



HRVATSKA NARODNA BANKA

---

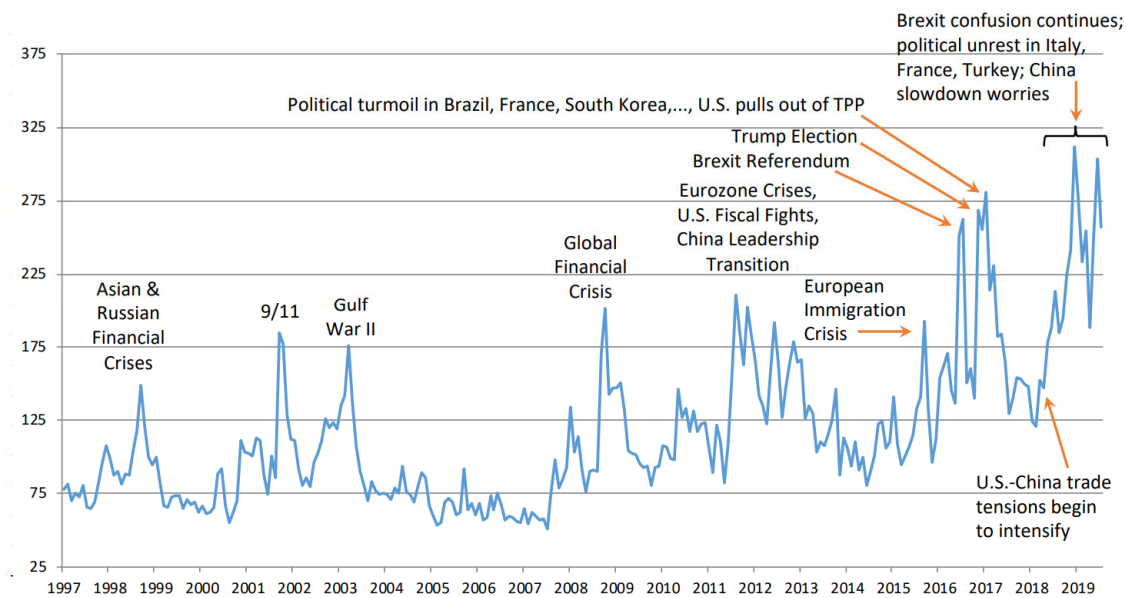
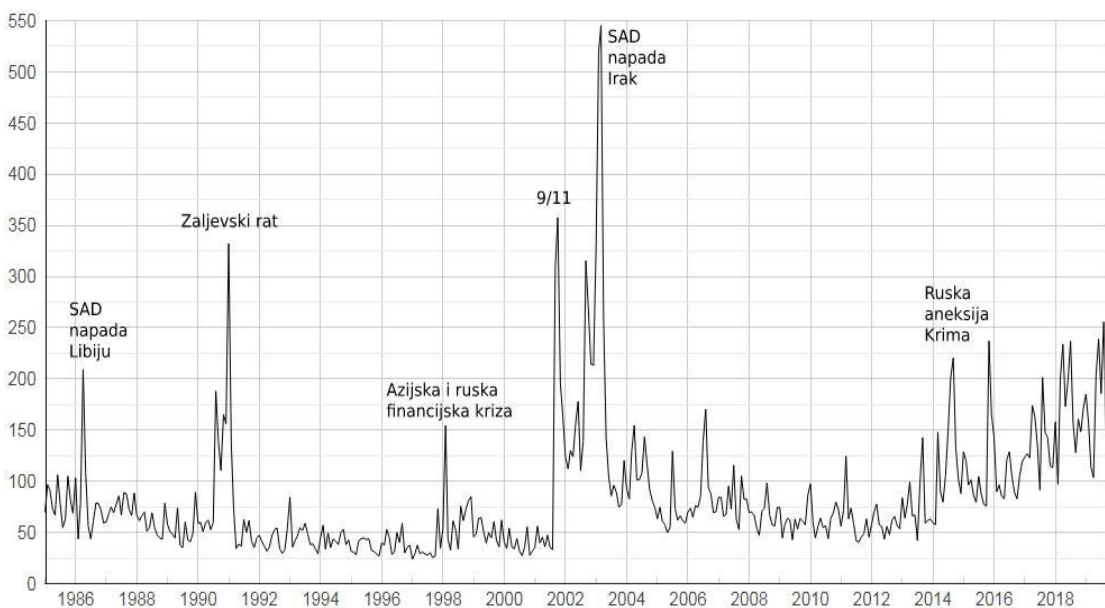
**Monetarna politika u uvjetima  
globalnog usporavanja i jačanja negativnih rizika  
- kako ublažiti sljedeću recesiju?**

Boris Vujčić,  
guverner

Ekonomska politika Hrvatske u 2020.,  
Opatija, 6. studenoga 2019.

---

# Sve izraženije jačanje negativnih geopolitičkih i gospodarskih rizika...

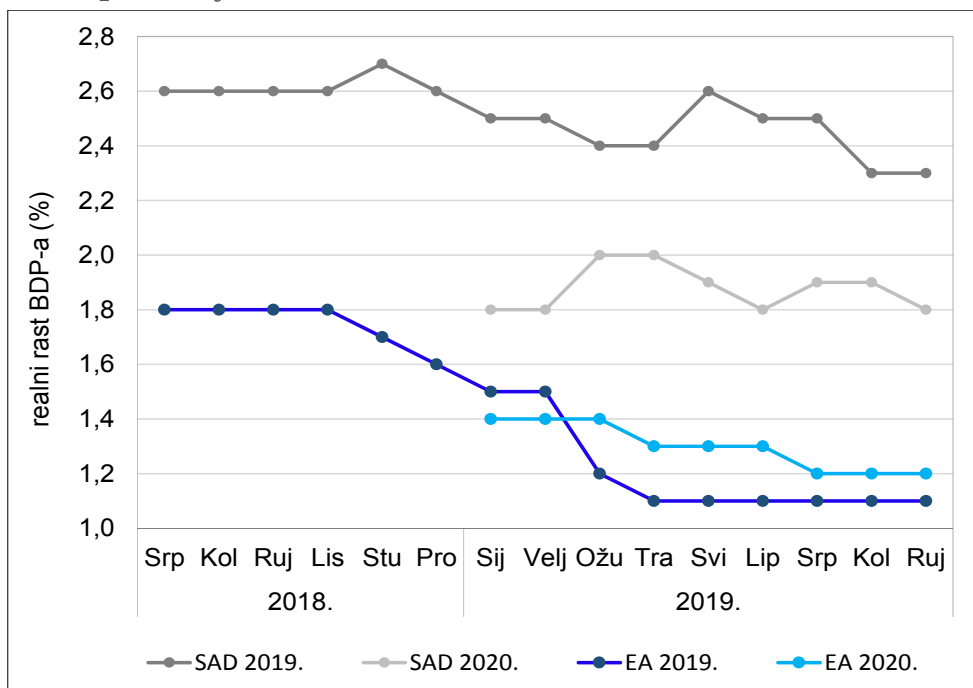


Izvor: "Measuring Geopolitical Risk" by Dario Caldara and Matteo Iacoviello at <https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr.htm>

Izvor: Davis, S. J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty." *Macroeconomic Review*, October. Also available as NBER Working Paper No. 22740. <https://www.policyuncertainty.com/index.html>

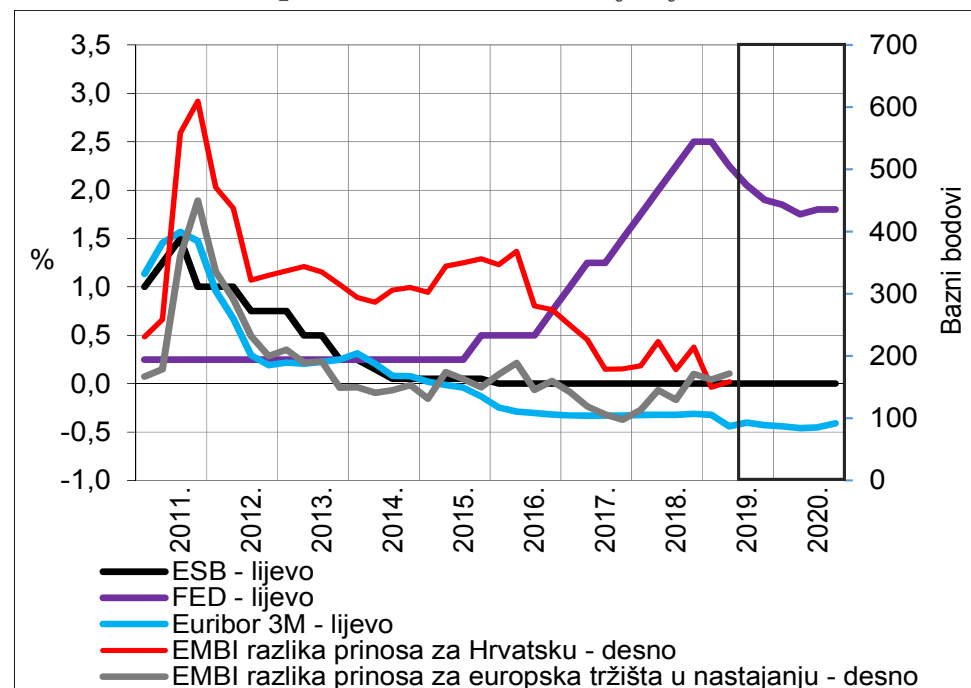
## ...negativno utječe na očekivanja gospodarskog rasta, unatoč i nadalje povoljnim uvjetima financiranja!

