

Monetarna politika i izvoz

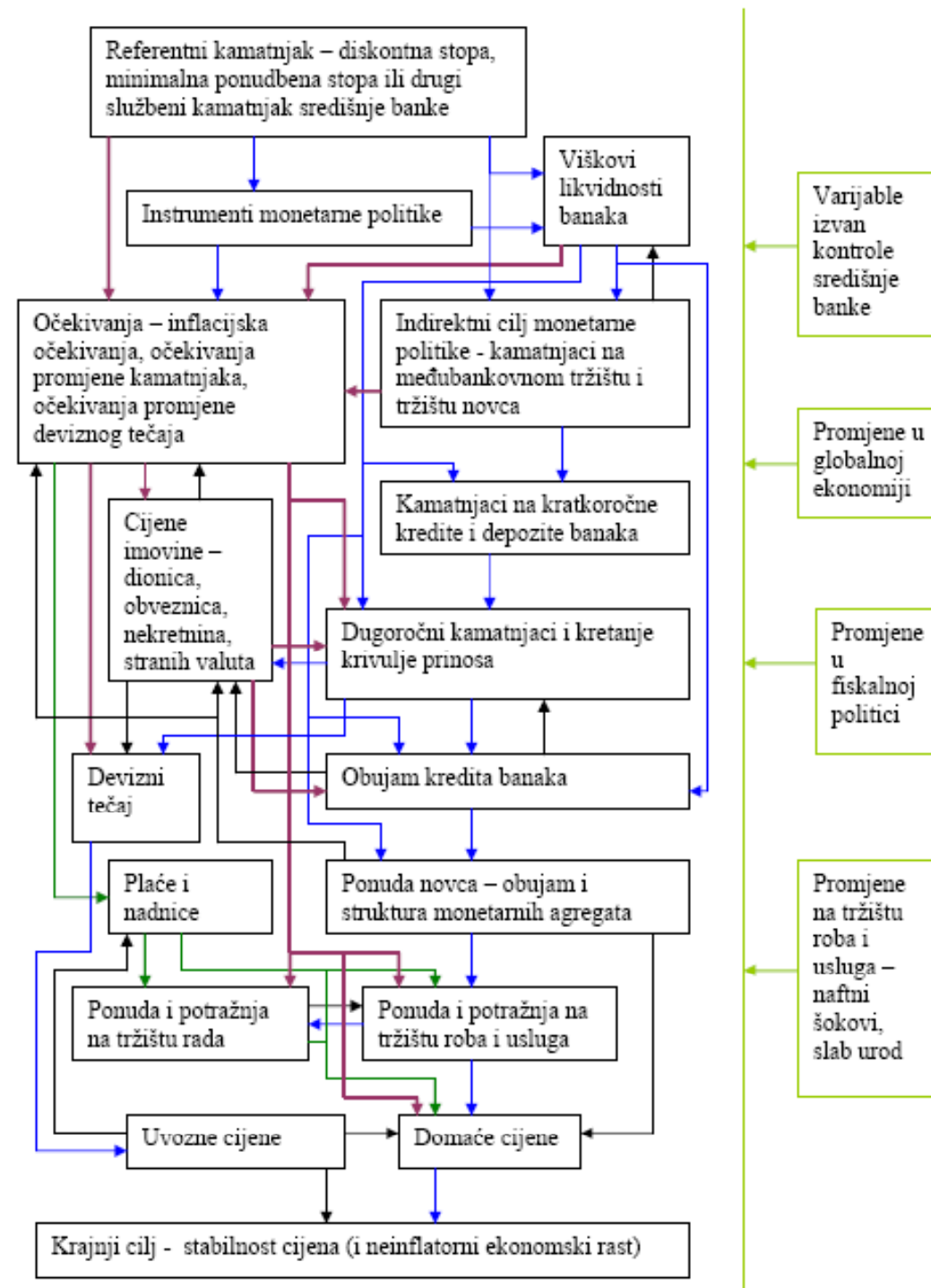
- u kontekstu makroekonomskih neravnoteže Hrvatske i nužnosti korištenja ekspanzivnije monetarne politike

Prof.dr.sc. Marijana Ivanov

- PREZENTACIJA ZA 10.
KONVENCIJU HRVATSKIH
IZVOZNIKA

Transmisijski mehanizam monetarne politike

- mehanizam prenošenja monetarnih učinaka na realnu ekonomiju
- glavna spona je bankovni sustav i ukupni financijski sustav, zbog čega sve akcije ostvarivanja ciljeva monetarne politike imaju snažne učinke na likvidnost banaka
- Tržište novca je uobičajeno glavni kanal prenošenja likvidnosti
 - ... kroz financijski sustav
 - ... iz financijskog u realni sektor



Skraćeni prikaz glavnih pozicija aktive i pasive bilance središnje banke

AKTIVA	PASIVA	
-Kredit bankama	-Depoziti banaka kod središnje banke (obvezna rezerva, rezerve likvidnosti na računima za namiru ...)	} PRIMARNI NOVAC, M_0
-Kredit državi (ukoliko nisu zakonom zabranjeni)	-Gotovina kod (poslovnih banaka) banaka (blagajna banaka)	
-Inozemna aktiva	-Gotov novac kod nemonetarnih subjekata (gotovina u optjecaju)	
-Kupljene državne (ili druge) vrijednosnice (na sekundarnom tržištu)	-Depoziti države	

Glavni tokovi kreiranja primarnog novca –

rezultiraju promjenama visine rezervi banaka kod središnje banke:

1. odobravanje kredita bankama (uključujući i transakcije tipa obratni repo)
2. otkup vrijednosnica od banaka
3. kupovina deviza od banaka
4. promjena strukture rezervi banaka (npr. prelijevanje izdvojene devizne obvezne pričuve u izdvojenu ili održavanu kunsku obveznu pričuvu)

djeluju na promjenu likvidnosti banka te visinu i obilježja kreditnog potencijala banaka, a posredno i na ostvarivanje ciljeva i zadaća središnje banke

vezani su uz korištenje instrumenata monetarne politike

Krajnji cilj monetarne politike
većine središnjih banaka je
stabilnost cijena.



Intermedijarni ciljevi mogu biti monetarni
agregati (M_1 , M_2 , M_3 , M_4), tržišne kamatne
stope ili druge varijable prema izboru
središnje banke.



Kao operativni cilj na koji djeluju instrumenti
monetarne politike mogu se koristiti viškovi
likvidnosti banaka, ukupni primarni novac ili
kratkoročne kamatne stope na međubankovnom
tržištu.



Instrumentima monetarne politike središnja banka
izravno djeluje na ostvarivanje operativnih ciljeva i
neizravno na ostvarivanje intermedijarnih ciljeva.

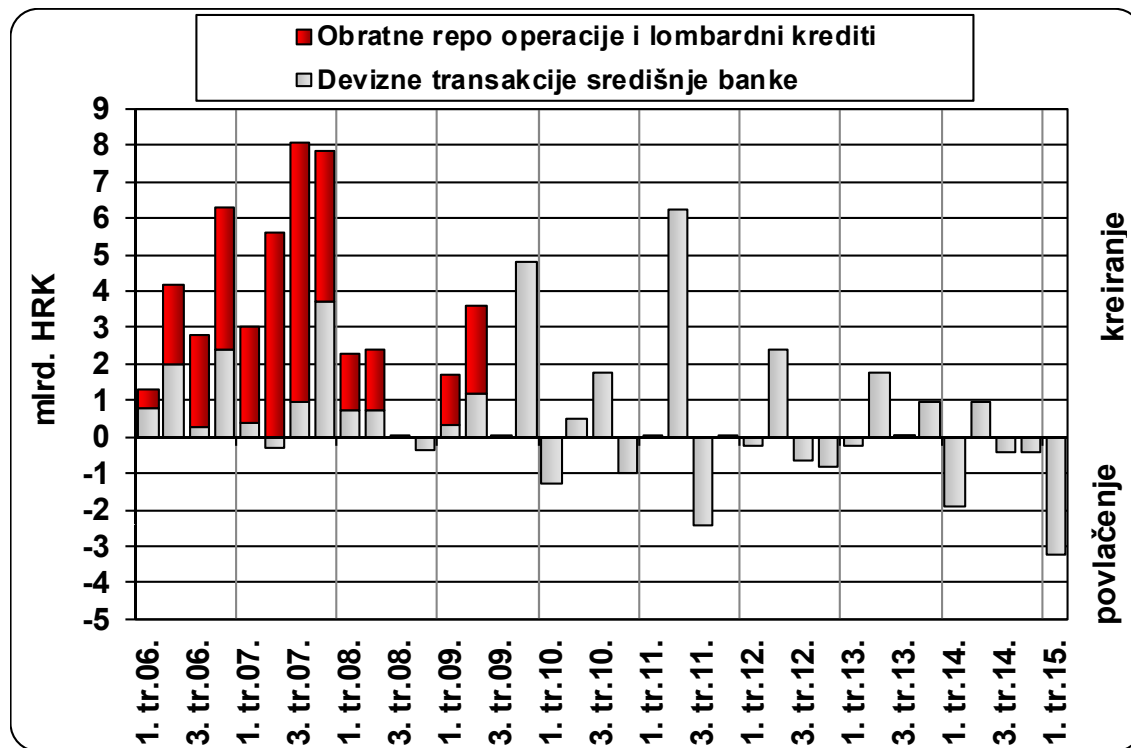
Krajnji ciljevi
monetarne politike
javno su objavljeni
i uobičajeno
definirani zakonom
o središnjoj banci
ili drugom
regulativom kojom
se određuje
odgovornost
središnje banke.

Tradicionalni instrumenti:
- diskontna politika / stalno
raspoložive mogućnosti
- politika otvorenog tržišta
- politika obvezne rezerve

Instrumenti monetarne politike Hrvatske narodne banke

1. STALNO RASPOLOŽIVE MOGUĆNOSTI
2. OBVEZNA PRIČUVA
3. DEVIZNE AUKCIJE
4. MINIMALNO POTREBNA DEVIZNA POTRAŽIVANJA
5. OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU

Kao indirektan (intermedijarni) cilj monetarne politike, HNB-a koristi (implicitno) nominalno sidro deviznog tečaja. To se odražava na specifičnosti transmisijskog mehanizma monetarne politike u RH, ali i specifičnost kanala kojima HNB djeluje na likvidnost bankovnog sustava te ispunjava ciljeve kako monetarne politike (usmjerene na očuvanje stabilnosti cijena) tako i makroprudencijalne politike usmjerene na očuvanje financijske stabilnosti –jačanjem otpornosti financijskog sustava te izbjegavanjem i smanjenjem sistemskih rizika. (Sistemski rizik znači rizik poremećaja u financijskom sustavu koji bi mogao imati ozbiljne negativne posljedice za financijski sustav i realno gospodarstvo.)



U devizne transakcije ubrajaju se kupoprodaje deviza HNB-a s kreditnim institucijama, MF-om, EK-om i ugovori o razmjeni (engl. *swap*), pri čemu pozitivne vrijednosti odražavaju kupovinu deviza. Vrijednosti za obratne repo transakcije i lombardne kredite prikazane su kao promjene njihova stanja u odnosu na prethodno tromjesečje. Podaci za prvo tromjesečje 2015. odnose se na siječanj. Izvor: HNB

Pri tome obratni repo (kao i drugi oblici vrlo kratkoročnog kreditiranja banaka) ima samo privremene učinke na veličinu primarnog novca. Obratni repo sam sebe poništava nakon isteka dospelja (tjedan dana), dok s druge strane otkupljene devize (slično kao u sustavu FED-a otkupljene vrijednosnice) imaju duži vremenski učinak na veličinu primarnog novca (odnosno sve do trenutka dok se ne provedu operacija prodaje deviza/vrijednosnica, odnosno operacije suprotnog predznaka).

Instrumenti monetarne politike, a koji
su ujedno i tokovi promjene primarnog novca
vidljivi su u bilanci središnje banke

Tablica C1: Bilanca Hrvatske narodne banke
na kraju razdoblja, u milijunima kuna

	2009. XII.	2010. XII.	2011. XII.	2012. XII.	2013. XII.	2014.			
						III.	VI.	IX.	XII.
AKTIVA									
1. Inozemna aktiva	75.807,8	78.728,2	84.302,0	84.782,1	98.583,0	92.666,8	93.390,9	92.396,7	97.206,1
1.1. Zlato	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1.2. Posebna prava vučenja	2.423,7	2.634,5	2.716,3	2.662,3	2.601,4	2.632,8	2.626,7	2.724,3	2.789,1
1.3. Pričuvna pozicija kod MMF-a	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6
1.4. Efektiva i depoziti po viđenju u stranim bankama	1.763,8	1.483,0	1.887,2	10.647,4	7.576,9	5.013,0	3.578,2	4.020,2	3.878,5
1.5. Oročeni depoziti u stranim bankama	17.534,5	22.702,9	18.676,4	6.298,8	20.819,1	14.076,9	18.251,5	15.774,3	22.153,9
1.6. Plasmani u vrijednosne papire u devizama	54.084,5	51.906,5	61.020,7	65.172,2	67.584,3	70.942,7	68.933,0	69.876,6	68.383,0
1.7. Nekonvertibilna devizna aktiva	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-
2. Potraživanja od središnje države	2,9	0,3	251,8	-	-	-	-	-	0,6
2.1. Potraživanja u kunama	2,9	0,3	251,8	-	-	-	-	-	0,6
2.2. Potraživanja u devizama	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Potraživanja od ostalih domaćih sektora	3,5	3,1	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
4. Potraživanja od kreditnih institucija	13,5	12,9	139,2	11,8	11,3	11,2	11,0	11,0	11,0
4.1. Krediti kreditnim institucijama	13,5	12,9	139,2	11,8	11,3	11,2	11,0	11,0	11,0
Lombardni krediti	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kratkoročni kredit za likvidnost	-	-	126,8	-	-	-	-	-	-
Ostali krediti	13,5	12,9	12,4	11,8	11,3	11,2	11,0	11,0	11,0
Obratne repo transakcije	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.2. Dospjela nenaplaćena potraživanja	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Potraživanja od ostalih financijskih institucija	0,7	0,7	0,7	-	-	-	-	-	-
Ukupno (1+2+3+4+5)	75.828,3	78.745,2	84.696,5	84.796,4	98.596,6	92.680,2	93.404,0	92.409,8	97.219,6

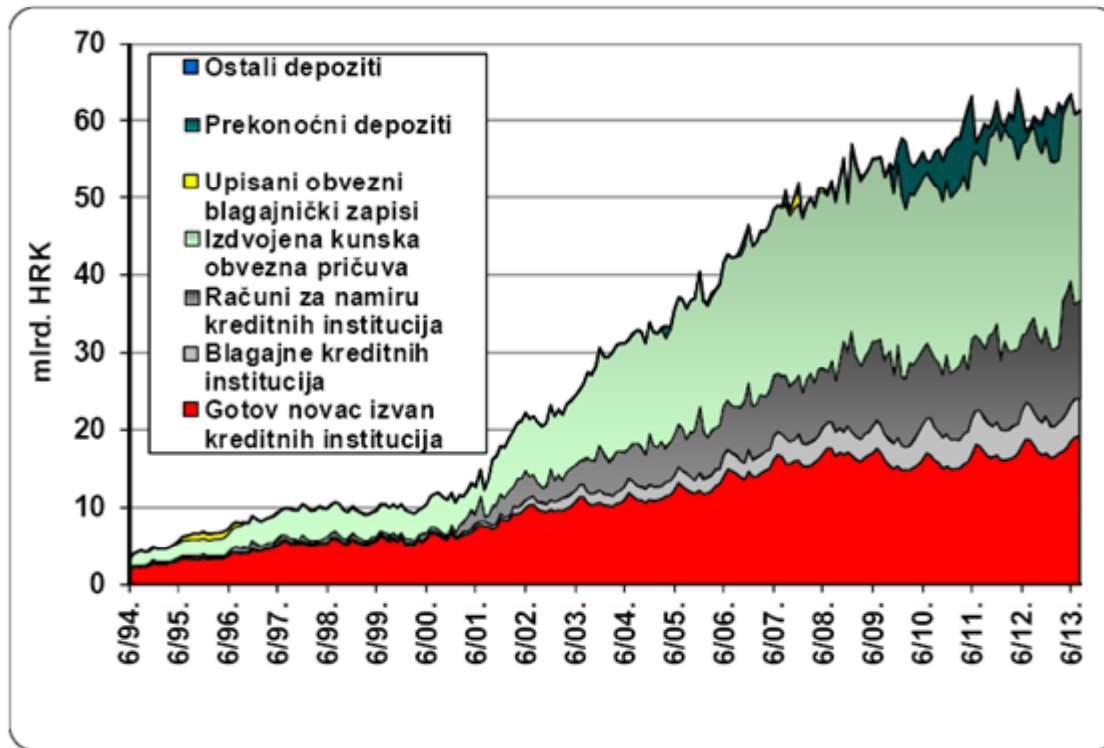
Izvor: HNB, Bilten 211., veljača 2015.

Izvor: HNB, Bilten 211., veljača 2015.

