidu rezerve za loša vremena, što se može činiti na posebnom računu koji ćemo radi jasnoće radno nazvati *Hrvatski fond za fiskalnu stabilizaciju*, HFFS. Dva specifična izvanredna izvora financiranja toga fonda mogla bi biti: (1) buduća emisijska dobit HNB-a u okviru europodručja (koja će biti osjetno veća od trenutačne), i (2) dio prihoda od PDV-a koji je povezan sa sezonskim vrhuncima gospodarske aktivnosti u turizmu, koji imaju izrazito kolebljiv karakter.

Emisijska dobit u europodručju

Priključenjem europodručju Hrvatska stječe udjel u emisijskoj dobiti Eurosustava. Hrvatski udjel bit će proporcionalan kapitalnom ključu izračunatom na temelju udjela u populaciji i bruto nacionalnom dohotku. Hrvatski kapitalni ključ će iznositi oko 0,6%. Kako je udjel postojeće novčane mase u novčanoj masi europodručja oko dva puta manji, potencijal za stvaranje emisijske dobiti HNB-a bit će znatno veći nego do sada, kada se emisijska dobit stvarala samo iz vlastite valute.

Nakon priključenja europodručju Hrvatska će doći do novih izvora prihoda, a jedan od njih je i mnogostruko uvećana emisijska dobit

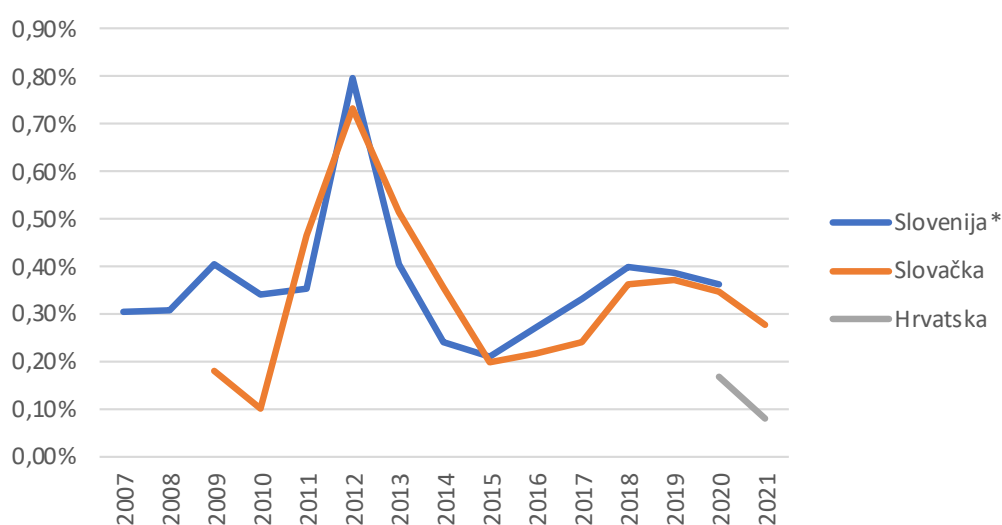
Uz to najveći dio (više od 90%) od trenutačno raspoloživih 26 milijardi eura međunarodnih pričuva ostaje u takozvanoj nefinancijskoj aktivi (NFA) HNB-a. HNB kao članica Eurosustava mora upravljati tim sredstvima prema strogim pravilima europodručja, ali ta pravila ne ograničavaju središnju banku u pogledu razvoja novog modela upravljanja imovinom. Taj model bi uz marginalno veći rizik u odnosu na sadašnji koji je ograničen potrebom maksimalne likvidnosti sredstava međunarodnih pričuva mogao ostvariti malo veći prinos.

HNB će s obzirom na početno naslijeđe visokih međunarodnih pričuva (oko 40% BDP-a) imati nešto veću bazu NFA od Slovenije i Slovačke koje smo odabrali kao najbližnje zemlje za usporedbu. Na Slici 14 prikazana je usporedba emisijskih dobiti²⁰ Slovenije, Slovačke i Hrvatske

²⁰ Radi usporedivosti emisijska dobit ne uključuje ostale prihode (kao što su prihodi od numizmatičkih izdanja) već uključuje samo trajne izvore dobiti: neto kamatni prihod, neto prihod od provizija i naknada, dohodak od udjela i sudjelujućih interesa te alokaciju monetarnog dohotka (za Sloveniju i Slovačku). Alokacija monetarnog dohotka uključuje sudjelovanje u emisijskoj dobiti Eurosustava, što treba uvećati za emisijsku dobit po osnovi