Očekivanja gospodarskog rasta u SAD- i u europodručju



Izvor: Consensus Forecast

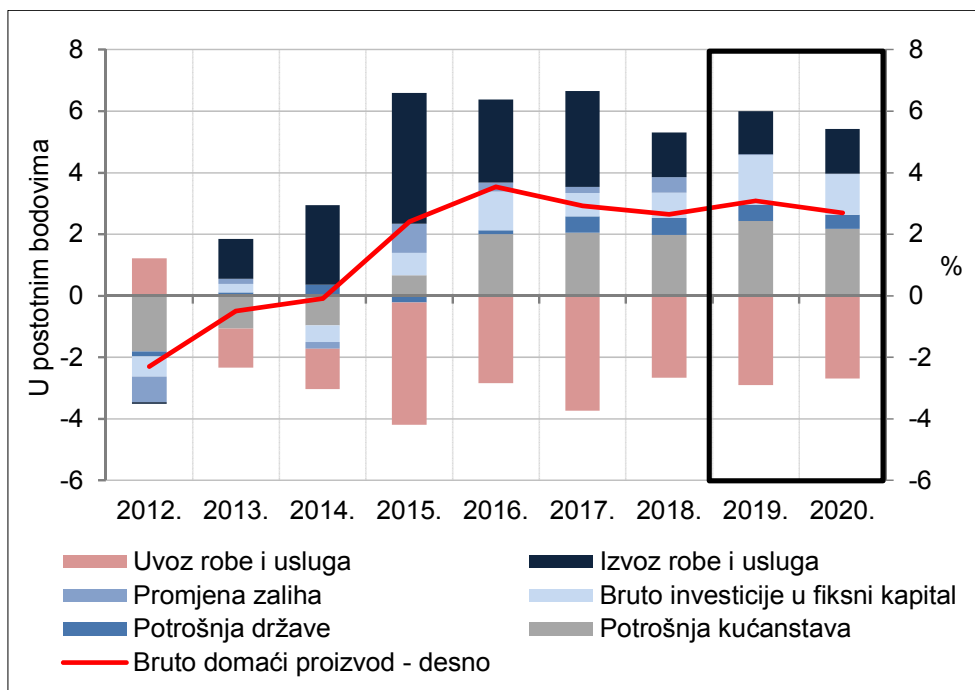
Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih tržišta u nastajanju



Izvor: Bloomberg (6. rujna 2019.)

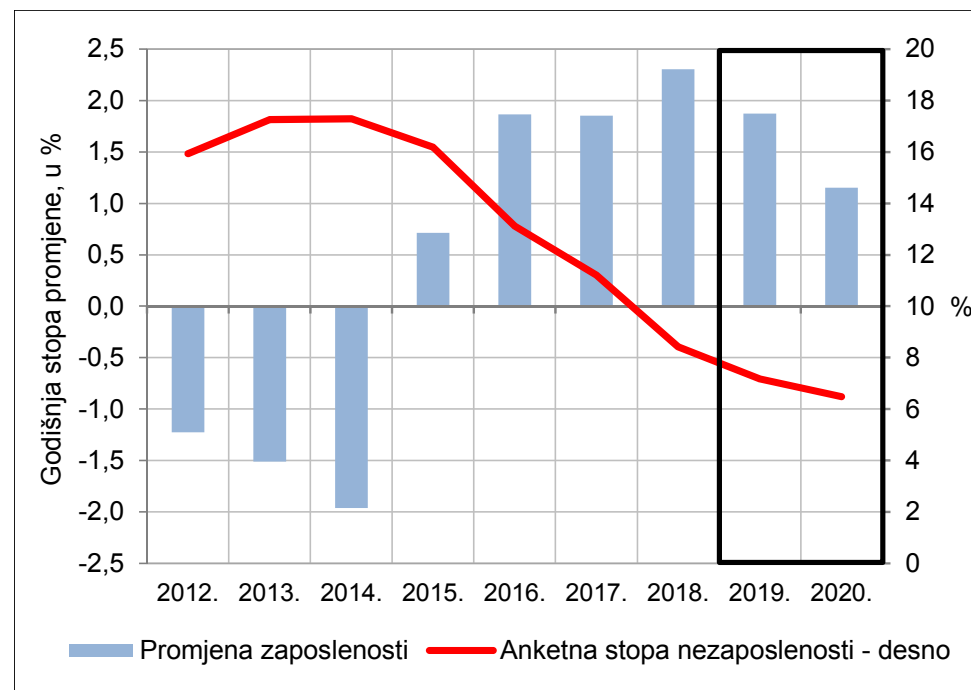
# Ipak, prema trenutnim očekivanjima, realni bi se BDP mogao nastaviti povećavati, podržan povoljnim kretanjima na tržištu rada...

**Promjena BDP-a  
doprinosi po komponentama**



Napomena: Projekcija za 2019. i 2020. preuzeta je iz projekcije HNB-a iz srpnja 2019.  
Izvor: DZS

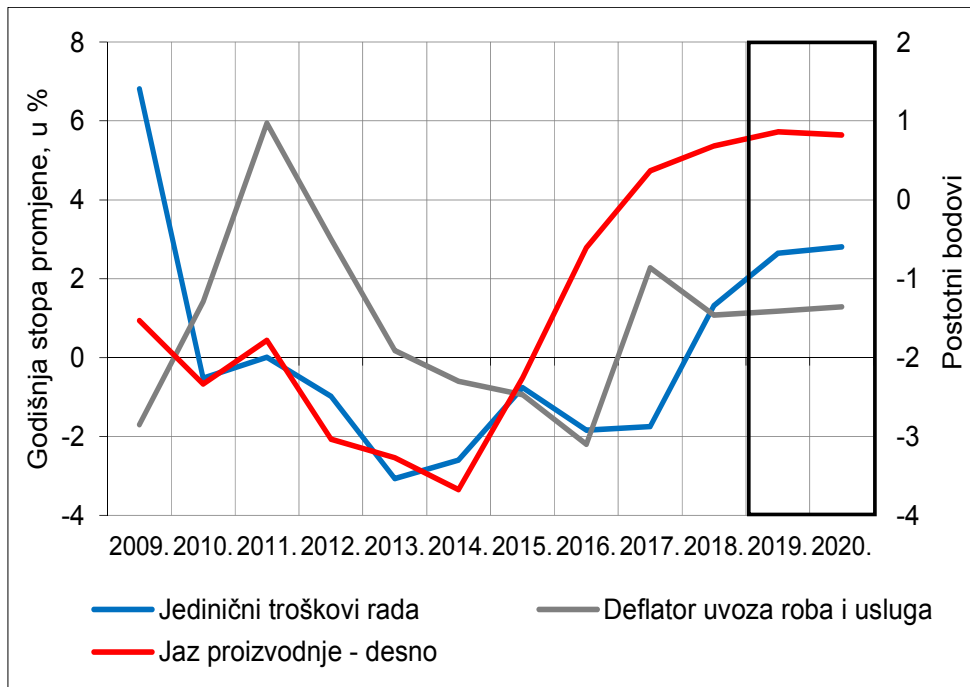
**Stopa promjene zaposlenosti i anketna stopa nezaposlenosti**



Napomena: Projekcija za 2019. i 2020. preuzeta je iz projekcije HNB-a iz srpnja 2019.  
Izvori: HZMO; DZS; projekcija HNB-a

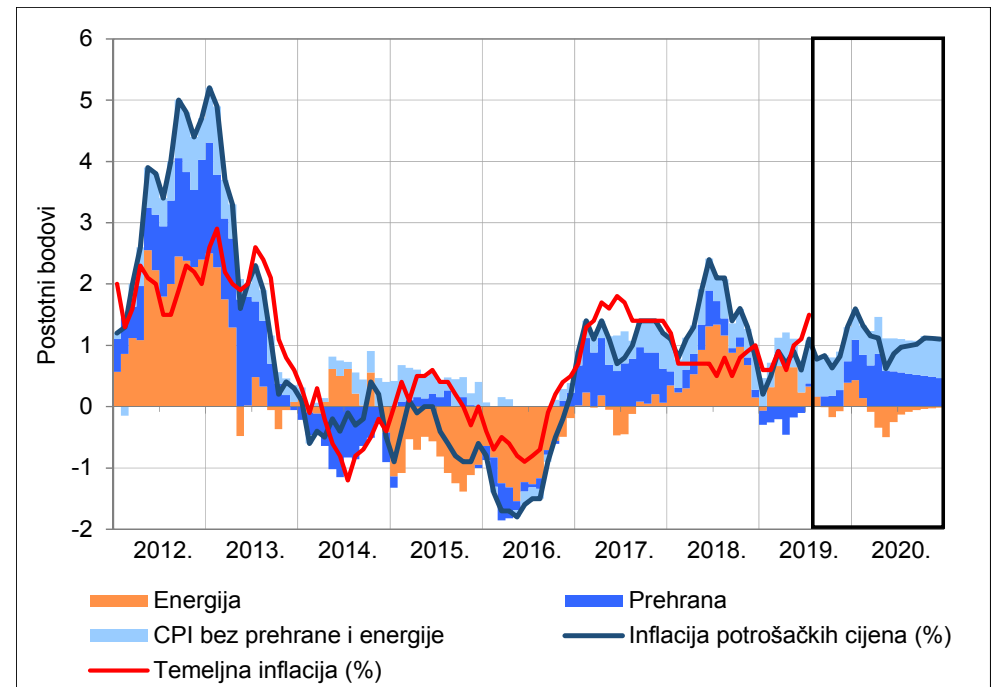
# ...dok bi inflacija trebala ostati niska i stabilna