PASIVA									
1. Primarni novac	56.153,9	56.261,7	62.379,3	61.329,0	62.968,1	63.868,4	62.971,8	62.149,3	63.380,0
1.1. Gotov novac izvan kreditnih institucija	15.282,1	15.262,7	16.689,1	16.947,0	17.420,6	17.092,8	18.896,2	19.266,3	18.520,9
1.2. Blagajne kreditnih institucija	3.659,6	4.048,7	4.253,9	4.681,0	4.564,7	4.236,3	5.116,8	4.803,5	4.635,1
1.3. Depoziti kreditnih institucija	37.200,1	36.937,6	41.436,0	39.636,7	40.707,7	42.126,7	38.640,4	38.067,8	40.162,0
Računi za namiru kreditnih institucija	12.024,6	10.246,1	12.705,0	11.509,2	15.080,9	16.832,0	13.401,4	12.608,7	15.084,7
Izdvojena kunska obvezna pričuva	23.600,6	22.705,1	25.755,0	24.555,7	22.024,6	21.834,3	21.822,9	21.967,5	21.899,8
Upisani obvezni blagajnički zapisi HNB-a	-	-	-	-	3.602,2	3.460,3	3.416,1	3.491,6	3.177,4
Prekonoćni depoziti	1.575,0	3.986,4	2.976,0	3.571,9	-	-	-	-	-
1.4. Depoziti ostalih financijskih institucija	12,0	12,6	0,3	64,3	275,1	412,6	318,3	11,7	62,0
2. Ograničeni i blokirani depoziti	5.091,6	5.979,3	5.754,0	7.954,8	6.401,2	4.695,5	4.508,6	4.461,1	3.884,9
2.1. Izdvojena devizna obvezna pričuva	5.041,7	4.773,2	5.538,3	5.094,5	4.418,8	4.433,8	4.380,1	4.358,1	3.744,8
2.2. Ograničeni depoziti	49,9	1.206,0	215,8	2.860,2	1.982,5	261,6	128,5	103,0	140,1
2.3. Blokirani devizni depoziti	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Inozemna pasiva	2.427,6	2.638,5	2.711,5	2.648,4	3.219,1	3.390,8	2.792,9	3.785,5	3.699,5
3.1. Krediti MMF-a	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3.2. Obveze prema međunarodnim institucijama	2.427,6	2.638,5	2.711,5	2.648,4	3.219,1	3.390,8	2.792,9	3.015,1	3.408,3
3.3. Obveze prema stranim bankama	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	770,4	291,2
4. Depoziti središnje države i fondova socijalne sigurnosti	4.159,4	4.198,4	1.619,5	673,8	13.522,6	8.314,4	11.277,8	8.383,3	11.491,0
4.1. Depozitni novac	1.827,1	1.472,0	1.030,0	595,3	2.864,6	1.930,4	4.390,8	4.808,7	2.929,2
Depozitni novac središnje države	1.827,1	1.472,0	1.030,0	595,3	2.864,6	1.930,4	4.390,8	4.808,7	2.929,2
Depozitni novac fondova socijalne sigurnosti	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.2. Devizni depoziti središnje države	2.332,2	2.726,4	589,5	78,5	10.657,9	6.384,0	6.887,0	3.574,6	8.561,8
5. Blagajnički zapisi HNB-a	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Kapitalski računi	8.731,7	10.460,3	13.076,9	13.068,5	13.407,7	13.374,3	12.799,1	14.581,5	15.699,7
7. Ostalo (neto)	-735,9	-792,9	-844,6	-878,1	-922,0	-963,2	-946,2	-950,9	-935,5
Ukupno (1+2+3+4+5+6+7)	75.828,3	78.745,2	84.696,5	84.796,4	98.596,6	92.680,2	93.404,0	92.409,8	97.219,6

Izvor: HNB

Primarni novac M0



Izvor: HNB

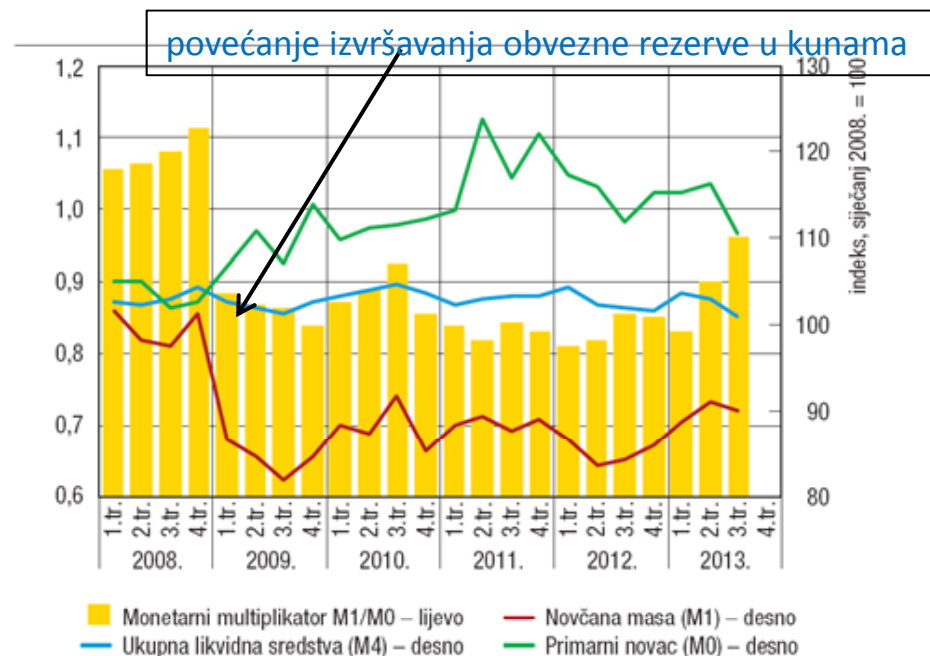
Visokom obveznom pričuvom steriliziraju se monetarni učinci

deviznih transakcija neto kupovine deviza od banaka.

Kroz raniju povijest središnja banka je kupovala devize od banaka radi očuvanja stabilnosti deviznog tečaja, zbog čega se udio inozemne aktive kontinuirano kreće na vrlo visokoj razini → **devizne transakcije glavni kanal emisije primarnog novca u RH.**

Monetarni agregati i monetarni multiplikator

indeks kretanja realnih sezonski prilagođenih vrijednosti
deflaciranih indeksom potrošačkih cijena



Novčana masa M1 (novac u optjecaju)

stopa promjene u usporedbi s istim
mjesecom prethodne godine



Izvor podataka za sve slike: HNB

Napomena: Posljednji dostupni podaci odnose se na kraj kolovoza 2013.

Izvor: HNB

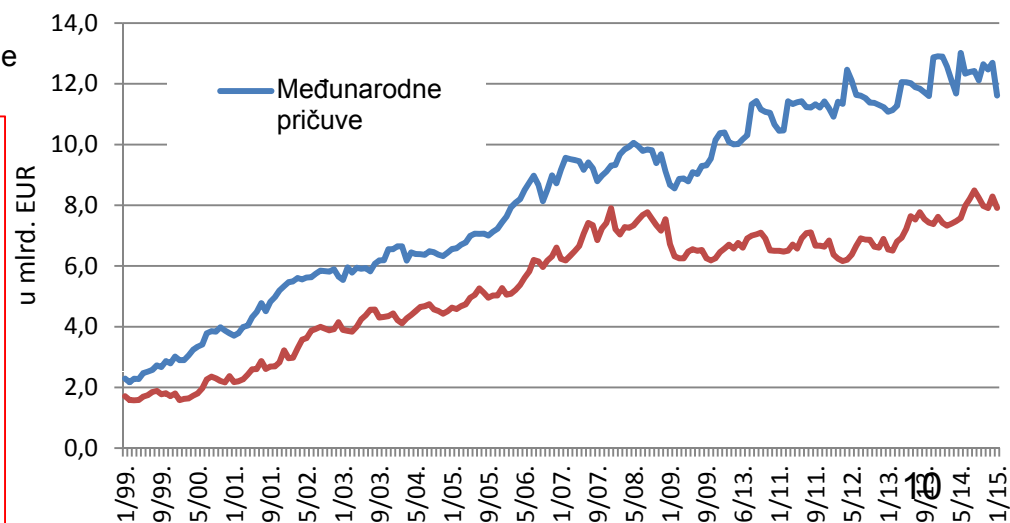
Monetarni reduktor – vrijednost
monetarnog multiplikatora manja od 1.

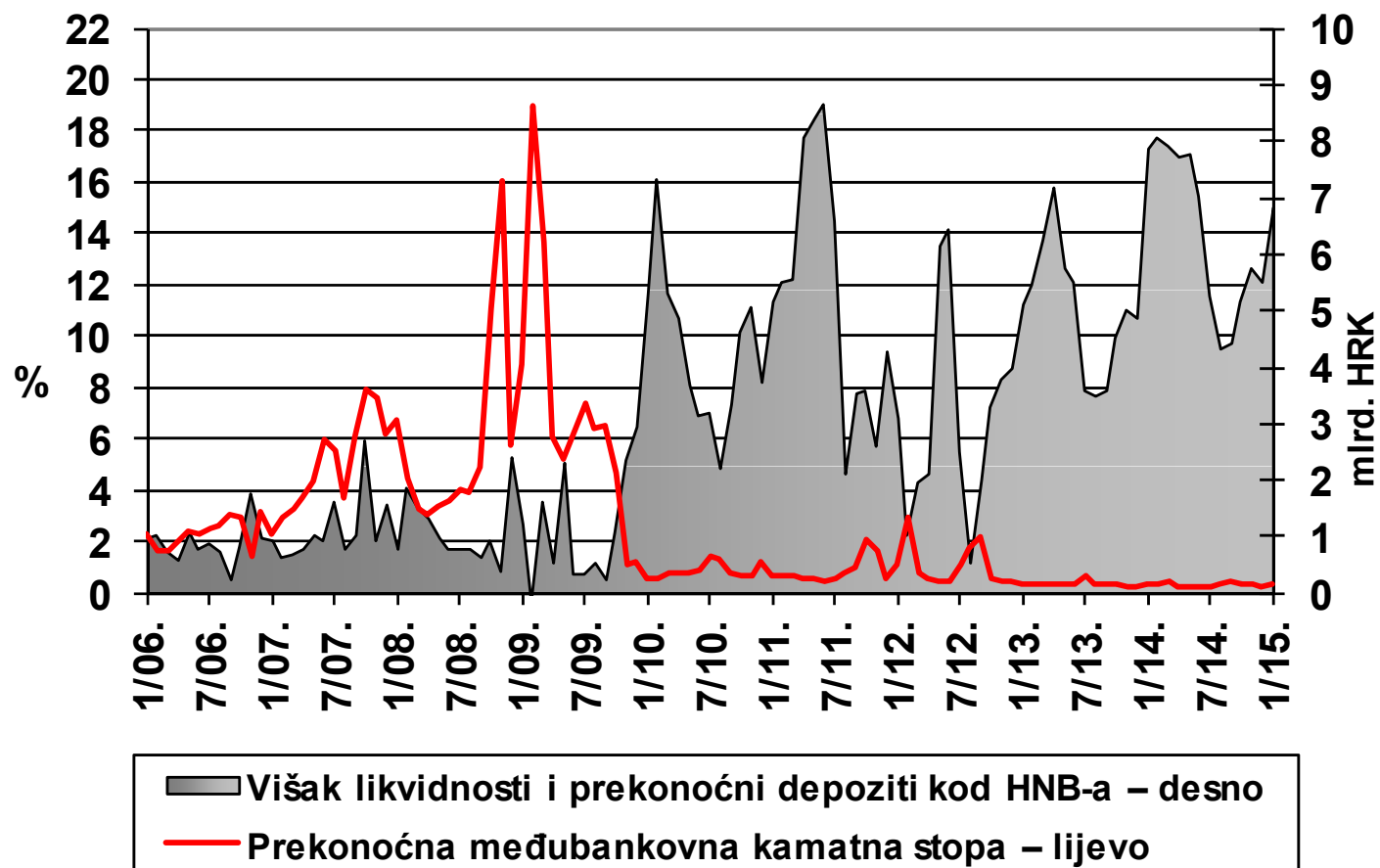
Od prosinca 2014. vrijednost monetarnog multiplikatora M1/M0 je
nešto veća ($m = 1,001893$)

**Zašto je pad ponude novca i izostanak monetarne
multiplikacije (postojanje monetarne redukcije)
problem?**

- Jer se tada dugovi ne mogu otplatiti, ne nastaje
nova emisija novca iz koje bi se mogle pokriti kamate,
a i otplate glavnica su upitne jer izostaje financijski
akcelerator u poticanju gospodarskog rasta. Dužnička
kriza i nužnost otpisa dugova se stoga ne događaju
slučajno.

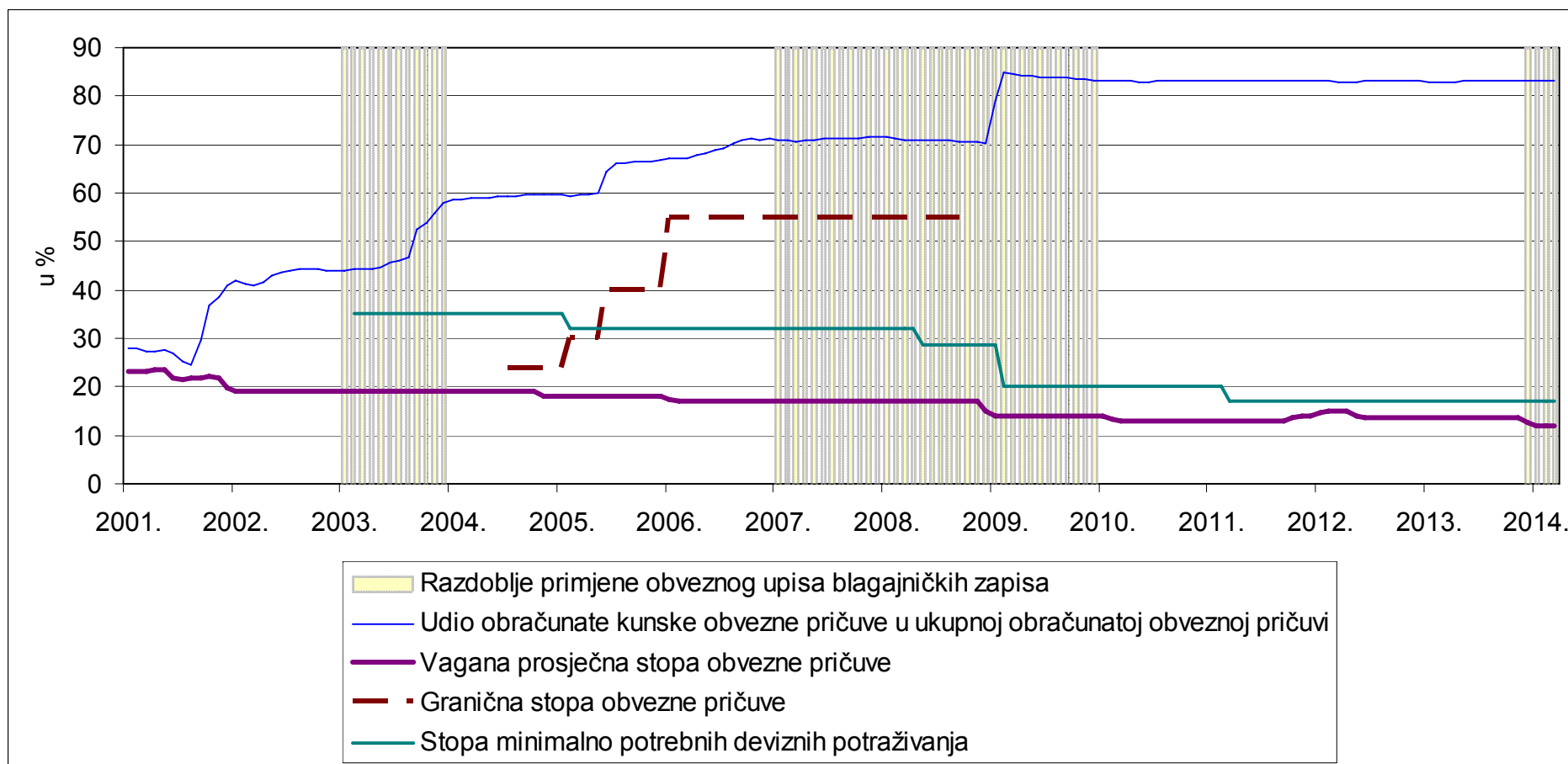
Međunarodne pričuve i novčana masa





Razlog **ne provođenja** operacija na otvorenom tržištu tipa obratni repo od 2009. godine nadalje je visok stupanj likvidnosti banaka na koje ukazuju viškovi likvidnosti koje banke dobrovoljno s prekonočnim dospijećem deponiraju kod HNB-a.

Instrumenti kontraciklične monetarne politike

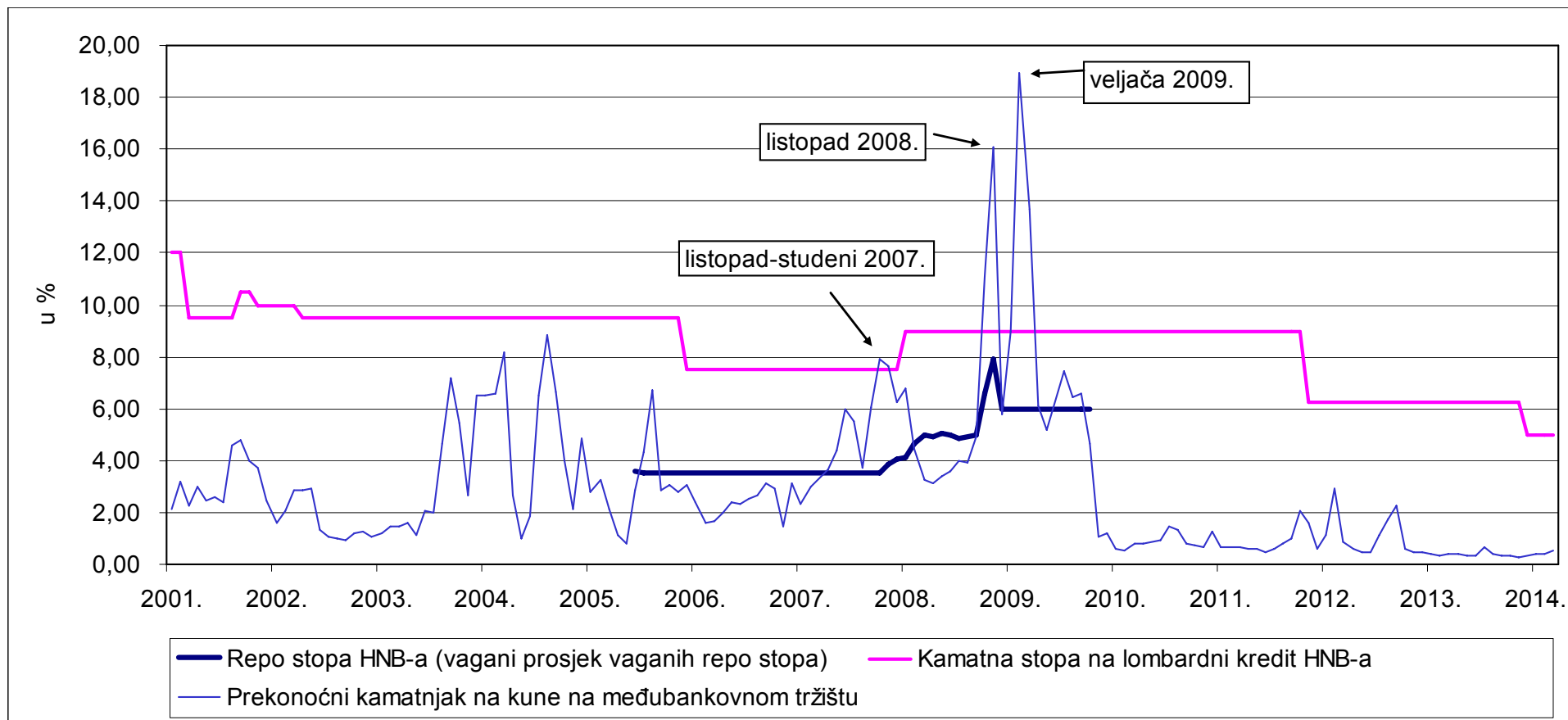


* Rast plasmana banka po stopi većoj od maksimalno propisane (4% kvartalno, odnosno 16% godišnje) tijekom 2003. penaliziran je obveznim upisom blagajničkih zapisa. Instrument je ponovno implementiran od 2007. godine uz nepenalizirajuću stopu rasta plasmana 1% mjesečno (12% godišnje), odnosno svega 0,5% mjesečno tijekom srpnja/kolovoza 2007. Potreba za korištenjem ovog instrumenta postupno je prestala koncem 2008. tako da se instrument prestaje koristiti po isteku dospelosti zapisa koncem 2009. **U studenom 2013. nakon što je snižena stopa obvezne rezerve sa ranijih 13,5% na 12%, razlika „oslobođenih“ obveznih rezervi konvertirana je u obvezne blagajničke zapise koje HNB otkupljuje od banaka uz uvjet da banke u dvostruko većem iznosu odobre kredite nefinancijskim poduzećima.**

Izvor podataka: HNB

Preuzeto iz: M. Ivanov; Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj, HAZU, 2014.