(neposredno pred ulazak u europodručje kako bi zadnje godine bile usporedive). Usporedba pokazuje potencijal za uvećanje emisijske dobiti i do nekoliko puta. Bilo bi neodgovorno letvicu očekivanja postaviti previsoko jer upravljanje rizikom ovih sredstava je najvažniji kriterij s obzirom da je riječ o sredstvima nacionalnog osiguranja u slučaju političkih i sličnih potresa historijskih razmjera. Za glavnicom ovih sredstava ne smije se posezati, osim u slučaju katastrofe globalnih razmjera. Međutim, prikazana usporedba, uz uzimanje u obzir razmjerno visokog početnog iznosa hrvatske NFA, ukazuje na mogućnost pomicanja hrvatske linije emisijske dobiti do oko 0,4-0,5% BDP-a u srednjem roku, osobito ako imamo u vidu da Europa upravo ulazi u razdoblje povećanih kamatnih stopa o kojima udjel emisijske dobiti u BDP-u značajno zavisi.

Slika 14. Emisijska dobit u % BDP-a



*U trenutku izrade analize Slovenija još nije objavila Godišnje izvješće za 2021. godinu.
Izvor: godišnja izvješća središnjih banaka, razne godine, vlastiti izračuni

Naravno, sva sredstva ostvarena od emisijske dobiti neće se moći svake godine isplatiti u proračun jer dio zarada ostaje u rezervama HNB-a odnosno Eurosustava. Ipak, o uporabi većeg dijela sredstava emisijske dobiti odlučuje se kroz nacionalno zakonodavstvo i političku praksu, što ostavlja otvorena vrata za uspostavu pravila uporabe viška koja bi se uklopila u ideju o jačanju protu-cikličkog karaktera fiskalne politike kroz zadržavanje viška sredstava na posebnom računu (HFFS) u dobrim vremenima i njihovo otpuštanje u lošim vremenima.

Premda se pretpostavljenih 0,2-0,4% BDP-a na godinu novoga monetarnog viška može činiti kao mali iznos, ne treba zaboraviti da je riječ o iznosu koji bi se u slučaju osnivanja fonda za fiskalnu stabilizaciju akumulirao u vidu rezerve (kapitala) kroz ekspanzivni dio poslovnog ciklusa koji često traje i 4-7 godina. Na kraju takvoga razdoblja ekspanzije, kada izbije kriza, vlada bi mogla raspolagati i s oko 2% BDP-a sredstava ušteđenih u dobrim vremenima. A to nije malo, osobito u godinama kada izvori EU sredstava presahnu; riječ je o iznosu koji ima

izdanja gotovog novca (novčanica i kovanica) koja se knjiži kao dohodak od udjela i sudjelujućih interesa. Alokacija monetarnog dohotka u pojedinim godinama može biti negativna ako se formiraju rezervacije za zajedničke monetarne instrumente europodručja, no to je rijetko. Alokacija monetarnog dohotka je u pravilu stabilna i pozitivna stavka u računima dobiti i gubitka nacionalnih središnjih banaka.

makroekonomski značaj i može olakšati fiskalno upravljanje u krizama. I što je još važnije, taj iznos, koji se postupno akumulira, može preventivno umanjiti opasnost pregrijavanja gospodarstva zbog pretjerane fiskalne ekspanzije u rastućoj fazi gospodarskog ciklusa ako se višak sredstava ne troši u godinama kada su likvidnost i financijski uvjeti ionako izdašni.

Ciklička i sezonska komponenta javnih prihoda: dio PDV-a od turizma

Uvećana emisijska dobit u godinama nakon ulaska u europodručje nije jedini mogući izvor financiranja Hrvatskog fonda za fiskalnu stabilizaciju. Velika ovisnost hrvatskog gospodarstva o turizmu i visoka sezonalnost ove gospodarske aktivnosti stvaraju uvjete koji su nalik uvjetima u gospodarstvima koja su bogata prirodnim resursima. Napoljetku, i turizam se razvija zahvaljujući prirodnom resursu, što znači da dodana vrijednost u tom sektoru u sebi sadrži komponentu rente.