## Domaći i inozemni činitelji inflacije



Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

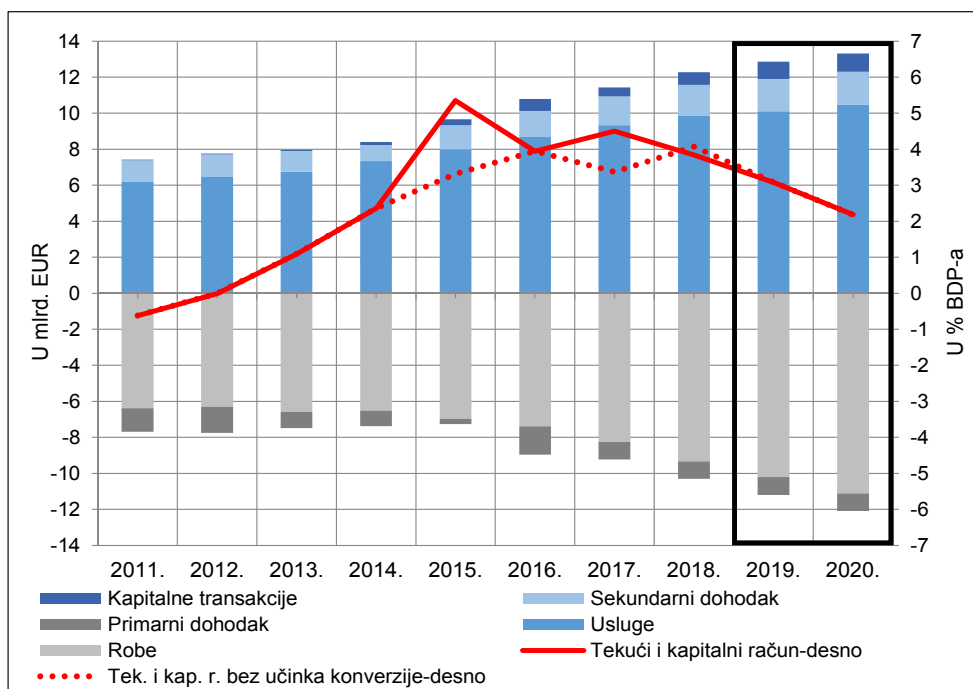
## Projekcija inflacije



Izvori: DZS; izračun HNB-a

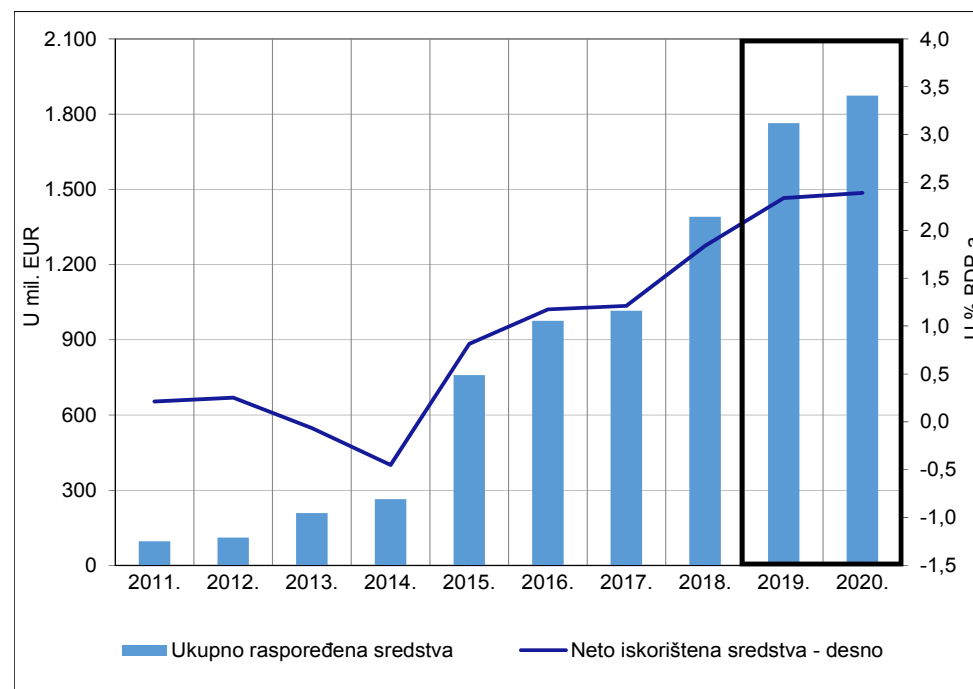
# Unatoč jačem korištenju EU fondova, višak tekućeg i kapitalnog računa se smanjuje zbog jačanja domaće potražnje...

## Tekući i kapitalni račun platne bilance



Napomena: Jednokratni učinci se odnose na konverziju kredita indeksiranih uz švicarski franak u 2015. i rezervacije banaka za potraživanja povezana s koncernom Agrokor u 2017. i 2018. godini.  
Izvor: HNB

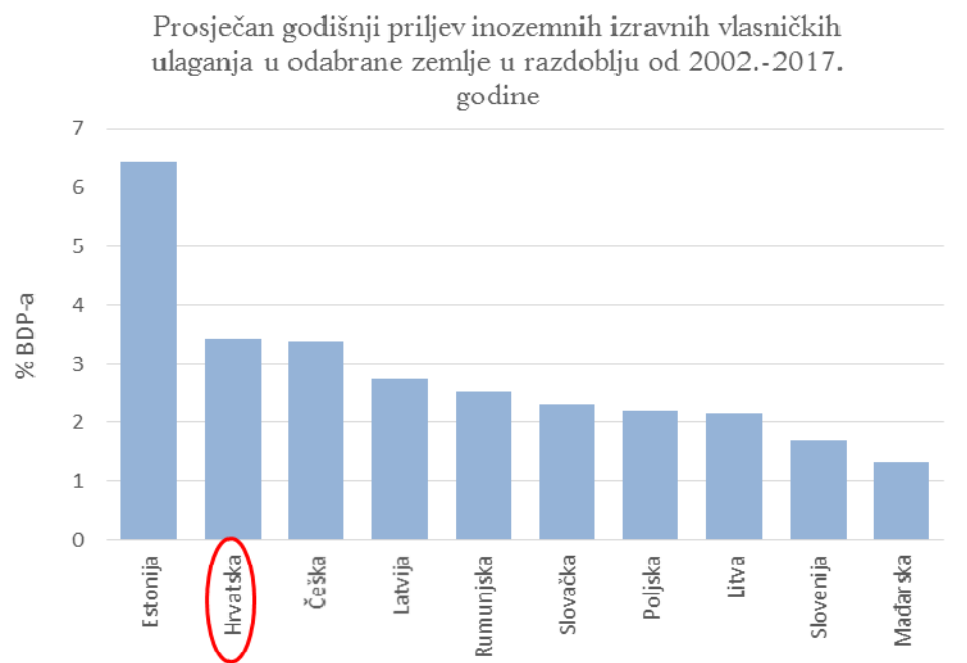
## Transakcije s EU proračunom



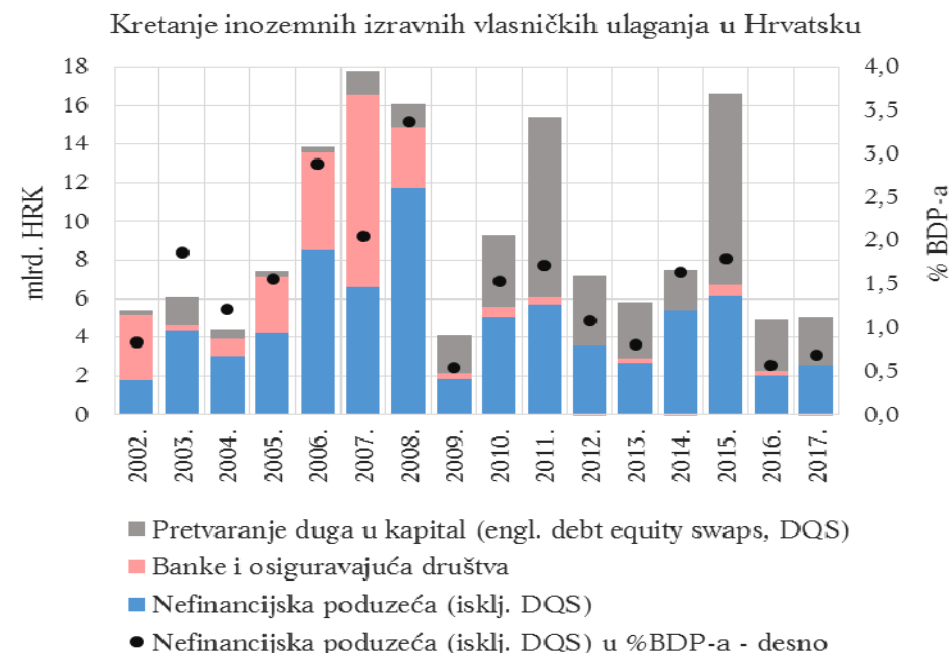
Napomena: Od ukupnih sredstava primljenih iz EU fondova, na tek. i kap. računu platne bilance se bilježe samo sredstva koja su raspoređena i isplaćena krajnjim korisnicima, dok se sredstva koja su primljena, ali nisu raspoređena bilježe na financijskom računu. Pozitivna vrijednost neto iskorištenih sredstava predstavlja višak raspoređenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a.  
Izvori: HNB; Ministarstvo financija