Aktivni kamatnjaci HNB-a i prekonoćni kamatnjaci na međubankovnom tržištu



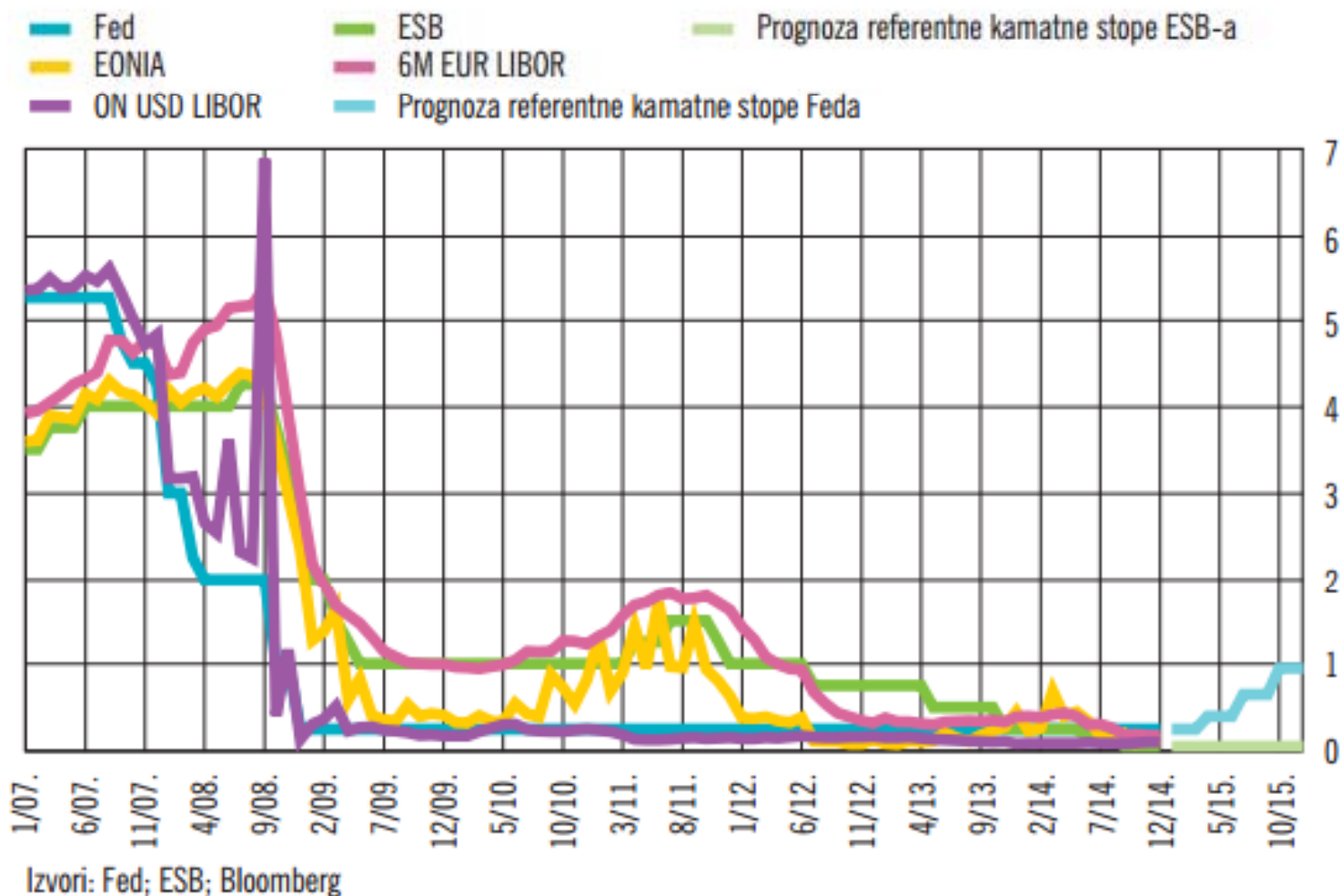
* Početkom listopada 2008., nakon propasti Lehman Brothersa u Hrvatskoj i brojnim drugim zemljama zabilježene su atipične nestabilnosti i rast kamatnjaka na međubankovnom tržištu kao i pasivnih kamatnjaka na oročene depozite građana i drugih subjekata. Situacija u Hrvatskoj se stabilizirala nakon što je država povećala iznos osiguranih depozita građana, tako da dvotjedno veće povlačenje depozita iz banaka nije imalo učinke na stabilnost sustava štednje.

** Značajan rast kamatnjaka na međubankovnom tržištu zabilježen u veljači 2009. bio je rezultat oskudice kunske likvidnosti, koja se javila vezano uz akcije središnje banke u očuvanju stabilnosti deviznog tečaja.

Izvor podataka: HNB

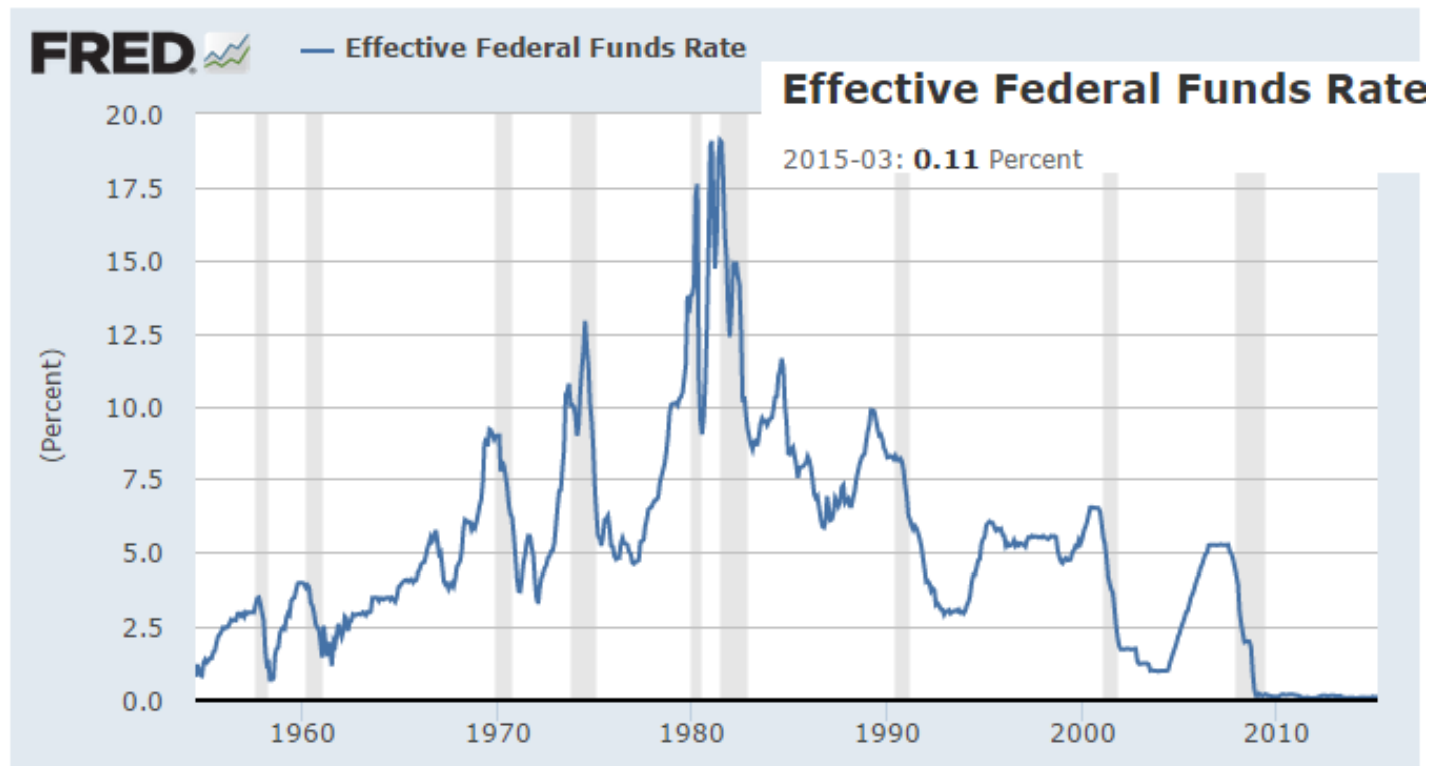
Koliko je za domaće tržište relevantna lombardna stopa ako se banke uz nju ne zadužuju?

Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope



Po čemu se monetarni uvjeti u Hrvatskoj razlikuju od onih u SAD-u ili europodručju?

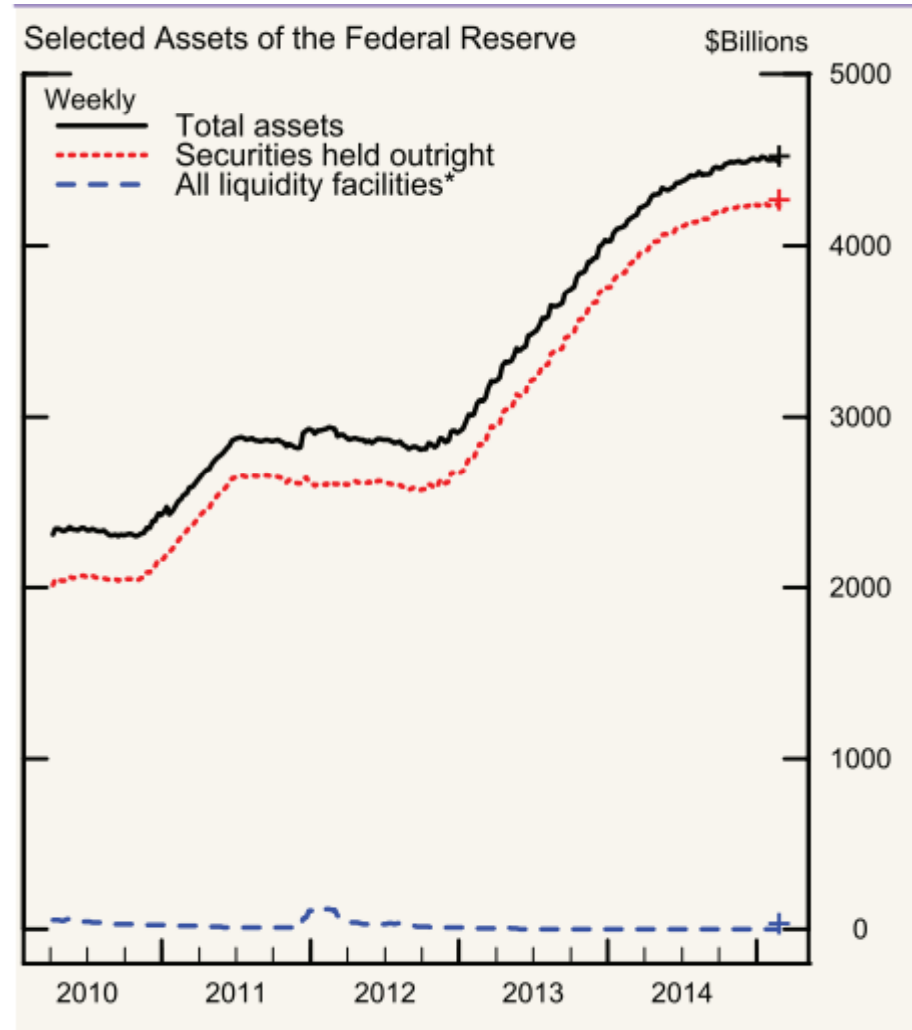
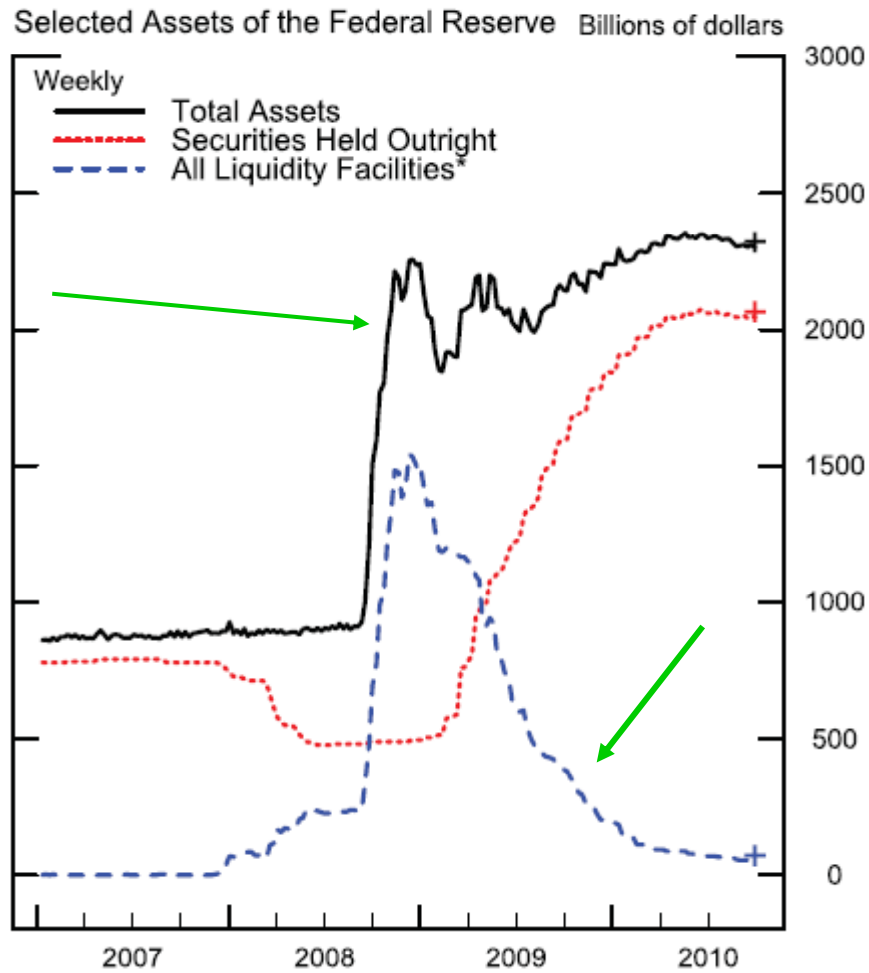
SAD



Goals of Monetary Policy

The goals of monetary policy are spelled out in the Federal Reserve Act, which specifies that the Board of Governors and the Federal Open Market Committee should seek “to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”