Ako se emisijskoj dobiti pribroje značajne cikličke i sezonske komponente prihoda od poreza na dobra i usluge, Hrvatska ima dovoljno izvora za pokretanje fonda za fiskalnu stabilizaciju

Svjetske cijene roba, koje zavise o globalnim gospodarskim uvjetima, određuju makroekonomske uvjete u državama koje su bogate resursima za izvoz. U uvjetima globalne ekspanzije veliki resursi (faktori proizvodnje – rad i kapital) ulaze u procese ekstrakcije prirodnih resursa (pa ih premalo ostaje na raspolaganju za druge aktivnosti), a u uvjetima globalnog usporavanja i recesija gospodarski pad u resursima bogatim zemljama može biti izraženiji zbog prevelike koncentracije gospodarske aktivnosti u najpogođenijem dijelu gospodarstva. Zbog toga mnoge resursima bogate zemlje odlučuju u fazama ekspanzije ne trošiti sve što je zarađeno; značajan dio spremaju u rezerve. Najpoznatiji primjer je Norveški naftni fond – najveći pojedinačni dioničar na svijetu.

Društvo koje osvijesti potencijale protu-cikličkog djelovanja sredstava ušteđenih u godinama kada je renta visoka, uspostavljanjem stabilizacijskog fonda postiže tri cilja. Prvo, ublažava pregrijavanje domaćeg gospodarstva u fazama poslovne ekspanzije. Drugo, povećava vlastite rezerve za vođenje protucikličke politike u recesijama. Treće, na stranu sprema sredstva za buduće generacije ako se prirodni resurs iscrpi ili mu padne ekonomska vrijednost zbog tehnoloških promjena, prirodnih katastrofa, promjena navika potrošača, ili nekog sličnog strukturnog razloga.

Opisane karakteristike turizma u Hrvatskoj djeluju u sprezi s jednom od najviših stopa PDV-a u EU. Takva konstelacija stvara sezonalnost poreznih prihoda od PDV-a. U razdoblju 2017.-2021., u periodu od tri mjeseca od srpnja do rujna,²¹ prikuplja se puno više od četvrtine godišnjih prihoda od PDV-a: 2021. 30,5%; 2020. 29,7%; 2019. 29,7%; 2018. 29,3%; 2017. 29,1% itd. Iako bi doprinos turizma PDV-u trebalo preciznije izračunati, ugrubo se može zaključiti da, ako prihod od PDV-a čini oko 13% BDP-a, „višak“ 4-5% koji se prikupe u ljetnim mjesecima čini oko 0,5-0,6% BDP-a, što predstavlja potencijalni dodatni izvor za financiranje fonda za fiskalnu stabilizaciju. Prema tome, zbir uvećane emisijske dobiti i dijela PDV-a od turizma može puniti fond za fiskalnu stabilizaciju sredstvima u iznosu od oko 1% BDP-a na godinu. To može dati značajan doprinos smanjenju opasnosti od pregrijavanja gospodarstva u fazama poslovne ekspanzije, osigurati sredstva za fiskalnu intervenciju bez zaduživanja kada nastupi kriza, a uz

²¹ Prema nacionalnoj fiskalnoj metodologiji.

to, u fondu se mogu akumulirati i dugoročno ulagati sredstva koja ćemo čuvati za buduće generacije.

Ovdje nam nije bio cilj ulaziti dublje u politička i operativna pitanja funkcioniranja institucija za fiskalnu stabilizaciju. Nekoliko uvodnih informacija dano je u Okviru 3. Cilj je bio objasniti makroekonomske razloge za jačanje fiskalne stabilizacijske funkcije u kontekstu očekivane dugoročne promjene karaktera poslovnih ciklusa u Hrvatskoj nakon ulaska u europodručje. Već i sama javna rasprava o fondu za fiskalnu stabilizaciju može doprinijeti osvještavanju obilježja gospodarskih kretanja koja će obilježiti Hrvatsku u ovome desetljeću i načina kako se optimalnom kombinacijom makroekonomskih politika mogu osigurati pretpostavke za održiv gospodarski rast i dugoročno približavanje dohotka po stanovniku prosjeku Europske unije.