## ...dok su izvozni potencijali limitirani razinom i strukturom ostvarenih izravnih vlasničkih ulaganja...

Makar se Hrvatska s priljevom izravnih vlasničkih ulaganja svrstava među ponajbolje nove zemlje članice EU...



...ulaganja su u znatnoj mjeri ostvorena u finansijskom sektoru ili su nastala pretvaranjem duga poduzeća u kapital.

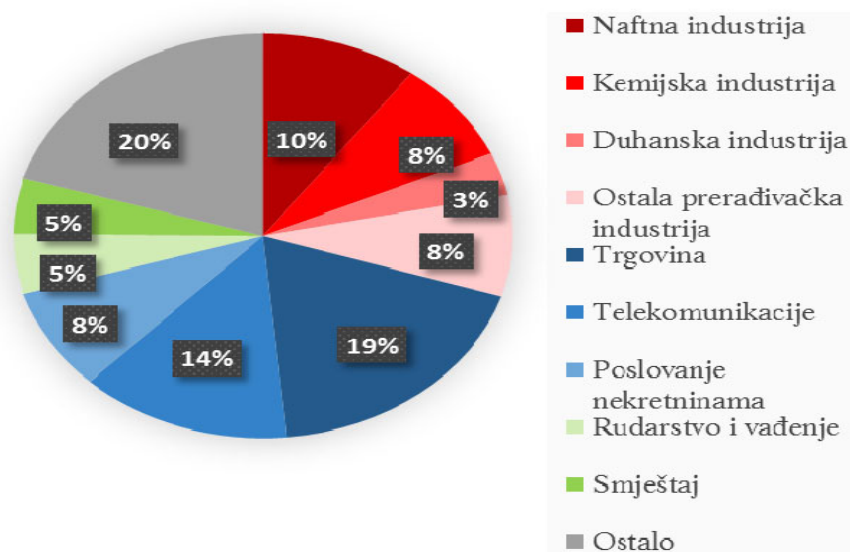


Napomena: Više u Okvir 4. Analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, Makroekonomska kretanja i prognoze, srpanj 2019.  
Izvor: Eurostat, FINA, HNB

## ...zbog usmjerenosti na niskotehnološke djelatnosti i lokalno tržište...

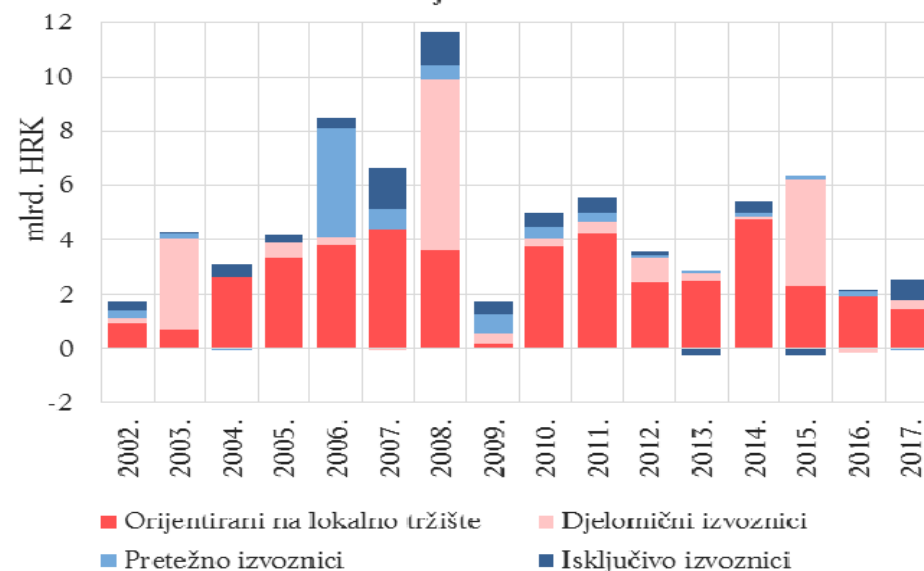
Uz skromna vlasnička ulaganja u industriji koja su većina bila usmjerena u niskotehnološke djelatnosti...

Struktura inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja po djelatnostima (kumulativ 2002.-2017.)



...dominirala su ulaganja usmjerena na lokalno tržište s niskim izvoznim intenzitetom.

Inozemna izravna vlasnička ulaganja prema izvoznoj intenzivnosti



Napomena: Više u Okvir 4. Analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, Makroekonomska kretanja i prognoze, srpanj 2019.

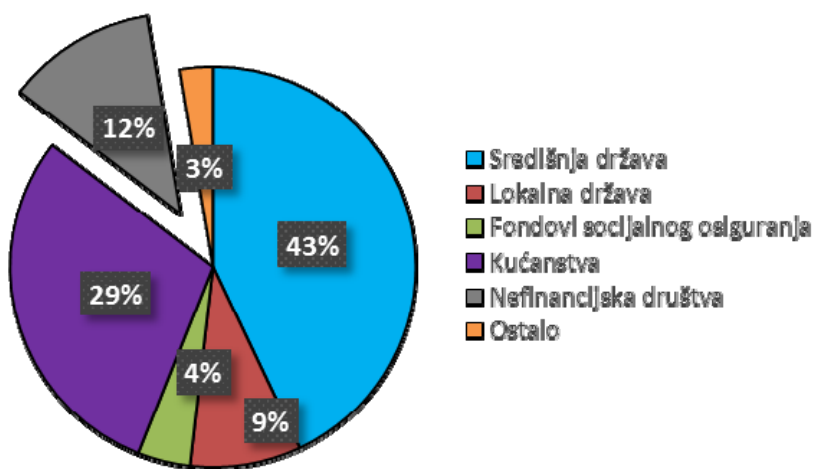
Izvor: Eurostat, FINA, HNB



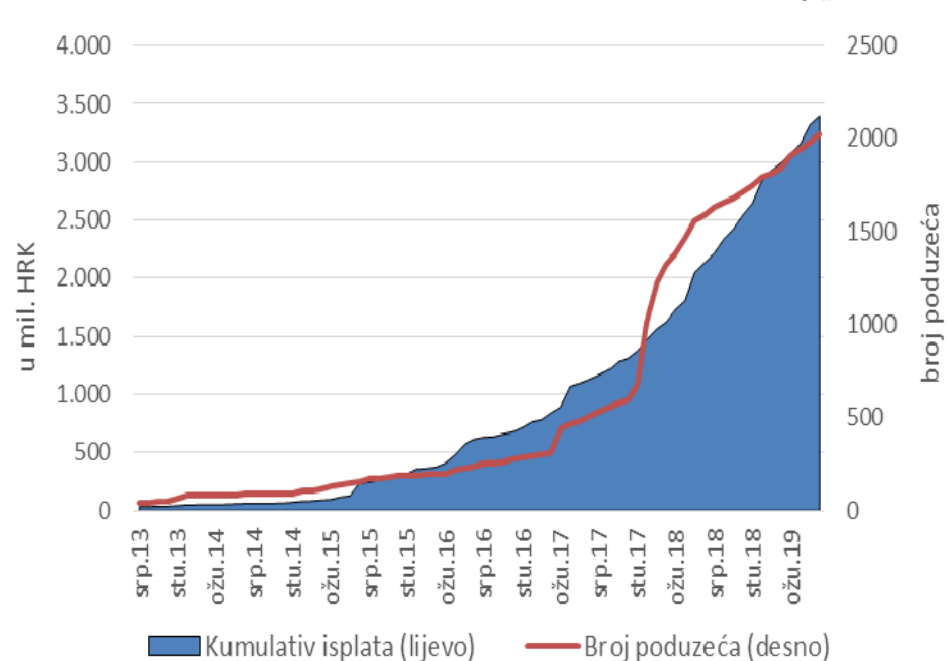
# ...što bi se dijelom moglo ispraviti sredstvima EU fondova...

Od ukupno isplaćenih iznosa sredstava EU fondova tek manji dio odnosi se na nefinancijska poduzeća.

Struktura ukupnih isplata sredstava iz ESI fondova prema sektoru krajnjeg korisnika, srpanj 2013. - 2017.