Sjedinjene Američke Države

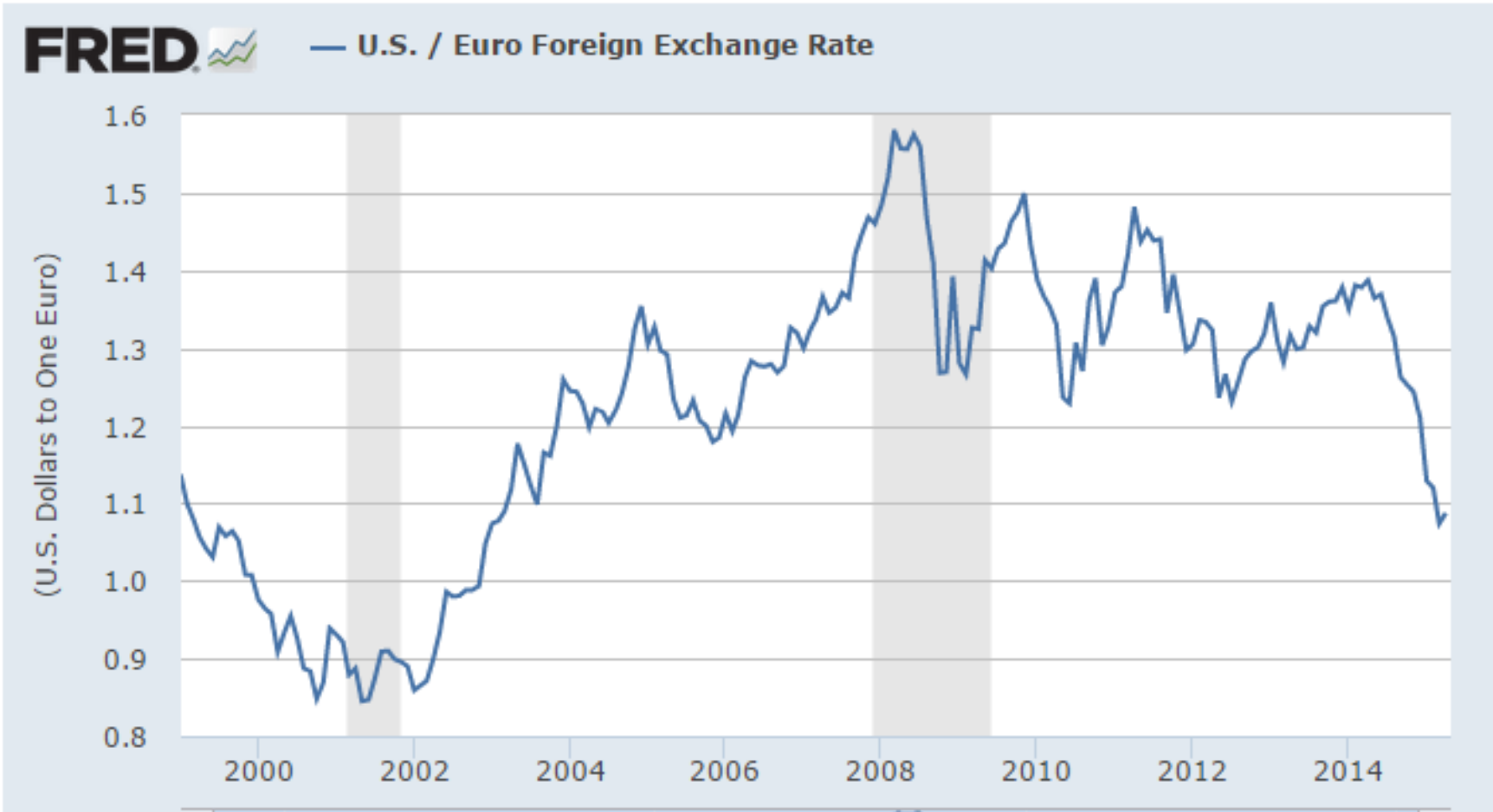


U.S. / Euro Foreign Exchange Rate

2015-04-24: **1.0876** U.S. Dollars to One Euro (+ see more)

Daily, Not Seasonally Adjusted, DEXUSEU, Updated: 2015-04-27 3:51 PM CDT

Click and drag in the plot area or select dates: 1yr | 5yr | 10yr | Max to



CLM05 - Crude Oil WTI (NYMEX)



Commercial And Industrial Loans, Top 100 Banks Ranked By Assets

2014:Q4: **1,391,289** Millions of Dollars (+ see more)

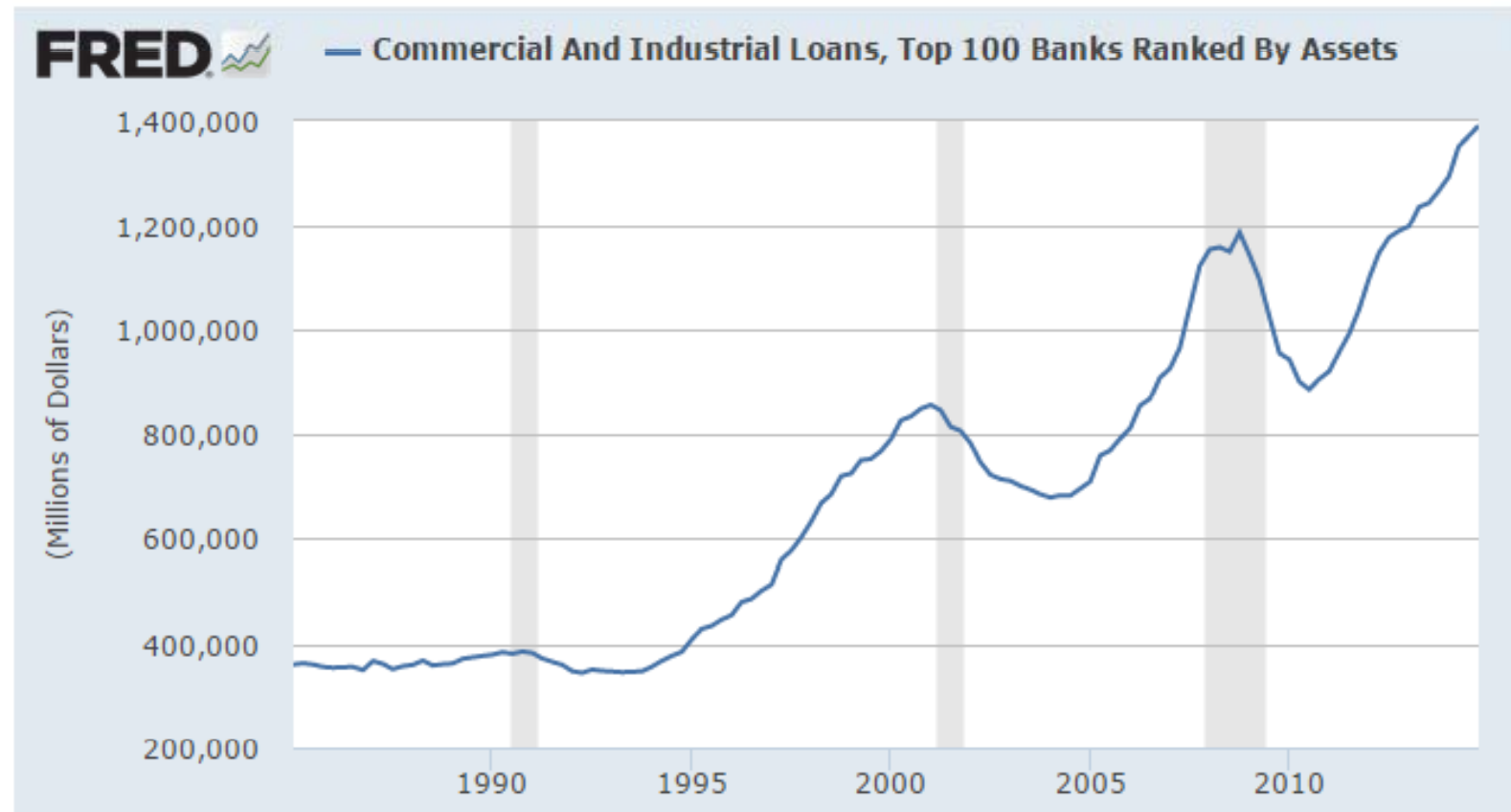
Quarterly, Not Seasonally Adjusted, ACILT100, Updated: 2015-02-24 3:31 PM CST

Click and drag in the plot area or select dates: 1yr | 5yr | 10yr | Max

1985-01-01

to

2014-10-01



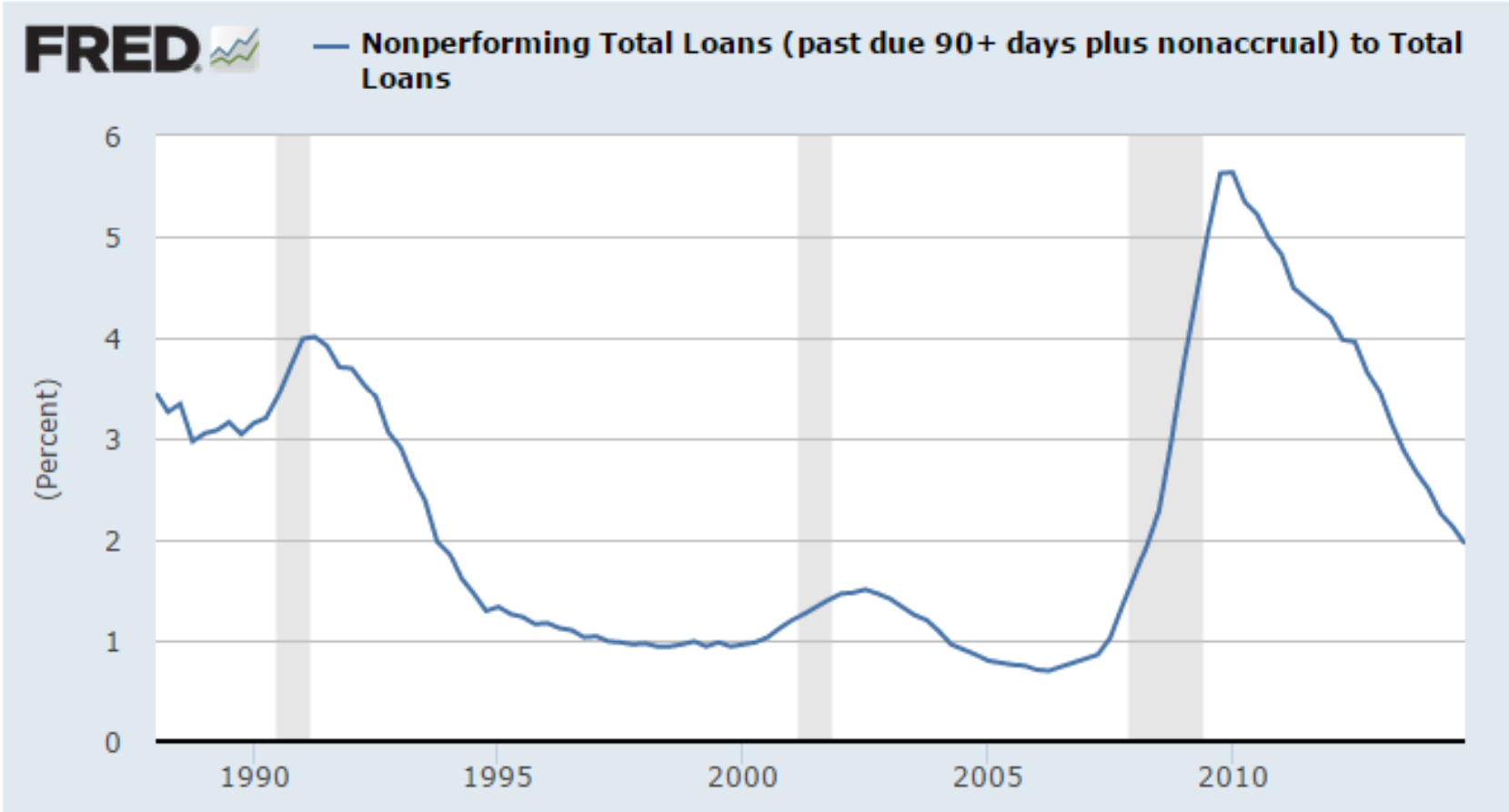
Nonperforming Total Loans (past due 90+ days plus nonaccrual) to Total Loans

2014:Q4: **1.96** Percent (+ see more)

Quarterly, End of Period, Not Seasonally Adjusted, NPTLTL, Updated: 2015-02-19 11:51 AM CST

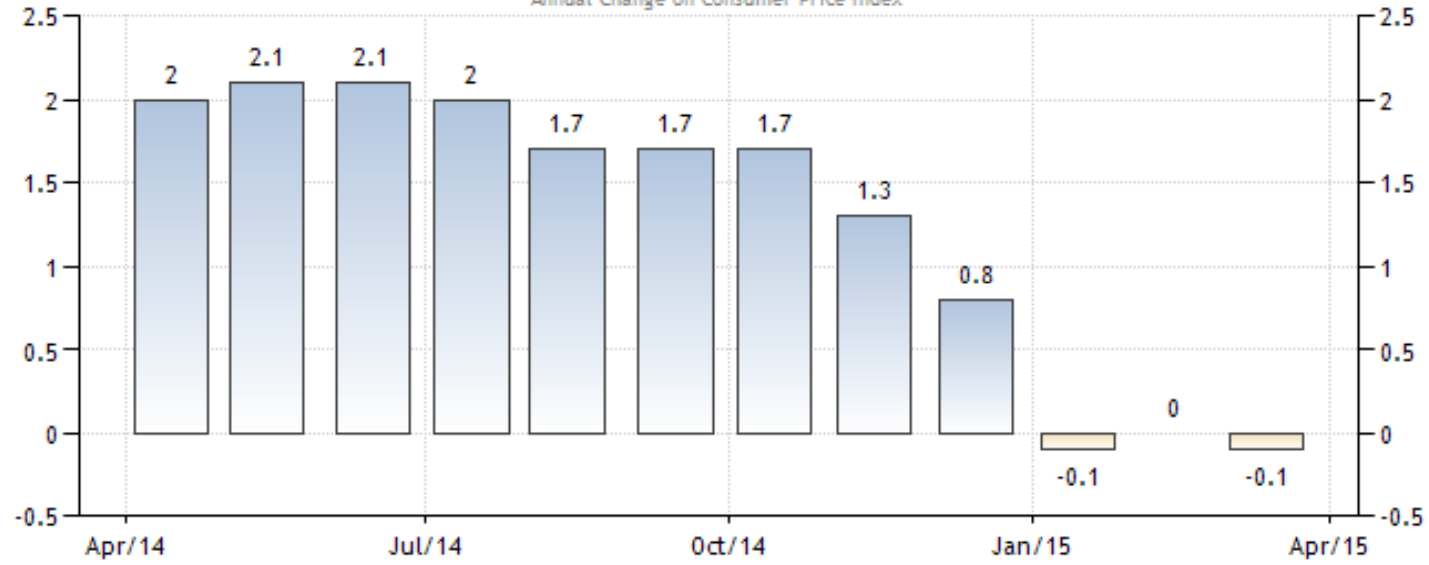
Click and drag in the plot area or select dates: 1yr | 5yr | 10yr | Max