Okvir 3: Fondovi za fiskalnu stabilizaciju

Fondovi za fiskalnu stabilizaciju pripadaju kategoriji državnih fondova ili fondova državnog bogatstva (eng. Sovereign Wealth Funds, SWF). Imaju ih vrlo različite zemlje (i razvijene i slabije razvijene), i to iz različitih razloga i s različitim ciljevima. Veoma su različito ustrojeni. Nema najbolje prakse. Svaka zemlja organizira SWF u skladu s vlastitim specifičnostima. Najčešći razlog je velik utjecaj prirodnih resursa odnosno eksploatacije prirodnih bogatstava na gospodarstvo. Iz tog razloga, SWF imaju i tako različite zemlje kao što su Norveška (energenti), Čile (metali) i Bocvana (drago kamenje). SWF-ove koji ne zavise o izvoznim prihodima ali se financiraju s ciljem fiskalne stabilizacije ili poticanja gospodarskog razvitka imaju i Singapur i Južna Koreja. U ciljevima takvih fondova često se kao prioritet ne navodi izravno razvoj (jer se u te svrhe koriste drugi instrumenti koji su jednako izdašni), nego se kombiniraju stabilizacijska funkcija i čuvanje zajedničkog bogatstva za buduće generacije. Osim jasno deklariranih ciljeva, svaki SWF treba imati pažljivo uređeno upravljanje i kontrolne mehanizme, izvore financiranja (koji moraju biti jasno određeni i ograničeni), kriterije i načine povlačenja sredstava. Fondovi ove vrste mogu funkcionirati kao zasebne institucije ili mogu biti uređeni kao posebni računi ministarstva financija kojima upravlja ministar odnosno služba u okviru ministarstva prema pravilima koja su određena posebnim zakonom.

Izvor: [Svjetska banka](#)

Zaključak

Hrvatska će se priključiti europodručju u trenutku kada će aktualni inflacijski val vjerojatno oslabiti, a sve veći broj analiza pokazivati da su strukturni i troškovni čimbenici, a ne monetarna politika ECB-a, bili pokretači i podupiratelji aktualnog inflacijskog vala. Inflacija će u srednjem roku nakon priključenja europodručju zavisiti o brzini gospodarskoga rasta i stadiju poslovnoga ciklusa. Ako u duljem razdoblju bude znatno veća nego u drugim članicama monetarne unije, to može biti indikator nakupljanja makroekonomskih neravnoteža.

Akumulaciju neravnoteža u slučaju realne konvergencije Hrvatske treba sprječavati i/ili brzo korigirati kako bi realna konvergencija bila održiva, a ne kao u slučaju Grčke, i u manjoj mjeri Španjolske, kako bi ostala specifična za jedno povijesno razdoblje povezano su ulaskom u EU nakon kojeg je uslijedila divergencija. Danas raspoložemo institucionaliziranim alatima za prevenciju, otkrivanje i korekciju makroekonomskih neravnoteža. Tablica pokazatelja MIP-a (MIP scoreboard) i indikatori za praćenje fiskalnih pravila europodručja dobre su vodilje.

No, jednostavni indikatori mogu zavarati. Prvo, indikatori makroekonomskih neravnoteža ne uključuju realni jednični trošak rada i saldo međunarodne razmjene roba i usluga čija kombinacija predstavlja najpouzdaniju indikaciju nakupljanja neravnoteža. Drugo, fiskalna pravila koja su oblikovana prema načelu „jedan konfekcijski broj za sve“ funkcioniraju kao administrativni kriterij za zemlje koje akumuliraju makroekonomske neravnoteže pri brzom približavanju prosječnom BDP-u po stanovniku prema paritetu kupovne moći EU. Monetarna politika ECB-a za takvu zemlju ne može biti dovoljno restriktivna, pa razliku treba kompenzirati fiskalna politika. No, ona, ako se rukovodi samo zajedničkim fiskalnim pravilima, također neće postići potrebnu restriktivnost. Postoji opasnost da se najveći teret prilagodbe u takvim uvjetima prebaci na makroprudencijalne mjere.

Pokazatelji za financijski sustav u okviru tablice MIP-a ukazuju na inicijalnu udaljenost aktualnih vrijednosti u odnosu prema kritičnim vrijednostima, što tumačimo kao dokaz širine prostora za daljnji financijski razvitak i doprinos financijskog sustava gospodarskom rastu u Hrvatskoj. U prilog tomu govore i činjenice da će pristupanje europodručju poboljšati likvidnost, smanjiti regulatorne troškove i rizike. Međutim, potencijal rasta koji bi mogao proizaći iz financijskog produbljivanja neće se realizirati ako fiskalna politika neće biti dovoljno restriktivna u dobrim godinama. U tom slučaju, prevelik teret prilagodbe će se prevaliti na makroprudencijalna ograničenja. Stoga bi se fiskalna politika jednim dijelom trebala usredotočiti na dugoročnu optimalizaciju rasta, odnosno izgladivanje poslovnog ciklusa. To je njezina ključna stabilizacijska funkcija. Pored već postojećih institucionalnih mehanizama, u obavljanju te uloge mogao bi pomoći i fond za fiskalnu stabilizaciju.