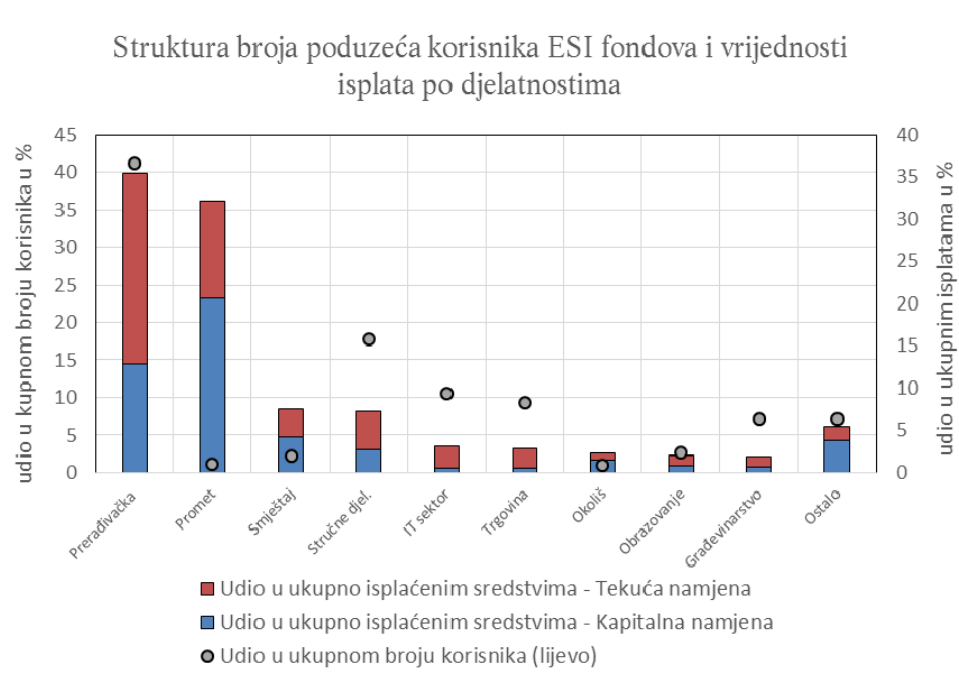
Dinamika isplata snažnije se intenzivirala dvije godine nakon primanja Hrvatske u EU, a sredstva su koncentrirana na mali broj poduzeća.



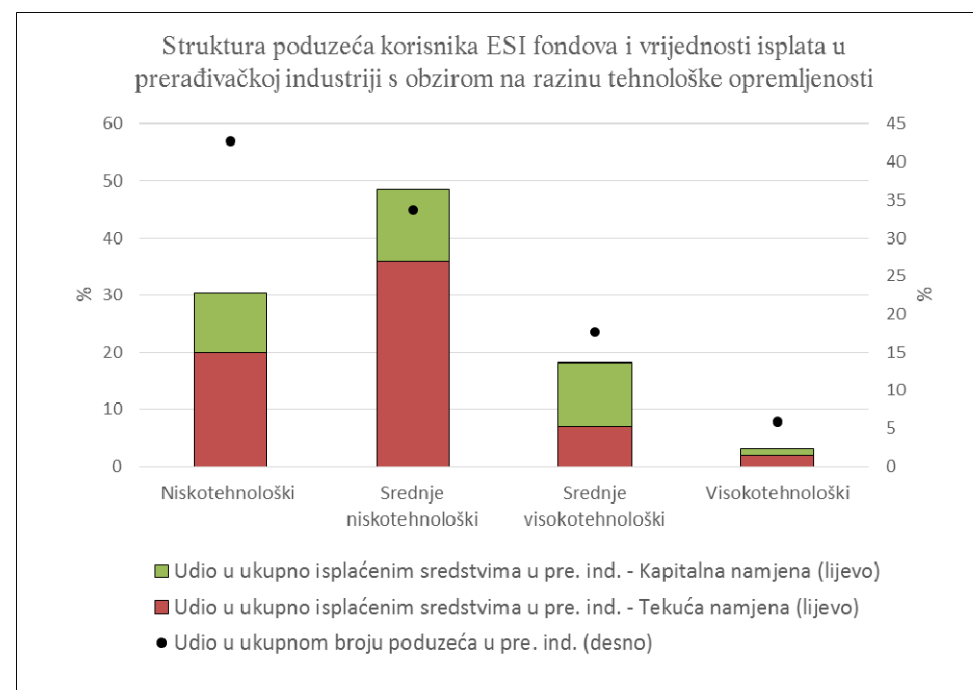
Napomena: Više u Okvir 3. Karakteristike poduzeća korisnika Europskih strukturnih i investicijskih fondova, Makroekonomska kretanja i prognoze, prosinac 2018.  
Izvor: obrada HNB-a prema podacima Ministarstva financija i Financijske agencije

## ...uz potrebna poboljšanja strukture isplata

Nepovoljnoj strukturi isplata pored asimetrije isplata prema djelatnostima...



...uvelike doprinose i nisko i srednje niskotehnološke djelatnosti većine korisnika.

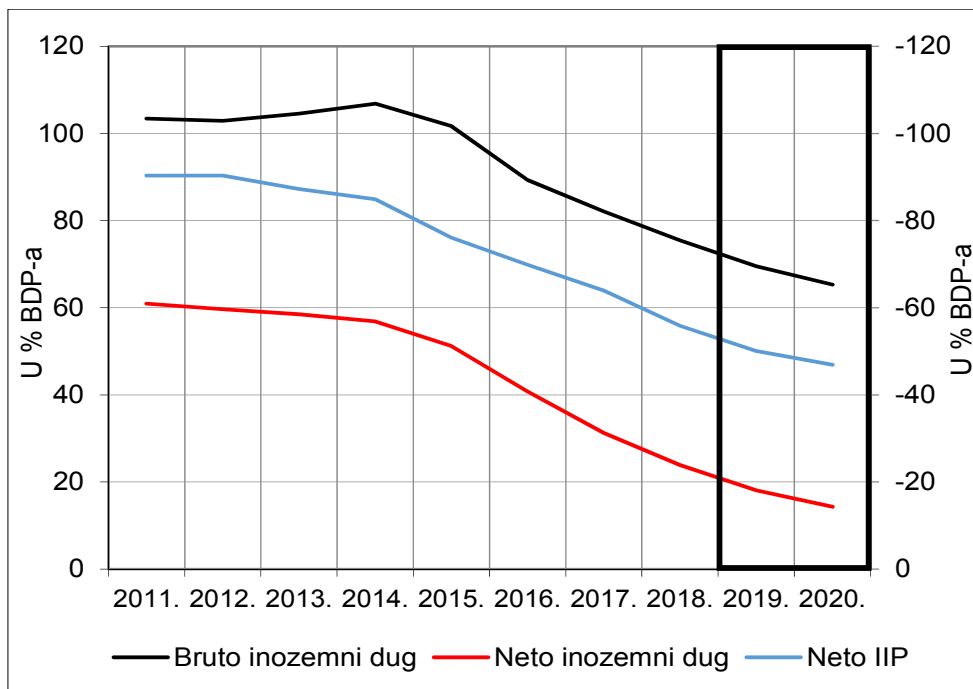


Napomena: Više u Okvir 3. Karakteristike poduzeća korisnika Europskih strukturnih i investicijskih fondova, Makroekonomska kretanja i prognoze, prosinac 2018.

Izvor: obrada HNB-a prema podacima Ministarstva financija i Financijske agencije

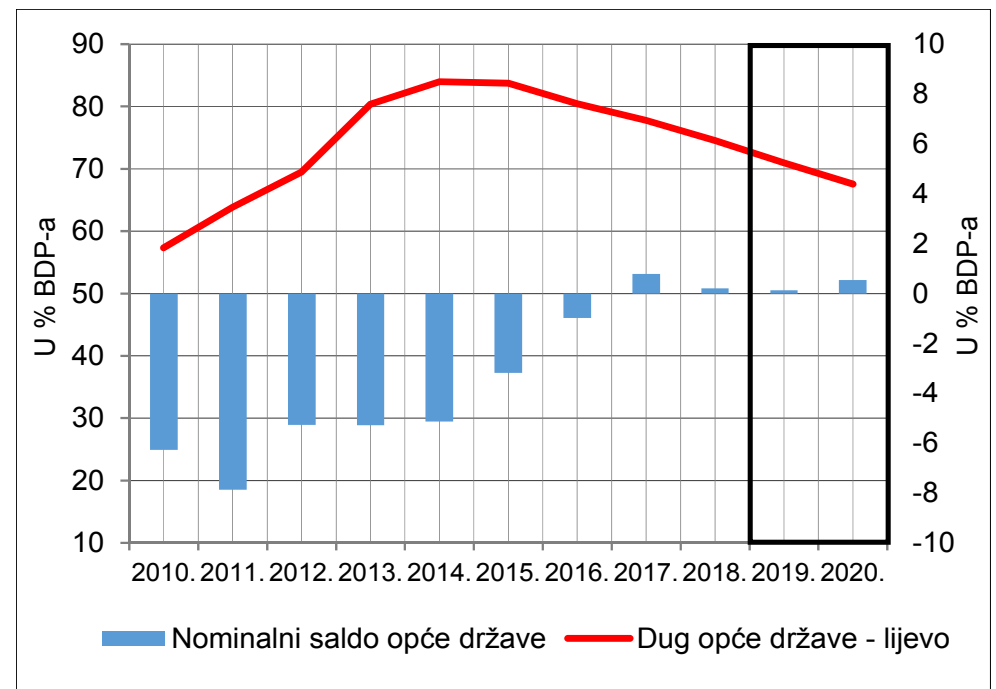
# Ipak, prethodno akumulirane neravnoteže se postupno smanjuju...