1988-01-01 to 2014-10-01



UNITED STATES INFLATION RATE

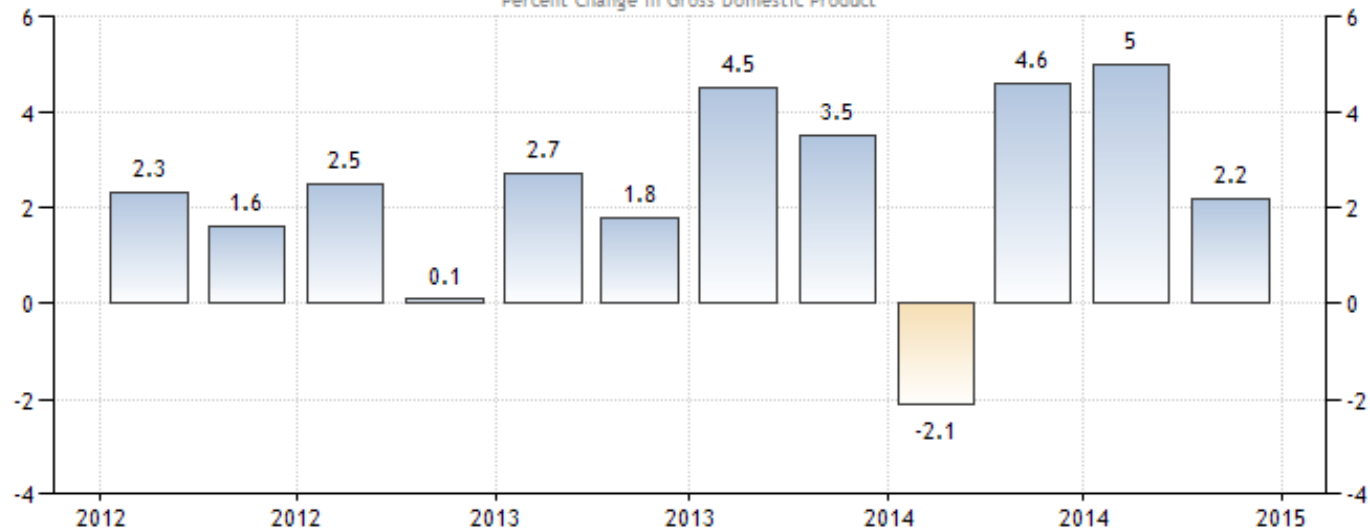
Annual Change on Consumer Price Index



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS

UNITED STATES GDP GROWTH RATE

Percent Change in Gross Domestic Product



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

UNITED STATES UNEMPLOYMENT RATE

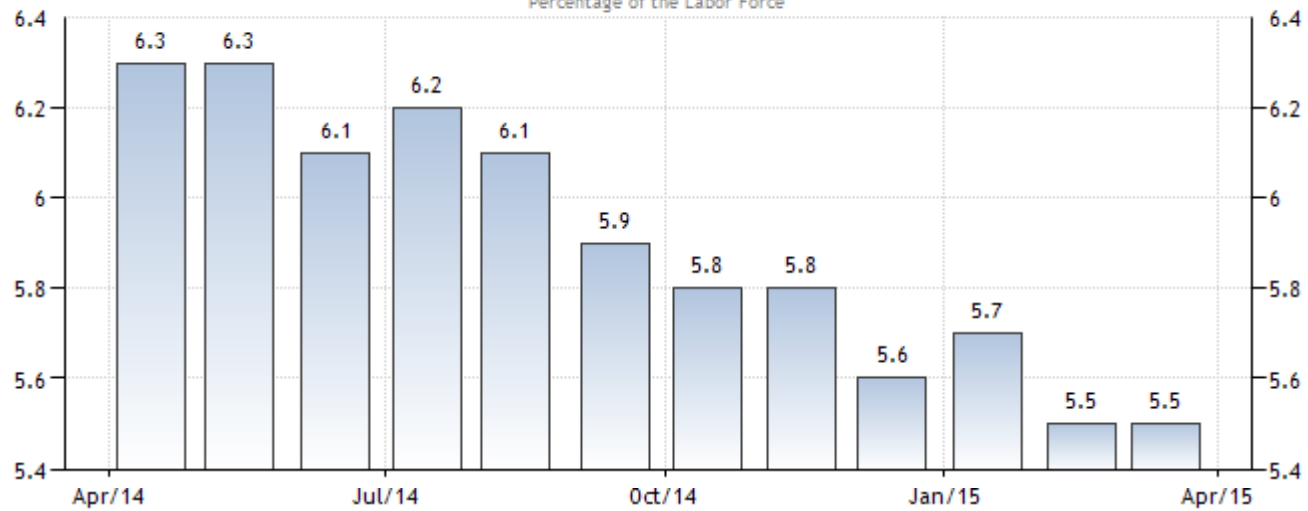
Percentage of the Labor Force



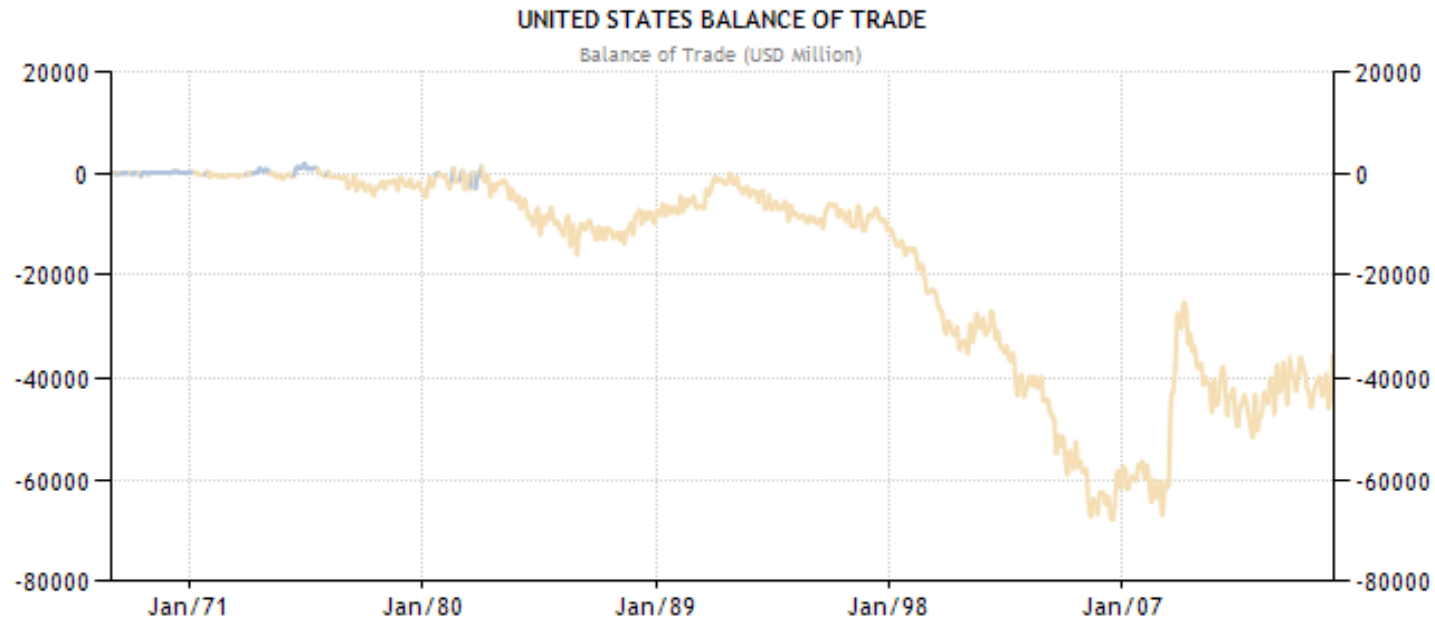
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS

UNITED STATES UNEMPLOYMENT RATE

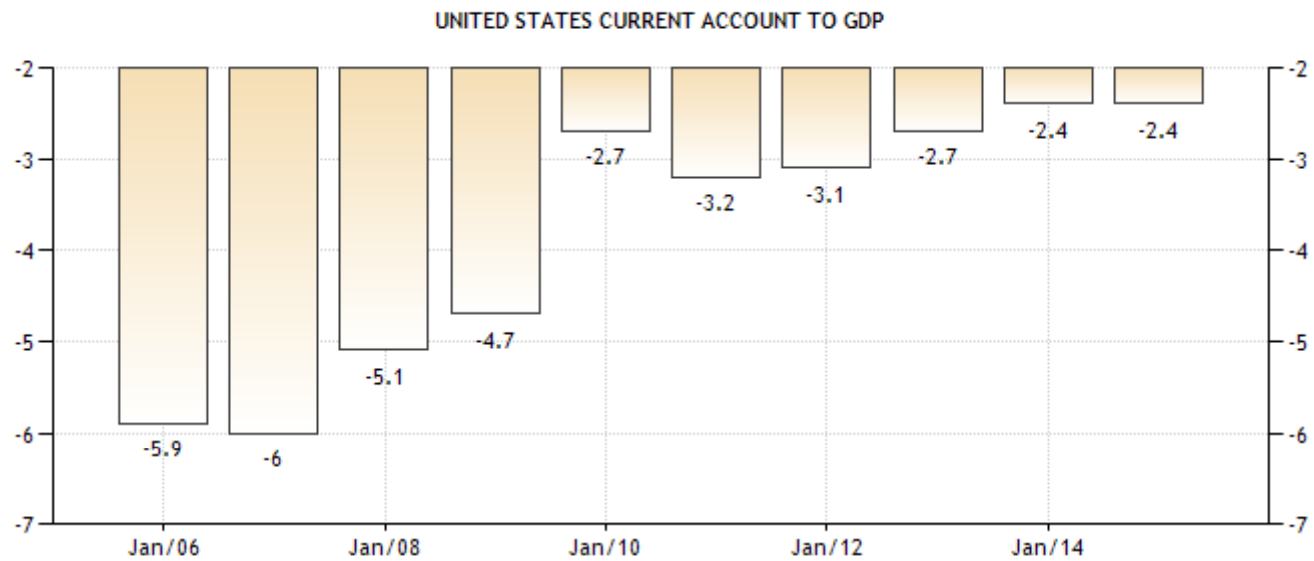
Percentage of the Labor Force



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. CENSUS BUREAU



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

Chart 10 ECB interest rates and the overnight interest rate

(percentages per annum; daily data)

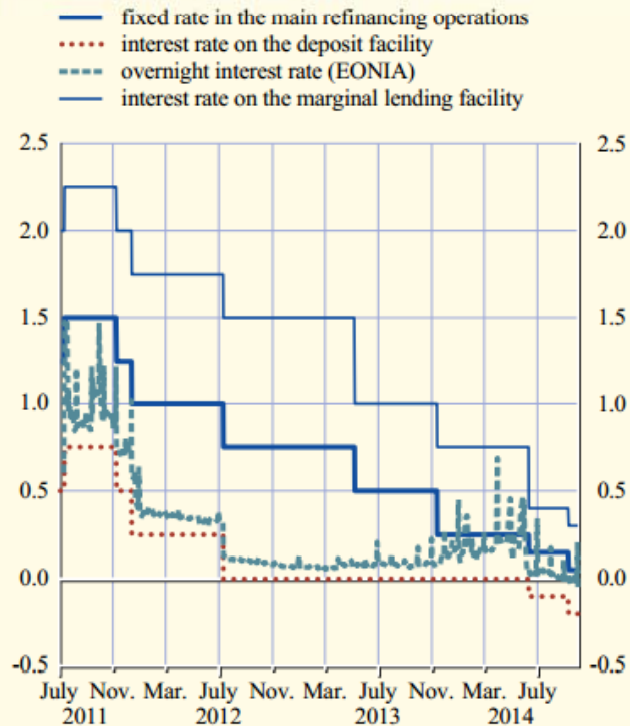
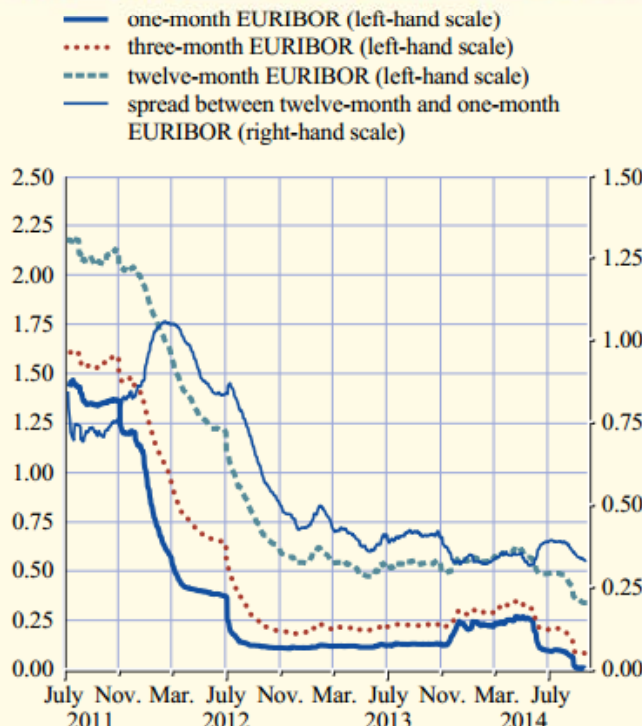


Chart 9 Money market interest rates

(percentages per annum; spread in percentage points; daily data)



EUROPODRUČJE

EONIA = Euro Overnight Index Average – mjera efektivne kamatne stope koja prevladava na € međubankarskom prekonoćnom tržištu

EURIBOR je referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankarskom tržištu. Utvrđuje se dnevno kao prosječna stopa po kojoj reprezentativne banke međusobno daju u zajam neosigurana novčana sredstva. Rok dospijeaća od 2 dana do 12 mjeseci.

Izvor: ECB

Money market interest rates
(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0.23	0.33	0.57	0.83	1.11	0.43	0.19
2013	0.09	0.13	0.22	0.34	0.54	0.27	0.15
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48	0.23	0.13
2014 Q1	0.18	0.23	0.30	0.40	0.56	0.24	0.14
Q2	0.19	0.22	0.30	0.39	0.57	0.23	0.13
Q3	0.02	0.07	0.16	0.27	0.44	0.23	0.13
Q4	-0.02	0.01	0.08	0.18	0.33	0.24	0.11
2014 Sep.	0.01	0.02	0.10	0.20	0.36	0.23	0.12
Oct.	0.00	0.01	0.08	0.18	0.34	0.23	0.11
Nov.	-0.01	0.01	0.08	0.18	0.33	0.23	0.11
Dec.	-0.03	0.02	0.08	0.18	0.33	0.24	0.11
2015 Jan.	-0.05	0.01	0.06	0.15	0.30	0.25	0.10
Feb.	-0.04	0.00	0.05	0.13	0.26	0.26	0.10

MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator		
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC ³⁾	By initial period of rate fixation				APRC ³⁾				
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years		Over 5 and up to 10 years	Over 10 years
2014 Feb.	0.28	1.10	1.61	1.93	7.66	17.04	5.85	6.78	7.21	3.30	2.79	2.95	3.09	3.27	3.29	3.05	
Mar.	0.28	1.07	1.56	1.86	7.66	17.05	5.81	6.67	7.08	3.32	2.78	2.90	3.03	3.23	3.23	3.01	
Apr.	0.27	1.06	1.54	1.83	7.61	17.22	5.58	6.60	6.98	3.21	2.72	2.91	3.00	3.24	3.22	2.99	
May	0.27	1.05	1.40	1.72	7.55	17.23	5.62	6.73	7.09	3.33	2.71	2.87	2.96	3.14	3.16	2.93	
June	0.27	1.04	1.32	1.74	7.58	17.19	5.45	6.61	6.94	3.20	2.66	2.85	2.89	3.09	3.13	2.87	
July	0.24	1.01	1.30	1.75	7.43	17.04	5.55	6.54	6.91	3.09	2.63	2.75	2.81	2.99	3.05	2.79	
Aug.	0.24	0.93	1.21	1.66	7.43	17.00	5.55	6.52	6.87	3.09	2.56	2.74	2.73	2.87	2.98	2.75	
Sep.	0.23	0.92	1.19	1.70	7.32	17.05	5.37	6.49	6.84	2.92	2.50	2.69	2.63	2.83	2.89	2.68	
Oct.	0.22	0.91	1.10	1.65	7.15	16.94	5.42	6.43	6.84	2.92	2.43	2.63	2.56	2.79	2.82	2.61	
Nov.	0.21	0.89	1.02	1.66	7.12	17.10	5.59	6.48	6.83	2.96	2.43	2.53	2.52	2.73	2.79	2.55	
Dec.	0.22	0.86	0.96	1.59	7.06	17.00	5.07	6.14	6.45	2.73	2.43	2.52	2.53	2.69	2.77	2.50	
2015 Jan. ⁴⁾	0.21	0.84	1.01	1.95	7.12	17.03	5.26	6.30	6.63	2.77	2.30	2.53	2.43	2.42	2.70	2.39	

MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 4)}

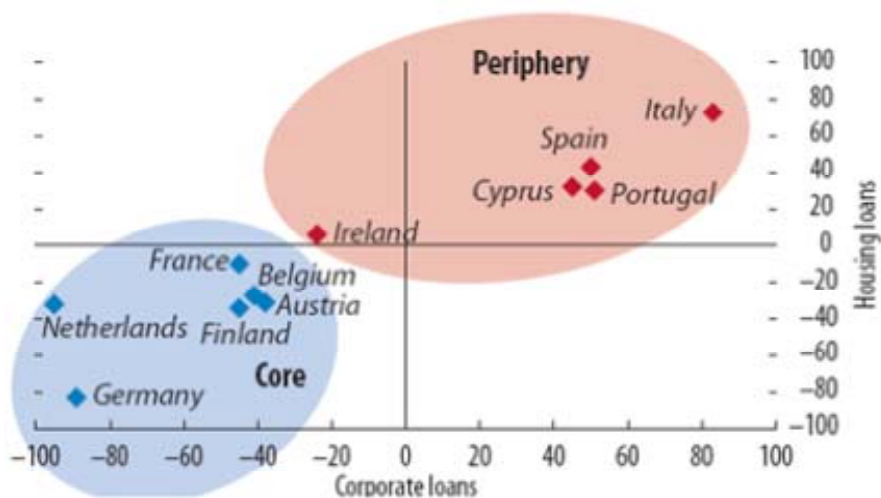
(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
2014 Feb.	0.33	0.66	1.75	3.99	4.52	4.59	3.89	2.82	3.59	3.23	2.08	2.78	2.94	2.96
Mar.	0.35	0.68	1.58	3.95	4.58	4.49	3.90	2.78	3.44	3.17	2.17	2.74	2.96	2.99
Apr.	0.34	0.72	1.60	3.99	4.57	4.48	3.80	2.81	3.52	3.15	2.20	2.55	2.88	2.98
May	0.34	0.64	1.38	3.92	4.50	4.51	3.86	2.81	3.45	3.09	2.06	2.40	2.80	2.91
June	0.31	0.59	1.52	3.88	4.29	4.37	3.78	2.68	3.26	3.05	1.94	2.74	2.68	2.79
July	0.28	0.59	1.49	3.76	4.32	4.31	3.63	2.65	3.29	2.93	1.90	2.42	2.69	2.76
Aug.	0.28	0.49	1.63	3.71	4.18	4.28	3.55	2.56	3.20	2.83	1.74	2.43	2.56	2.68
Sep.	0.26	0.51	1.53	3.69	3.98	4.04	3.53	2.46	3.02	2.75	1.80	2.38	2.41	2.65
Oct.	0.25	0.50	1.43	3.61	3.98	3.94	3.54	2.44	2.92	2.69	1.74	2.26	2.49	2.58
Nov.	0.25	0.44	1.20	3.54	3.76	3.87	3.42	2.38	2.84	2.61	1.73	2.18	2.25	2.49
Dec.	0.24	0.43	1.28	3.44	3.67	3.74	3.27	2.35	2.78	2.46	1.74	2.18	2.09	2.43
2015 Jan. ⁴⁾	0.23	0.44	1.28	3.40	3.72	3.79	2.95	2.31	2.81	2.04	1.65	2.03	2.13	2.41

Divergentno ponašanje i fragmentacije na tržištu

Spread – razlika, raspon

**Changes in Interest Rates on New Bank Loans,
December 2010–January 2013**
(In basis points)



**Spread of Interest Rates on New Loans to SMEs
over ECB Policy Rate**
(In basis points)



Source: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

Note: ECB = European Central Bank; SMEs = Small and medium-sized enterprises. Interest rate on new corporate loans with a value of €1 million or less. Program countries are Greece, Ireland, and Portugal.

C5 Loans to other financial intermediaries and non-financial corporations ¹⁾ (annual growth rates; seasonally adjusted)



C6 Loans to households ¹⁾ (annual growth rates; seasonally adjusted)



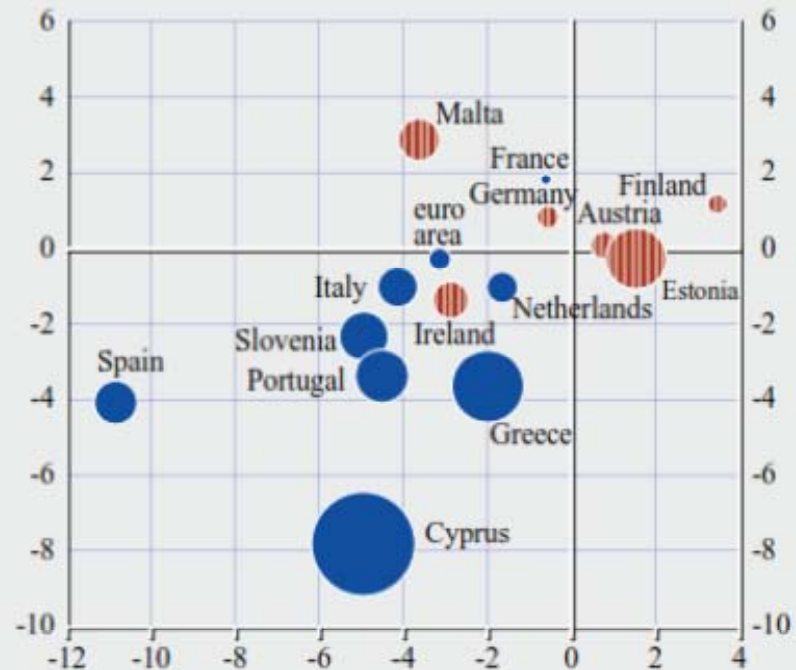
Source: ECB.