## Relativni pokazatelji inozemnih obveza



Izvor: HNB

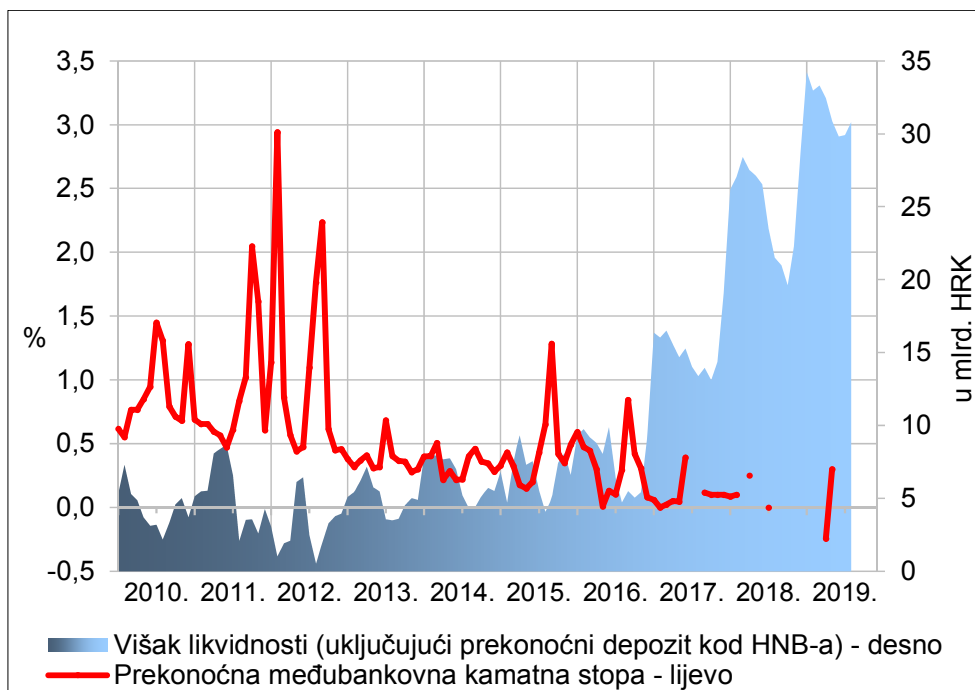
## Manjak i dug opće države (ESA 2010)



Napomena: Projekcije javnog duga i nominalnog salda opće države preuzete su od Europske komisije.  
Izvor: Eurostat; HNB; EK

# ...što je potpomognuto ekspanzivnom monetarnom politikom HNB-a...

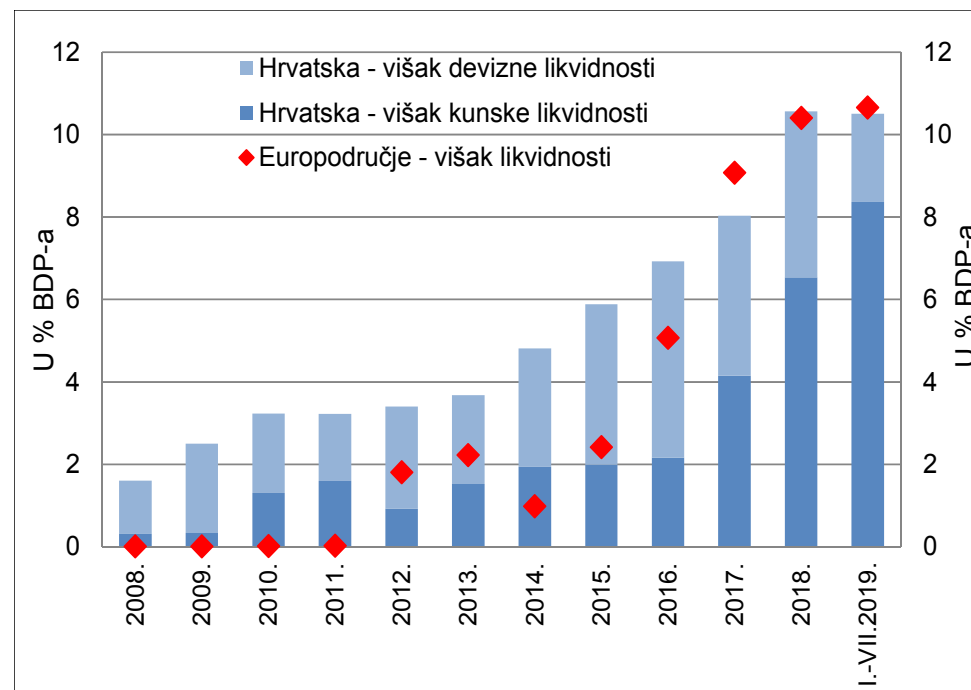
## Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa



Napomena: Višak likvidnosti je razlika između stanja na računima za namirenje poslovnih banaka kod HNB-a i iznosa kojeg banke moraju održavati na tim računima prema obračunu obvezne pričuve.

Izvor: HNB

## Višak likvidnosti – HR vs. europa

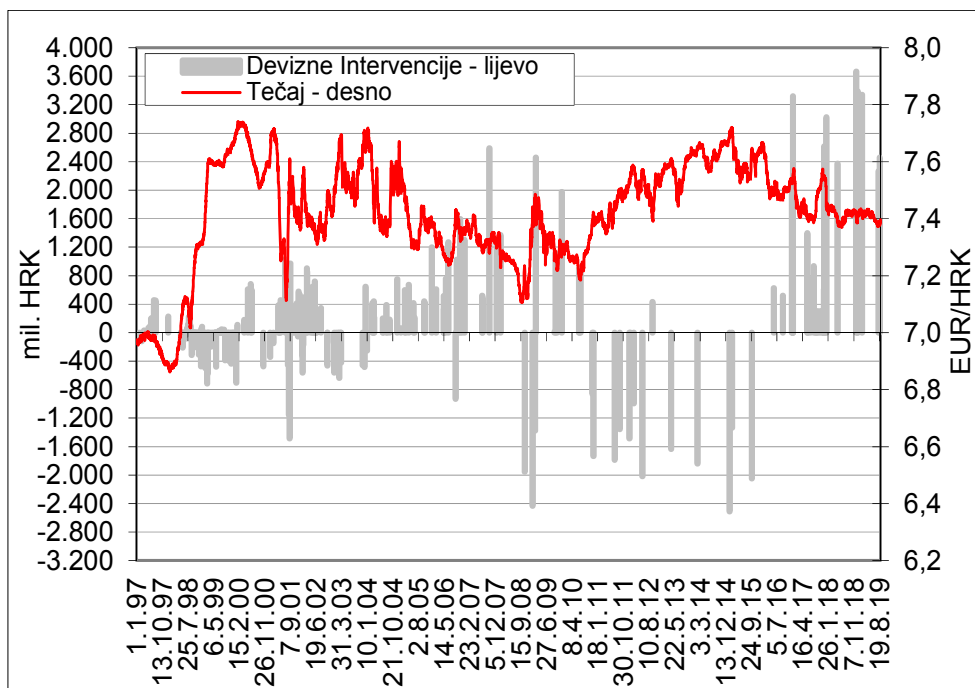


Napomena: Višak likvidnosti u europskom području predstavlja višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (eng. *excess reserves*).

Izvori: ESB; Eurostat; HNB

# ...koja, uz zadržavanje stabilnog tečaja i povećanje međunarodnih pričuva...

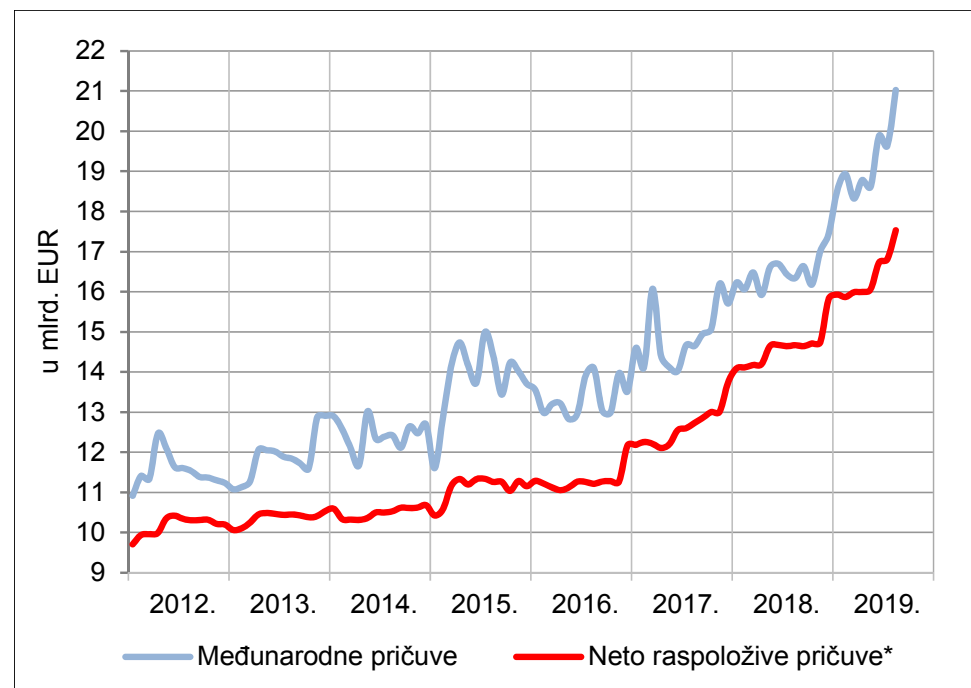
## Devizne intervencije i tečaj



Napomena: tečaj HRK/EUR prije 1999. godine je izračunan kao umnožak tečaja HRK/DEM i faktora konverzije (1,95583).

Izvor: HNB

## Međunarodne pričuve

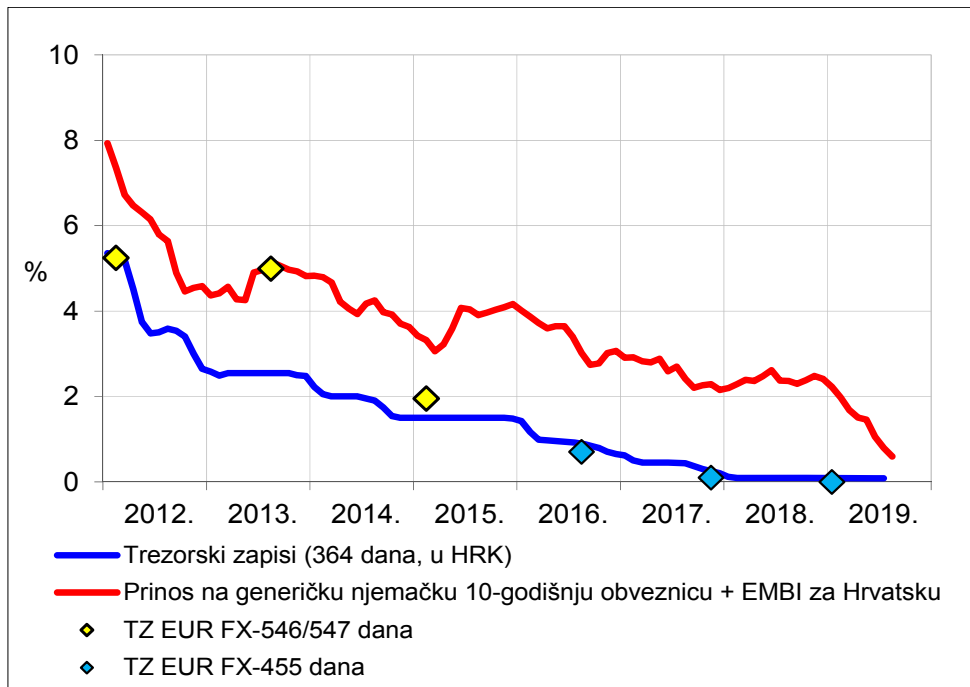


Napomena: NRP = Međunarodne pričuve - devizna inozemna pasiva - devizni dio obvezne pričuve - devizni depoziti države

Izvor: HNB

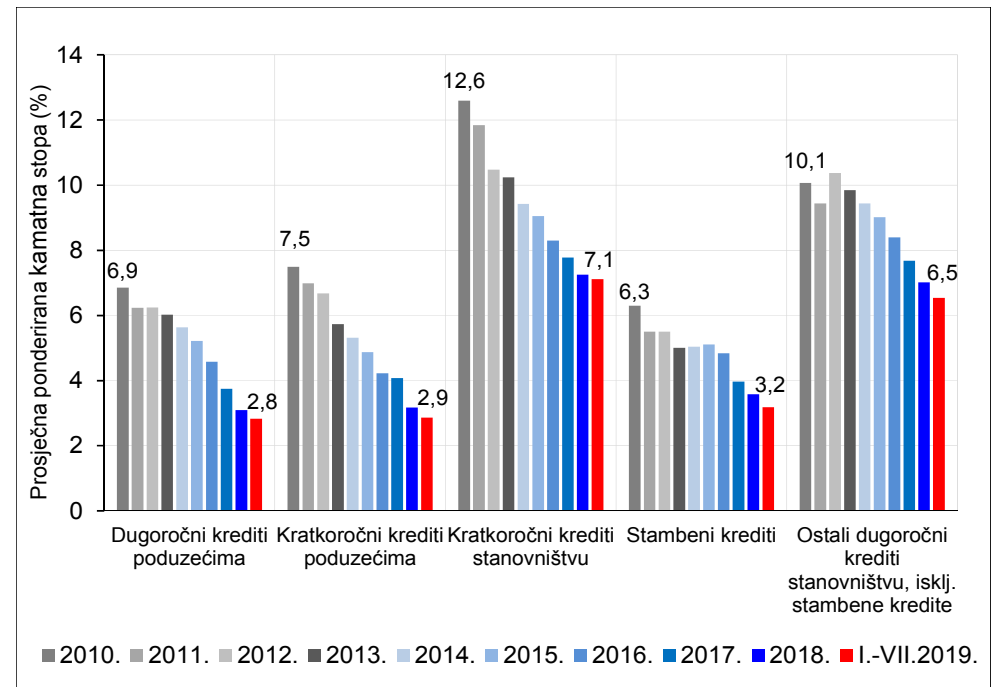
# ...doprinosi poboljšanju domaćih uvjeta financiranja...

## Troškovi zaduživanja države



Izvori: HNB; MF

## Kamatne stope na kredite banaka

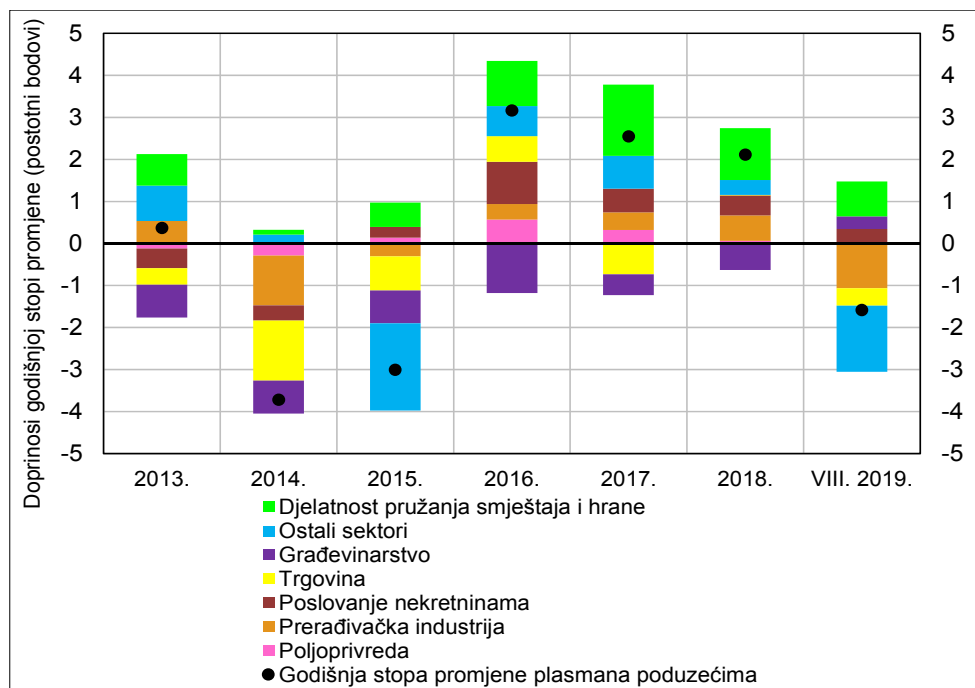


Napomena: Kamatne stope za stambene kredite za 2015. i za 1.-8.2016. odnose se na kamatne stope na nove kredite, dakle isključujući reugovorene kredite. Svi se ostali podaci odnose na nove poslove koju uključuju nove, ali i reugovorene kredite.