Kreditni nefinancijskim trgovačkim društvima i stanovništvu

Credit and GDP growth in euro area countries

(Dec. 2012 – Sep. 2013; percentage change year-to-date)

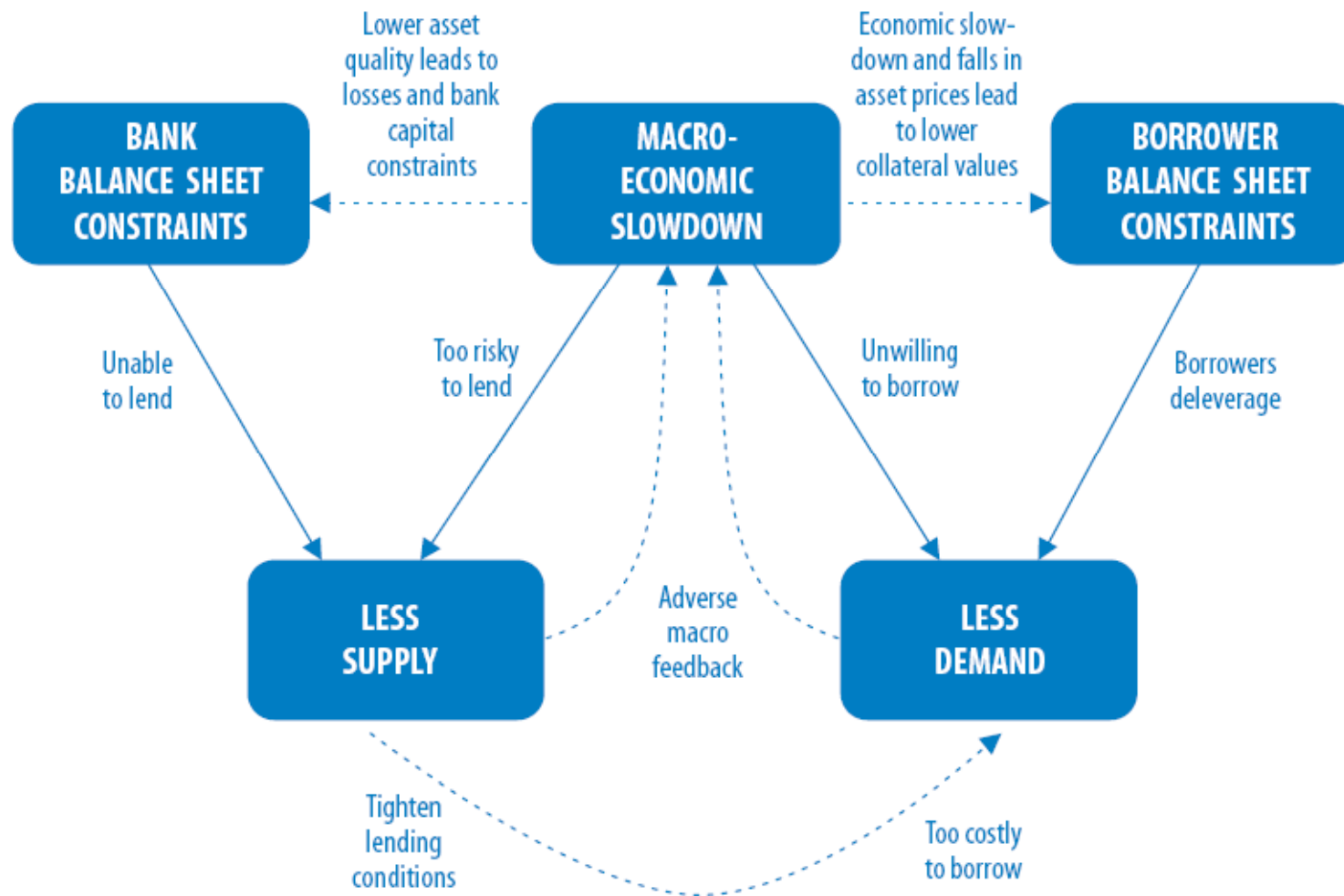
x-axis: credit growth to non-financial corporations
 y-axis: credit growth to households



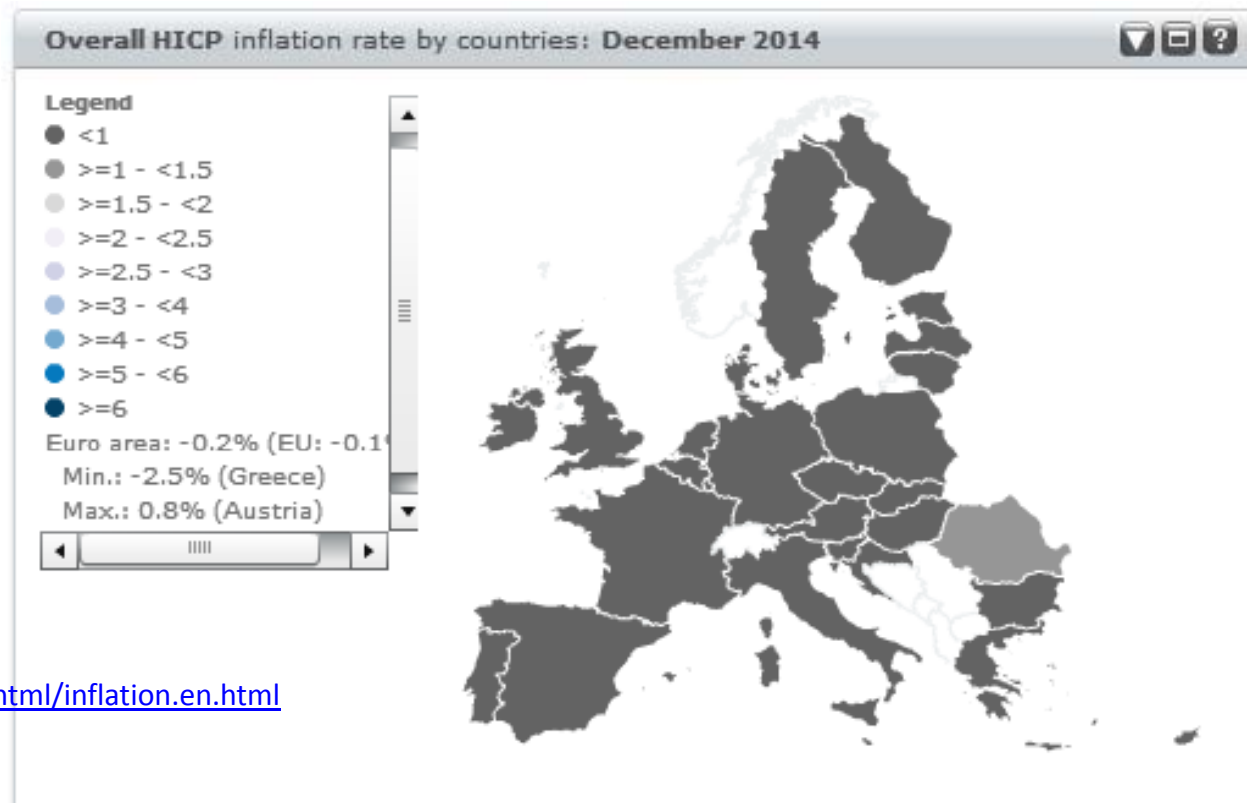
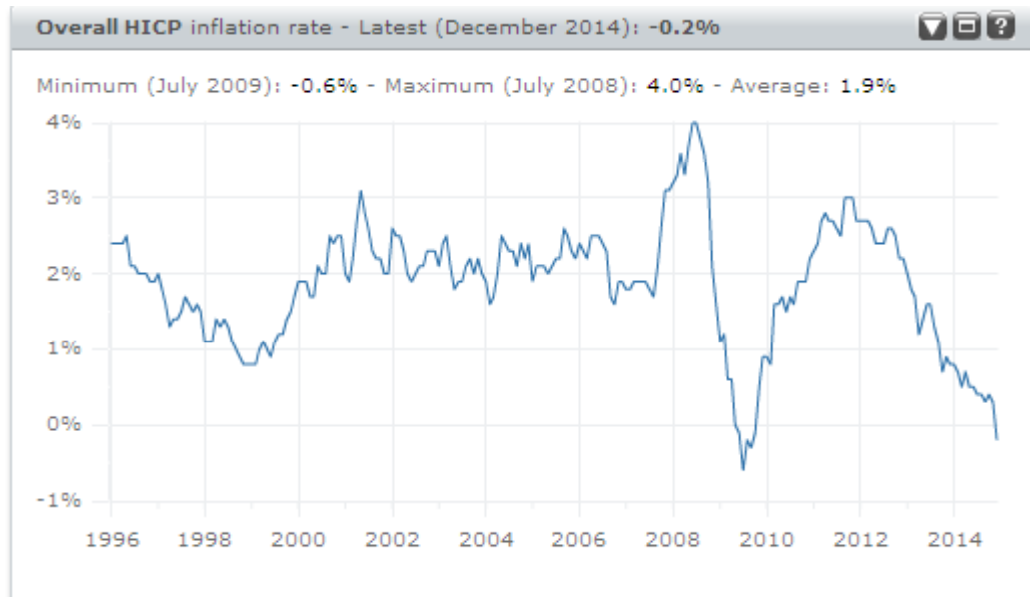
Sources: ECB and European Commission.

Notes: The size of the bubble indicates the GDP growth forecast for 2013. Blue bubbles denote a decrease in GDP, while red bubbles show an increase in GDP.

Figure 1.22. Interaction between Credit Demand and Supply



Source: IMF staff.



<https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>

QE za eurozonu

- Upravno vijeće ECB-a je 22.1.2015. donijelo (odnosno kasnije 4.3.2015. detaljnije definiralo) odluku o programu otkupa državnih obveznica članica eurozone i kvalitetnih obveznica međunarodnih organizacija i multilateralnih razvojnih banaka s investicijskim rejtingom
- Po uzoru na praksu u SAD-u i Velikoj Britaniji, program je popularno nazvan **kvantitativno labavljenje**
- predstavlja proširenje ranije definiranog ECB-ovog *Asset-backed securities purchase programme* (ABSPP) i *Third covered bond purchase programme* 'CBPP3 iz rujna 2014; tako je kreiran **Secondary markets public sector asset purchase programme (PSPP)**
- definirana je mjesečna kvota otkupa vrijednosnica u iznosu 60 milijardi eura (visina mjesečne kvote odnosi se na PSPP, ABSPP i CBPP3) temeljem koje će program provoditi do rujna 2016. (znači radi se o planiranom iznosu otkupa od barem 1.140 milijardi eura), odnosno dok se inflacija (mjerena HICP-om) ne približi razni ispod ali blizu 2% godišnje
- definiran su limiti učešća svake članice, a s obzirom na već postojeće učešće vrijednosnica pojedinih država (konkretno Grčke) koji su otkupljeni kroz ranije provedene programe izravne kupnje na otvorenom tržištu (npr. kroz Program tržišta vrijednosnica (Securities Market Program – SMP iz 2010.), Program izravnih monetarnih transakcija (Outright Monetary Transactions – OMT iz 2012. ...)
- Operacije se provode po decentraliziranom principu
- U ukupnom iznosu programa otkupa dužničkih vrijednosnica PSPP, 12% će se odnositi na kupovinu prihvatljivih vrijednosnica izdanih od strane međunarodnih organizacija i multilateralnih razvojnih banaka (poput EBRD-a, EIB-a, ESM-a i sl.) i u tome će sudjelovati samo nacionalne središnje banke, dok će se 88% predviđenog iznosa odnositi na kupnju državnih obveznica
- U ukupnim kupnjama dužničkih vrijednosnica ECB će sudjelovati uz 8% kvote
- Sve zajedno znači da 20% predviđenog otkupa predstavlja rizik koji se dijeli unutar Eurosustava
- 80% planiranog otkupa (kvota) odnosi se na kupnje koje provode nacionalne centralne banke i one odgovaraju za rizik svojih operacija (taj rizik se ne dijeli pa se ne može javiti kao gubitak Eurosustava u slučaju da neka od država proglasi moratorij na otplatu duga odnosno dođe u stanje nemogućnosti otplate duga)
- Distribucija transakcija kupnje vrijednosnica unutar eurozone provodi se po ključu upisanog kapitala ECB-a

Konsolidirani financijski izvještaj Eurosustava na dan 20. ožujka 2015.

Imovina (u milijunima eura)	Stanje	Razlika u odnosu na prethodni tjedan zbog transakcija	Obveze (u milijunima eura)	Stanje	Razlika u odnosu na prethodni tjedan zbog transakcija
1 Zlato i potraživanja u zlatu	343 839	0	1 Novčanice u optjecaju	1 010 877	83
2 Potraživanja od rezidenata izvan europodručja nominirana u stranoj valuti	279 314	-509	2 Obveze prema kreditnim institucijama europodručja vezane uz operacije monetarne politike, nominirane u eurima	275 239	7 286
2.1 Potraživanja od Međunarodnoga monetarnog fonda (MMF)	77 400	-3 400	2.1 Tekući računi (koji obuhvaćaju sustav obveznih pričuva)	229 582	6 866
2.2 Salda kod banaka i ulaganja u vrijednosne papire, inozemni krediti i ostala inozemna imovina	201 913	2 891	2.2 Novčani depoziti	45 653	416
3 Potraživanja od rezidenata europodručja nominirana u stranoj valuti	33 119	-1 973	2.3 Oročeni depoziti	0	0
4 Potraživanja od rezidenata izvan europodručja nominirana u eurima	24 901	562	2.4 Obratne operacije fine prilagodbe	0	0
4.1 Salda kod banaka, ulaganja u vrijednosne papire i krediti	24 901	562	2.5 Depoziti vezani uz poziv na uplatu marže	4	4
4.2 Potraživanja koja proizlaze iz kredita u sklopu ERM II	0	0	3 Ostale obveze prema kreditnim institucijama iz europodručja, nominirane u eurima	5 207	19
5 Krediti kreditnim institucijama iz europodručja, vezani uz operacije monetarne politike, nominirani u eurima	465 609	316	4 Izdani dužnički certifikati	0	0
5.1 Glavne operacije refinanciranja	142 401	562	5 Obveze prema ostalim rezidentima europodručja, nominirane u eurima	118 130	16 643
5.2 Operacije dugoročnijeg refinanciranja	322 959	0	5.1 Opća država	67 171	11 413
5.3 Obratne operacije fine prilagodbe	0	0	5.2 Ostale obveze	50 958	5 230
5.4 Obratne strukturne operacije	0	0	6 Obveze prema rezidentima izvan europodručja, nominirane u eurima	47 865	-7 058
5.5 Mogućnost granične posudbe od središnje banke	247	-235	7 Obveze prema rezidentima europodručja, nominirane u stranoj valuti	2 060	239
5.6 Krediti vezani uz poziv na uplatu marže	0	-11	8 Obveze prema rezidentima izvan europodručja, nominirane u stranoj valuti	7 030	-171
6 Ostala potraživanja od kreditnih institucija iz europodručja, nominirana u eurima	117 662	-2 956	8.1 Depoziti, salda i ostale obveze	7 030	-171
7 Vrijednosni papiri rezidenata europodručja nominirani u eurima	643 424	19 416	8.2 Obveze koje proizlaze iz kredita u sklopu ERM II	0	0
7.1 Vrijednosni papiri koji se drže za potrebe monetarne politike	268 838	19 460	9 Protustavka posebnim pravima vučenja koja dodjeljuje MMF	56 374	0
7.2 Ostali vrijednosni papiri	374 586	-45	10 Ostale obveze	208 641	-1 316
8 Dug opće države nominiran u eurima	26 665	0	11 Računi revalorizacije	330 898	0
9 Ostala imovina	223 309	868	12 Kapital i pričuve	95 521	0
Ukupno imovina	2 157 841	15 725	Ukupno obveze	2 157 841	15 725

Može se dogoditi da zbroj/međuzbroj ne budu točni zbog zaokruživanja.

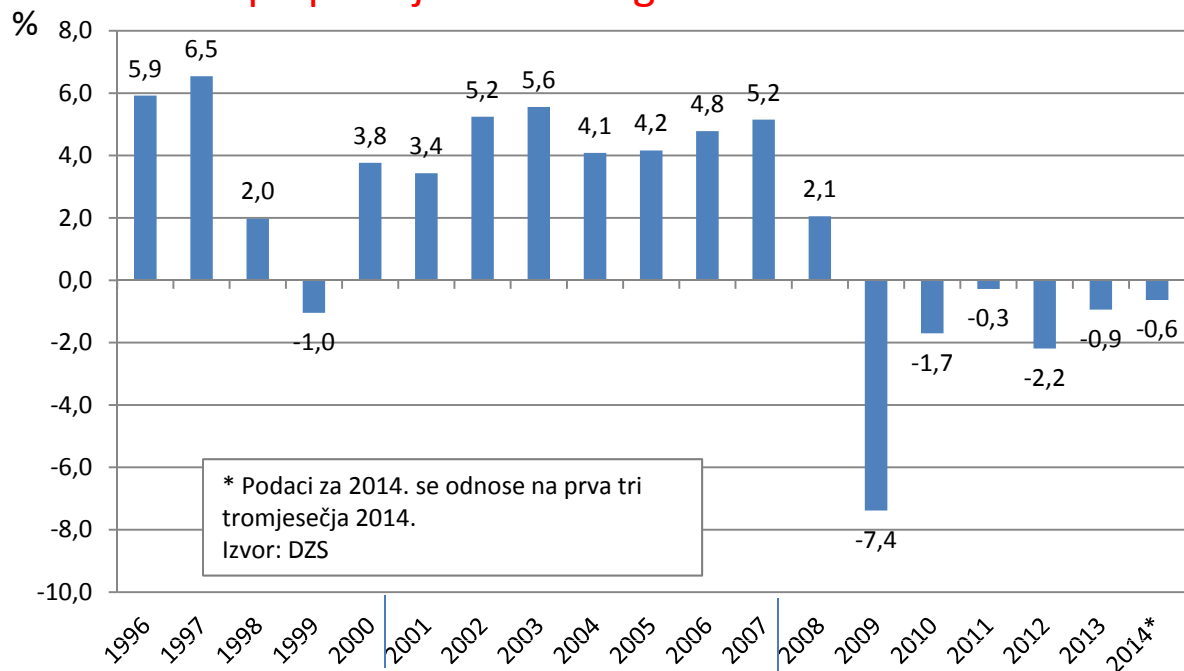
Izvor: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs150324.hr.html>

Valutni ratovi

- Pod opravdanjem rasta zaposlenosti, otklanjanja recesije i sprječavanja deflacije, mehanizam monetarnih ekspanzija i obezvrjeđivanja valuta koristio se kao poluga za kratkoročno poboljšanje nacionalnih ekonomskih pokazatelja i rast izvoza (**tzv. politika uništenja susjeda i proboja na inozemna tržišta**).
- Tijekom kriznog razdoblja, među europskim tržištima u nastajanju značajni razmjeri deprecijacije zabilježeni su u Poljskoj, Mađarskoj, Rumunjskoj i Češkoj
- U razdoblju od kolovoza 2008. do veljače 2009. poljski zlot zabilježio je nominalnu deprecijaciju od 38% u terminima eura (te 25% smanjenje jediničnih troškova rada), dok je kasnije u drugoj polovici 2011 (nakon razdoblja stabilizacije i jačanja) zabilježen novi val deprecijacijskog pritiska u razmjeru preko 11%.
- Od sredine 2008. do danas mađarska forinta oslabila je preko 33%, čaška kruna (kao valuta tranzicijskog gospodarstva s najvećim stupnjem konvergencije starim članicama EU) za više od 15%, a rumunjski novi leu preko 24%, pri čemu su najveći razmjeri nominalne deprecijacije u većini zemljama zabilježeni od sredine 2008. do veljače 2009. te u prvoj polovici 2011.
- Usporedbe radi, od sredine 2008. do veljače 2009. ruski rubalj oslabio je za 35%, a od sredine 2014. do veljače 2015. čak 73%, gdje unatoč kasnijem značajnom jačanju ruske valute ona je danas u terminima eura slabija 12% nego godinu dana ranije, a od početka globalne financijske krize čak 61%.