Izvor: HNB

# ...pri čemu tržište alocira raspoloživa sredstva, ne nužno uvijek na efikasan način...

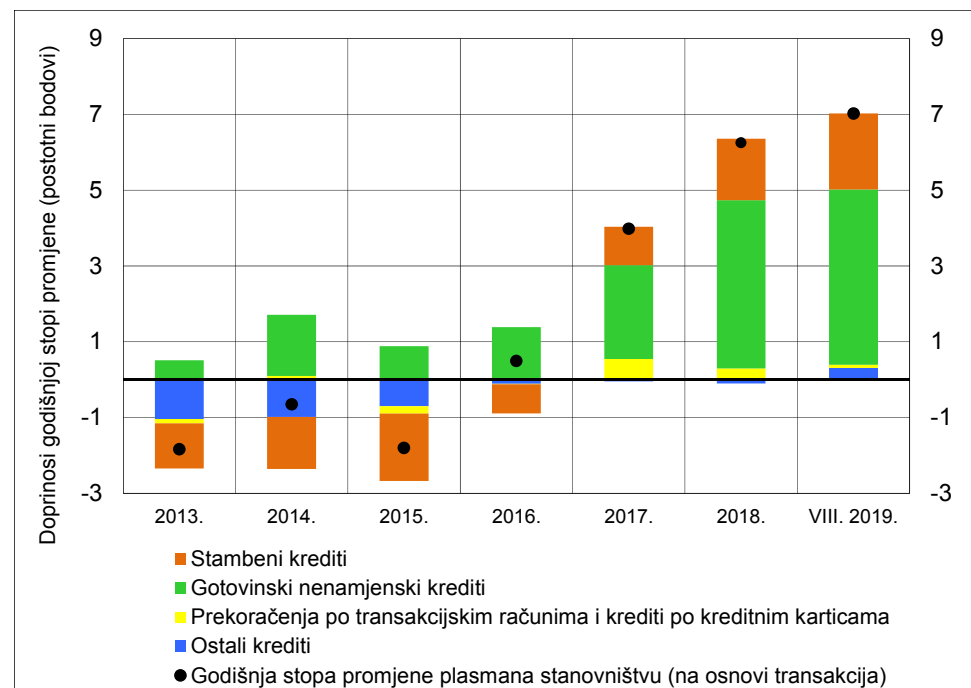
## Plasmani poduzećima po djelatnostima



Napomena: Doprinosi i godišnje stope promjene na osnovi transakcija.

Izvor: HNB

## Plasmani stanovništvu po vrsti kredita

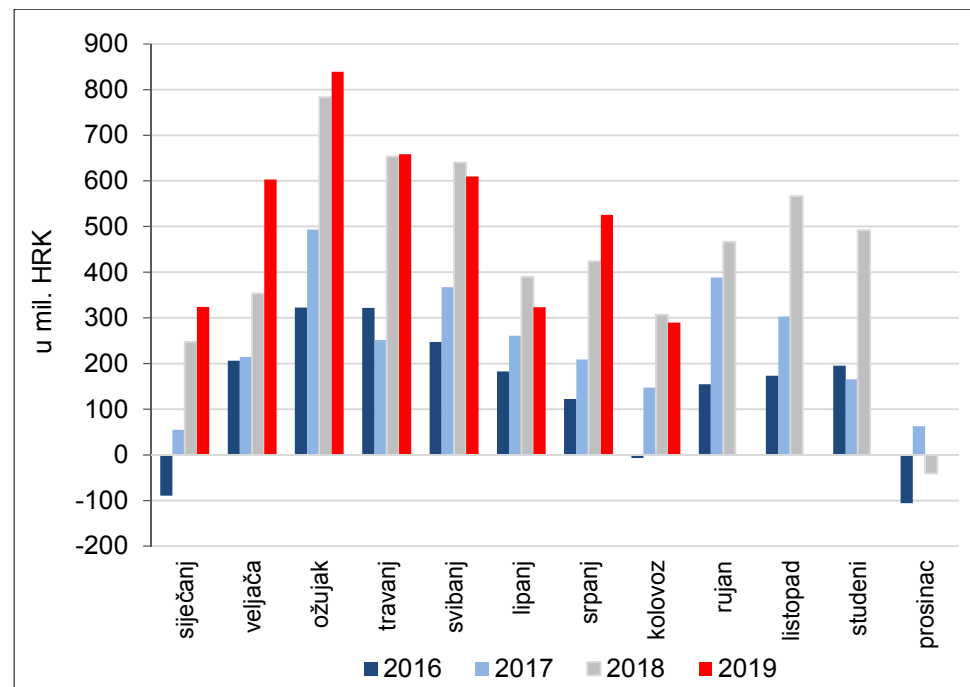


Napomena: Doprinosi i godišnje stope promjene na osnovi transakcija.

Izvor: HNB

## ...što zahtijeva budnost i reakciju regulatora

Transakcije gotovinskih nenamjenskih kredita



Izvor: HNB

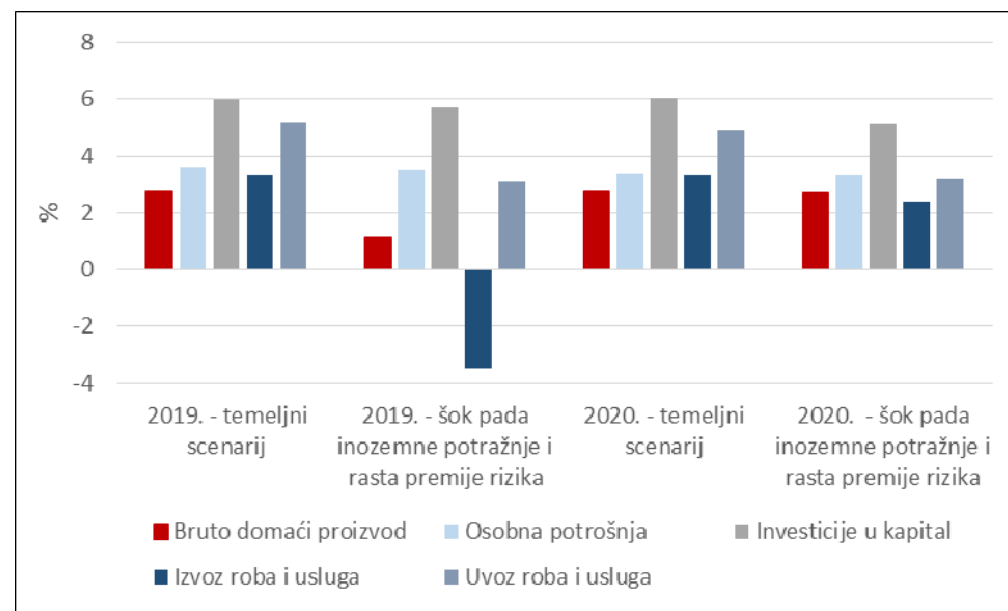


## Sljedeća recesija?

### Nije pitanje ako, nego kad i kako se najbolje pripremiti...

- Stresni scenarij - jednogodišnja recesija u vanjskotrgovinskim partnerima RH i porast premije rizika u 2019.
- BDP bi usporio rast za 1,6 postotnih bodova u odnosu na temeljni scenarij u prvoj godini recesije i porasta premije rizika
- najveći pad u slučaju recesije bilježio bi izvoz, dok bi i investicije i osobna potrošnja bilježile niže stope rasta

BDP i rashodne komponente, godišnje stope rasta



Napomena: Kod simulacije efekata stresnih scenarija korištene su projekcije rasta domaćeg proizvoda za 2019. i 2020. godinu i prognoze rasta globalnog BDP-a iz prvog kvartala 2019. godine.

Izvor: Interni materijali, HNB

## Ekonomska politika u slučaju recesije

- Granice monetarne politike?
  - nužnost održavanja stabilnog tečaja
  
- Sve glasnije i jasnije – nužnost fiskalnog stimulusa / protucikličke politike
  - u slučaju recesije, država može smanjiti porezno opterećenje i povećati javnu potrošnju i tako pokušati stimulirati gospodarski oporavak
  - protucikličko djelovanje u recesiji podrazumijeva privremeni snažan rast javnog duga
  
- Fiskalni prostor u Hrvatskoj?
  - razina javnog duga od 76% BDP-a (kraj srpnja 2019.) je među najvišima u usporedivim zemljama
  - fiskalna ekspanziju s tako visoke početne razine duga, mogla bi rezultirati pogoršanjem uvjeta financiranja i odustajanjem od stimulativnih mjera
  
- Pored toga, nužnost konvergencije realnog dohotka - strukturne reforme?

## Plan za rješavanje strukturnih problema imamo, no treba ubrzati provedbu

- Nacionalni program reformi 2019 - ciljevi su dobro postavljeni i u skladu su s preporukama Vijeća EU za Hrvatsku
  - Unaprjeđenje poslovnog okruženja
  - Rast investicija
  - Poboljšanje upravljanja i raspolaganja državnom imovinom
  - Unaprjeđenje javne uprave
  - Poboljšanje učinkovitosti pravosudnog sustava
  - Obrazovanje u skladu s potrebama tržišta rada i
  - Unaprjeđenje fiskalnog okvira i fiskalne discipline
  - Poticanje demografske obnove
  - Unaprjeđenje sustava socijalne skrbi
  - Osiguranje financijske stabilnosti, održivosti i kvalitete zdravstvenog sustava

## Zaključak

---

- Usprkos još uvijek pozitivnim makroekonomskim izgledima, globalni negativni rizici se intenziviraju
- Recesija vanjskotrgovinskih partnera i porast premije rizika uzrokovali bi značajno usporavanje rasta hrvatskog gospodarstva
- Uz ekspanzivnu monetarnu i ograničenu fiskalnu politiku, potrebne su strukturne reforme s ciljem poboljšanja niske međunarodne konkurentnosti i otpornosti hrvatskog gospodarstva

---

**Hvala na pažnji!**