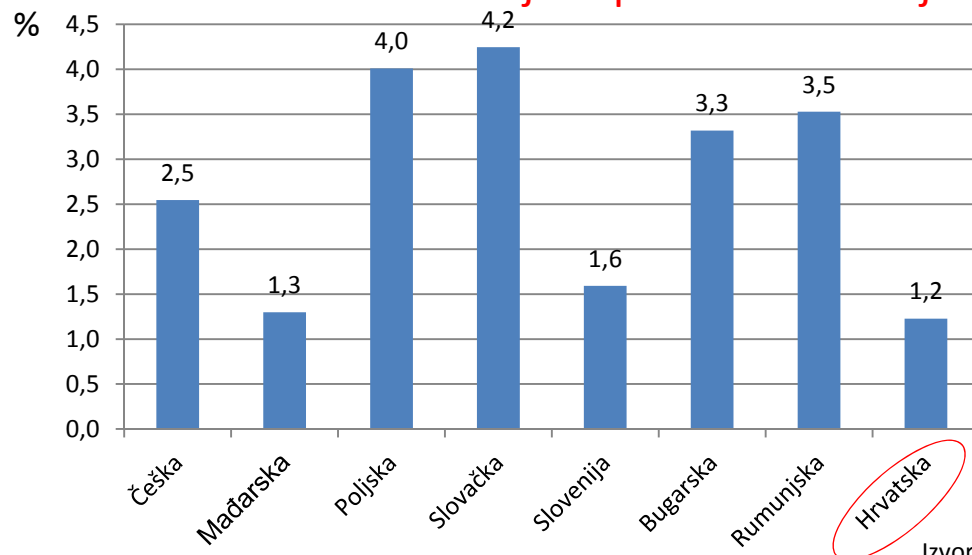
- Programom kvantitativnog labavljenja ECB-a u 2015. godini, formalno je započeta praksa ekstremno ekspanzivne monetarne politike s izvjesnim učincima konkurentske deprecijacije koja bi trebala povećati europski izvoz na druga tržišta, a zbog jakog dolara poglavito izvoz u SAD, kao i Kinu, odnosno daleko više smanjiti konkurentnost kineskog izvoza u europodručje.
- Međutim, u praktičnom smislu euro značajno slabi već od 2010. odnosno razvoja krize prezaduženih država euro-područja te njene kombinacije s bankovnom i ekonomskom krizom u 2012., a na što su utjecale i snažne injekcije likvidnosti koje je ECB omogućavao bankovnim sustavima perifernih zemalja europodručja.
- Gledano u terminima kanadskog i australskog dolara euro je u spomenutom razdoblju nominalno izgubio preko 20% vrijednosti.
- Istodobno, zbog snažnog jačanja švicarskog franka, od početka 2008. do danas euro je u odnosu na švicarski franak izgubio oko 54% svoje vrijednosti, što je znatno više od zabilježenog naj snažnijeg pada vrijednosti dolara u odnosu na švicarski franak od 44% u razdoblju siječanj 2009. kolovoz 2011.

Stope promjene realnog BDP-a RH



Prosječni godišnji stopa rasta realnog BDP-a, 2003. – 2013.

Hrvatska i zemlje usporedivih značajki



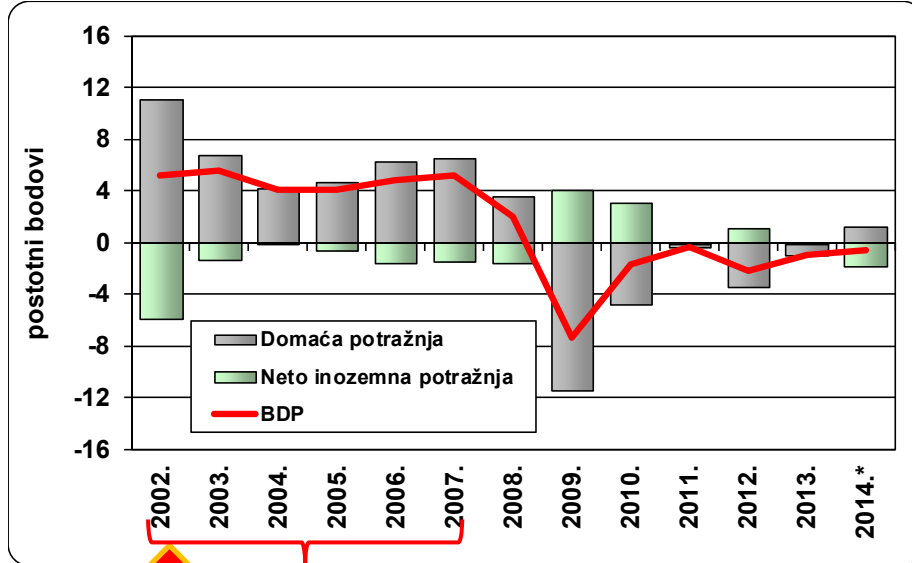
Izvor: Eurostat; DZS

- 2002. - 2006. ekonomski rast RH temeljen na kanalima uvezene likvidnosti i monetarne ekspanzije koju provodi ECB, Fed ...
- nakon druge polovica 2007. zastoje globalnih tokova likvidnosti (osim pada povjerenja, uvelike i reakcija tržišta na restriktivne monetarne politike svjetskih vodećih središnjih banaka usmjerene na smanjenje inflacije troškova izazvane cijenom nafte i pregrijavanjem ekonomija
- **listopad 2008.** službeni početak globalne financijske krize, zaustavljen tok neto-priljeva kapitala u RH, početak deprecijacijskih pritiska, **sлом sustava neodrživog ekonomskog rasta temeljenog na potrošnji, uvozu, zaduživanju i inozemnom financiranju**

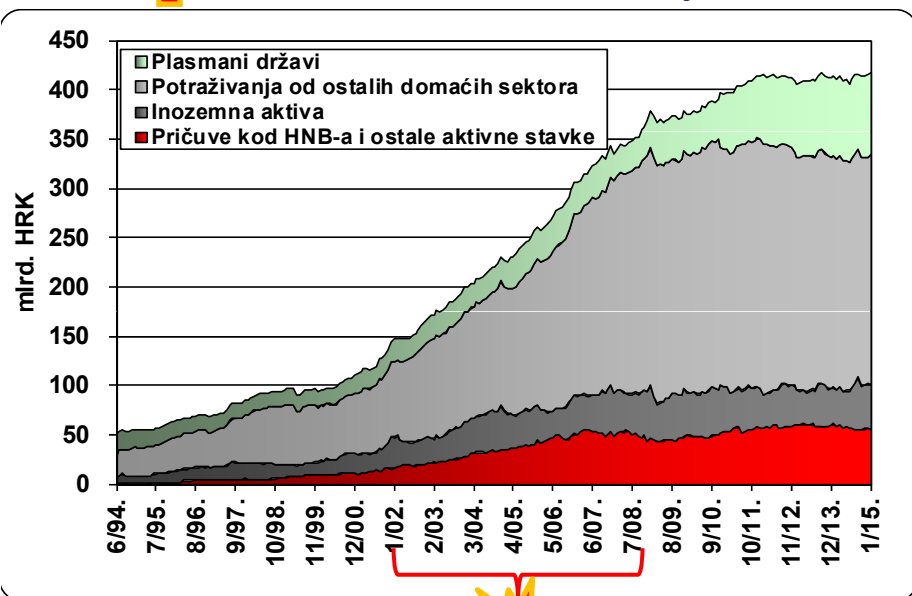
U razdoblju 2004. do 2013.

- EU-28 ostvario prosječnu stopu rasta 1,04%
- Eurozona samo 0,84%
- **Hrvatska svega 0,77%**

Doprinosi domaće i neto inozemne potražnje rastu BDP-a u RH

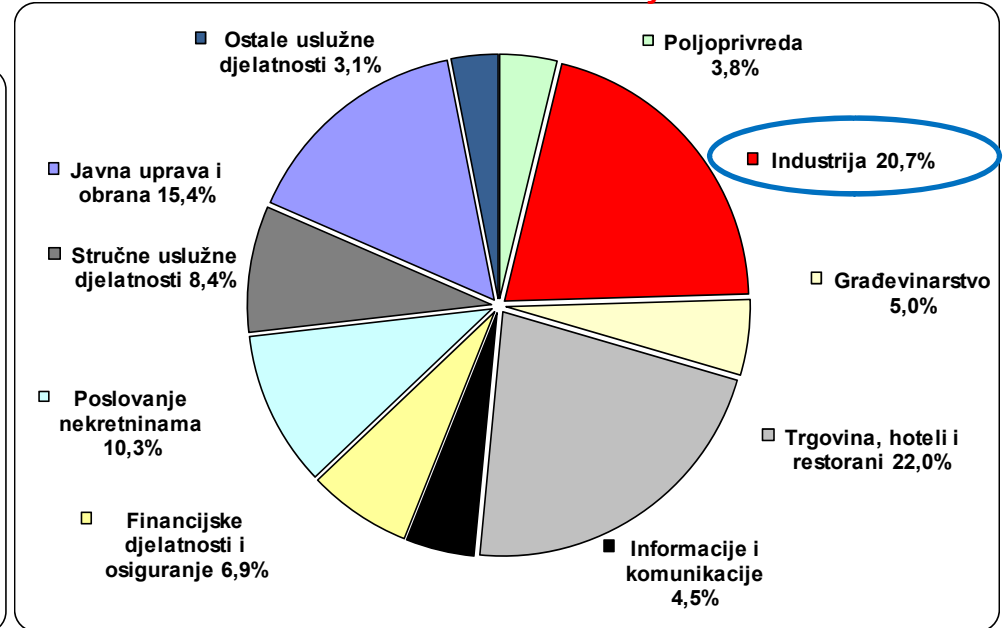


Aktiva kreditnih institucija u RH

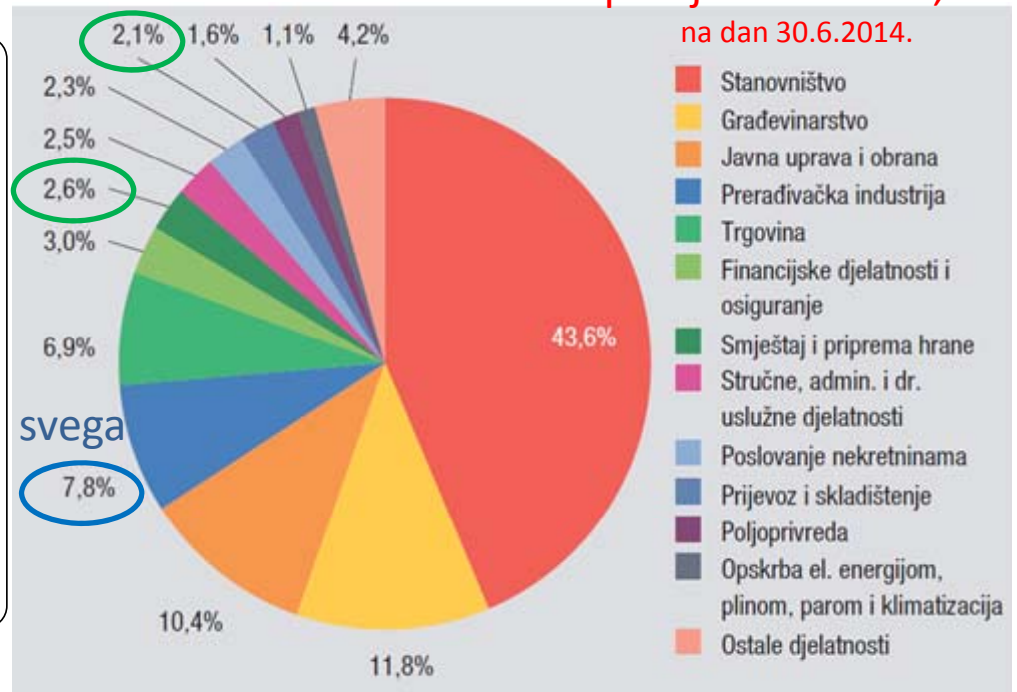


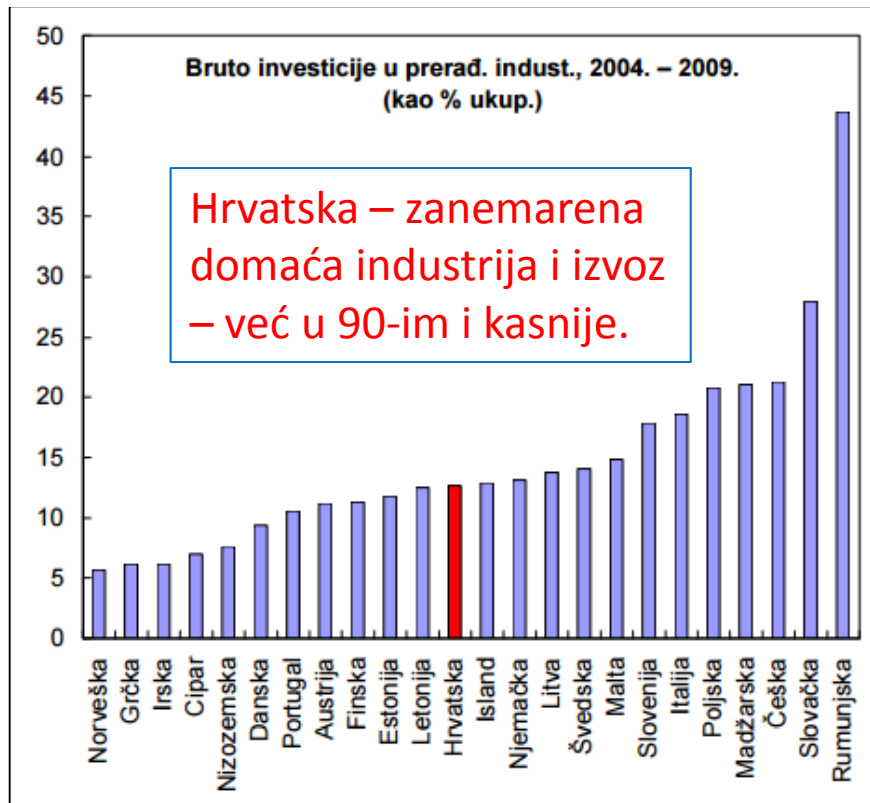
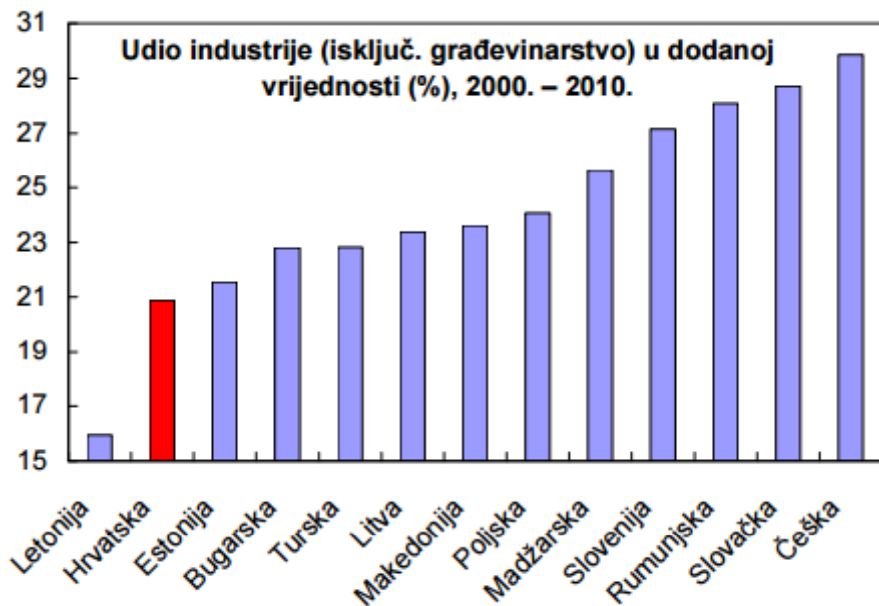
Izvor svih slika: preuzeto s HNB

Struktura bruto dodane vrijednosti, 2014.

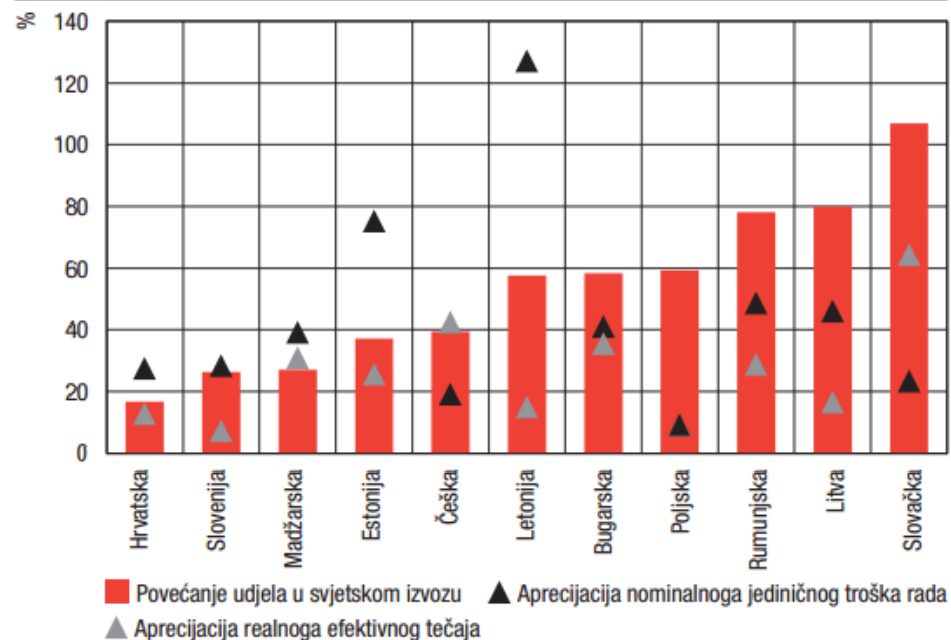


Struktura kredita banaka po djelatnostima, na dan 30.6.2014.





Kumulativne promjene udjela u svjetskom izvozu i pokazatelja relative konkurentnosti u razdoblju 2002. – 2008. Izvor originala: HNB, DZS; nacionalni statistički uredi



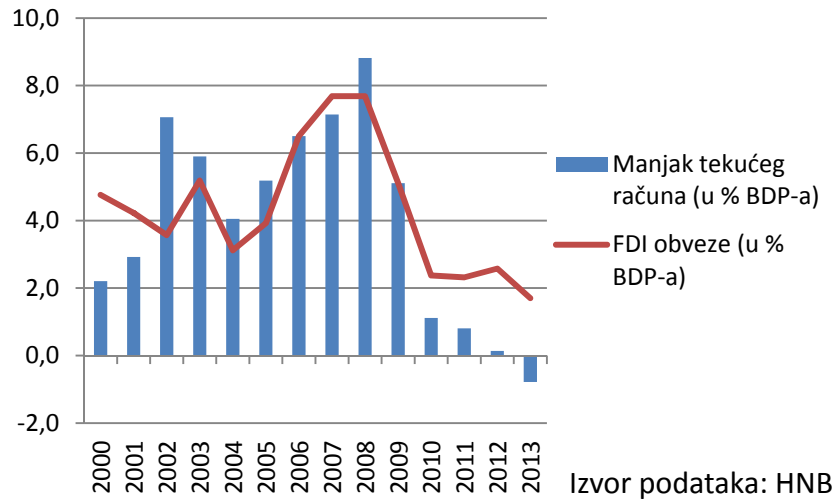
‘NIZOZEMSKA BOLEST’
Turizam, nekretnine, ...nafta iz Jadrana

Izvor svih slika: preuzeto sa stranica www.hnb.hr

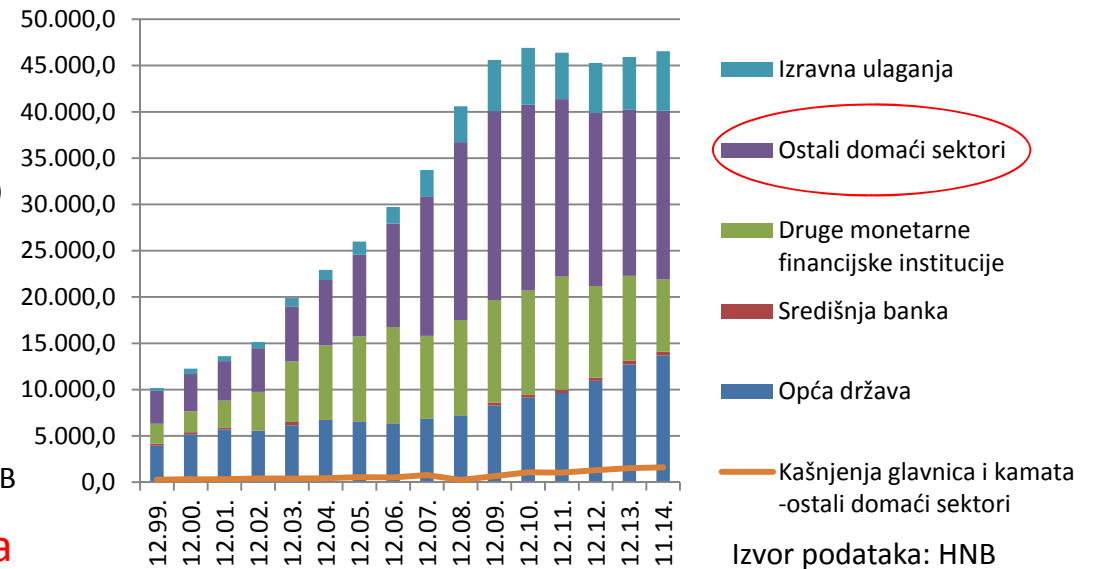
Bruto investicije u građevinarstvo, 2004. – 2009. (kao % ukup.)



Manjak tekućeg računa i FDI, kao postotak BDP-a

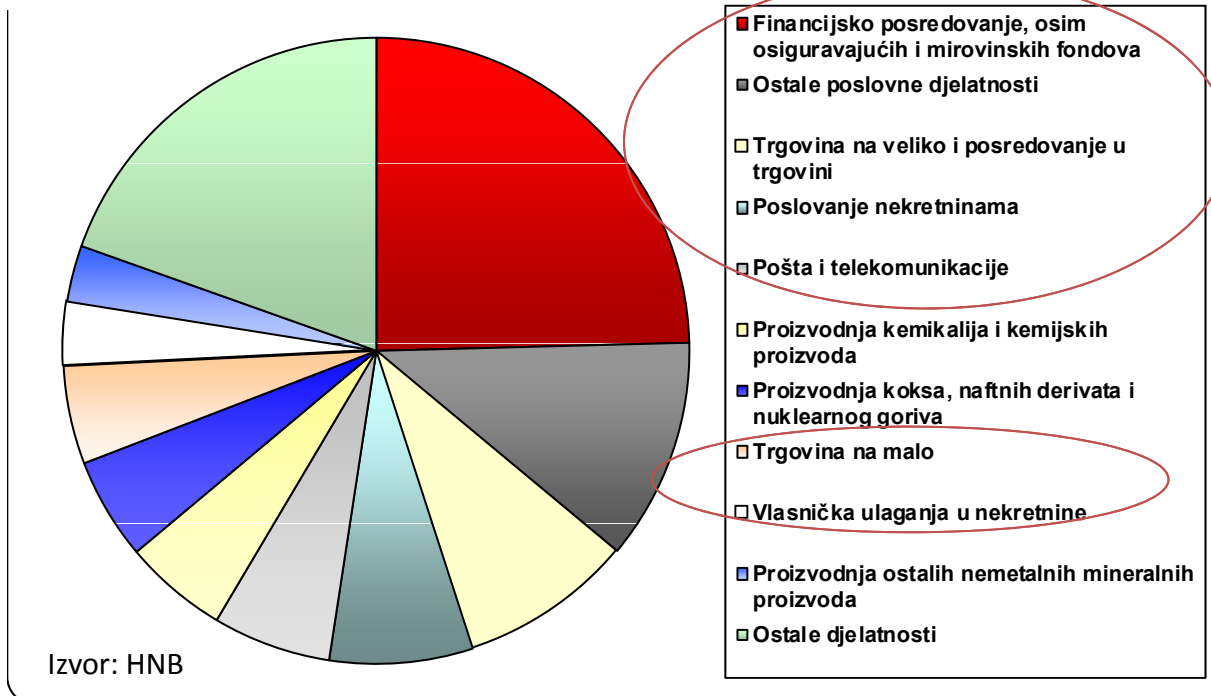


Bruto inozemni dug RH prema sektoru dužnika, u milijunima EUR



Struktura inozemnih izravnih ulaganja

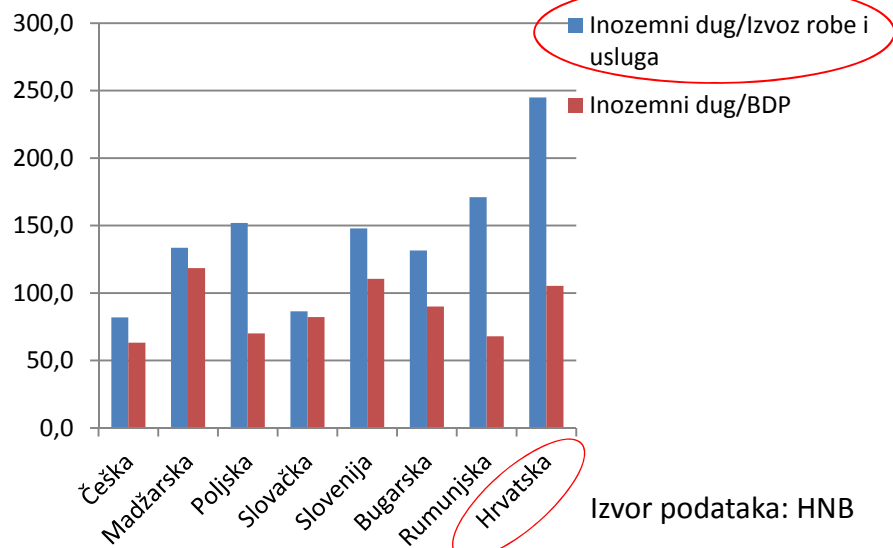
1993. – 3. tr. 2014.* (29.271,2 mil. EUR)



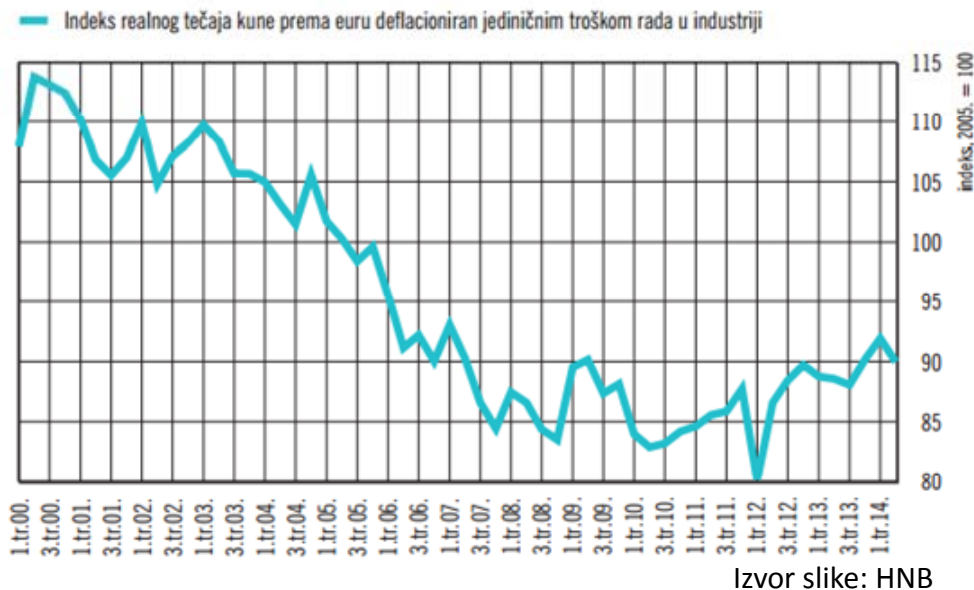
Rast inozemnog duga pridonosi snažnim **aprecijacijskim pritiscima** na domaću valutu, ali i realnoj aprecijaciji jer obilje novca povećava cijene i plaće u svim sektorima a preko povećanja troškova rada smanjuje konkurentnost izvoza.

Inozemna izravna ulaganja nisu bila usmjerena u izvozno orijentirane industrijske djelatnosti, nego na finansijsko posredovanje, trgovinu telekomunikacije, nekretnine ... - sa snažnim učincima na rast uvoza.

Pokazatelji inozemne zaduženosti po zemljama, 2013.



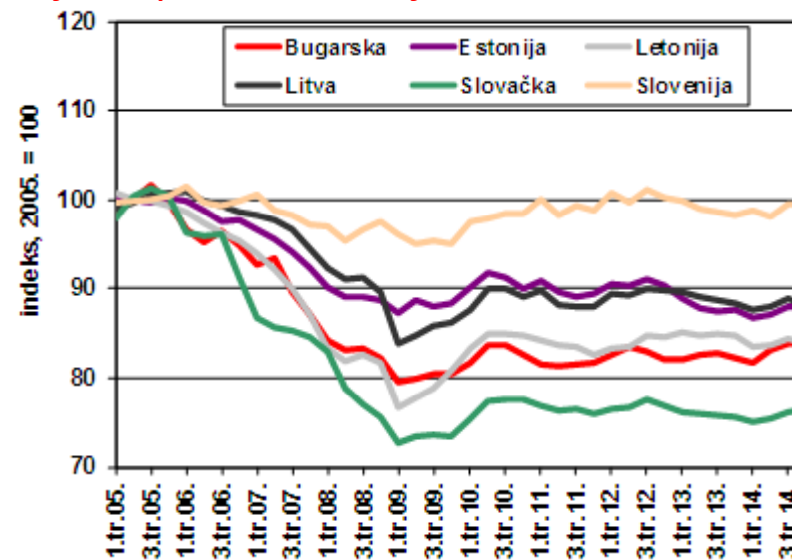
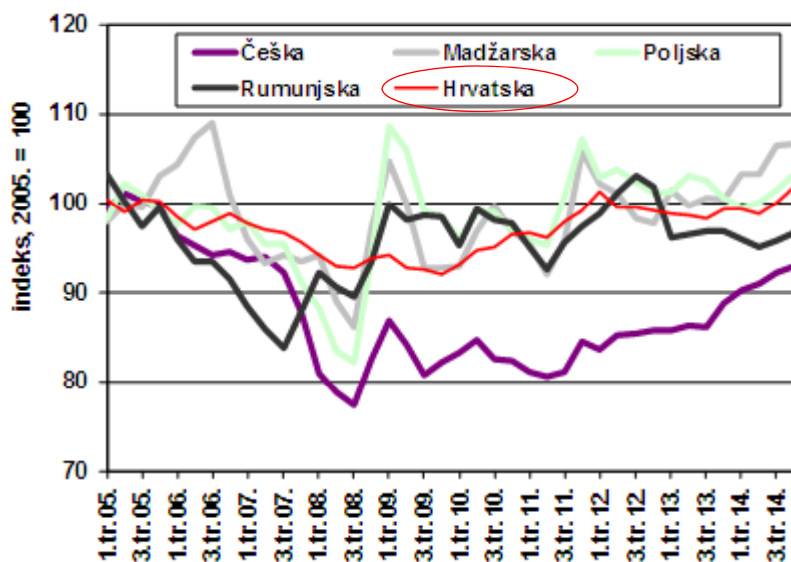
Realni tečaj kune prema euru



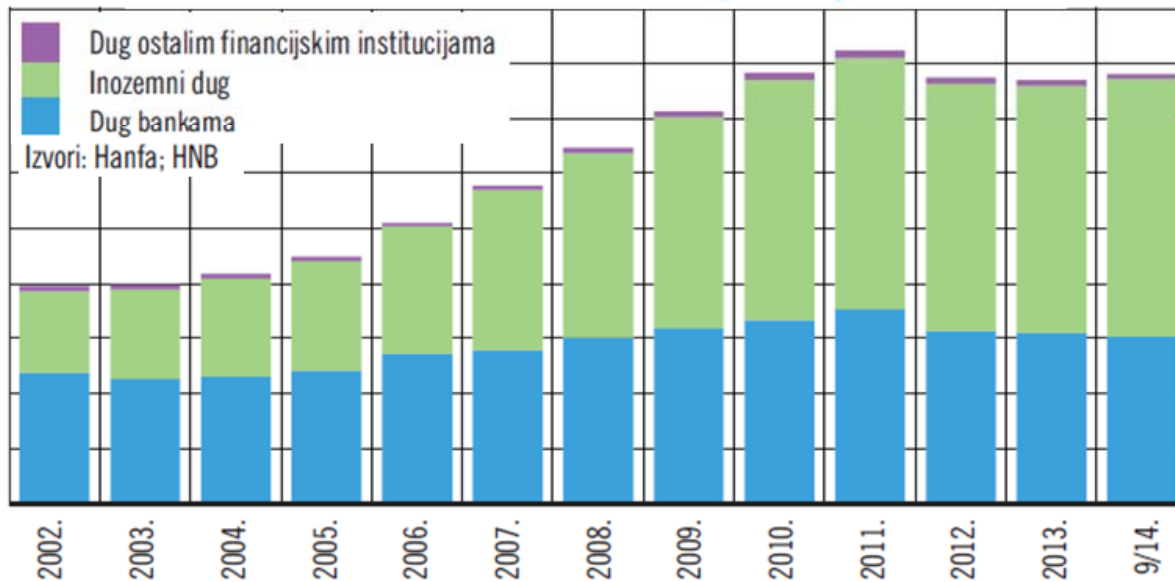
Problem tečaja kune seže još od vremena nakon Stabilizacijskog programa 1993. – njegov antiinflacijski uspjeh je temeljen na uvozu jeftinijih stranih proizvoda i konkurenciji domaćim – slična politika nastavljena sve do danas.

Indeks realnoga efektivnog tečaja uz potrošačke cijene

- pad indeksa označava realnu efektivnu aprecijaciju



Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća



Izvor slike: HNB, Financijska stabilnost

Tek manji dio domaćih kredita i ino-duga otpada na subjekte koji su neto-izvoznici i imaju prihode u devizama.

Kako bi snažna monetarna ekspanzija uz toleranciju veće deprecijacije kune (10%) djelovala na teret otplate inozemnog duga i valutno indeksiranog domaćeg duga poduzeća – pa i izvoznika?

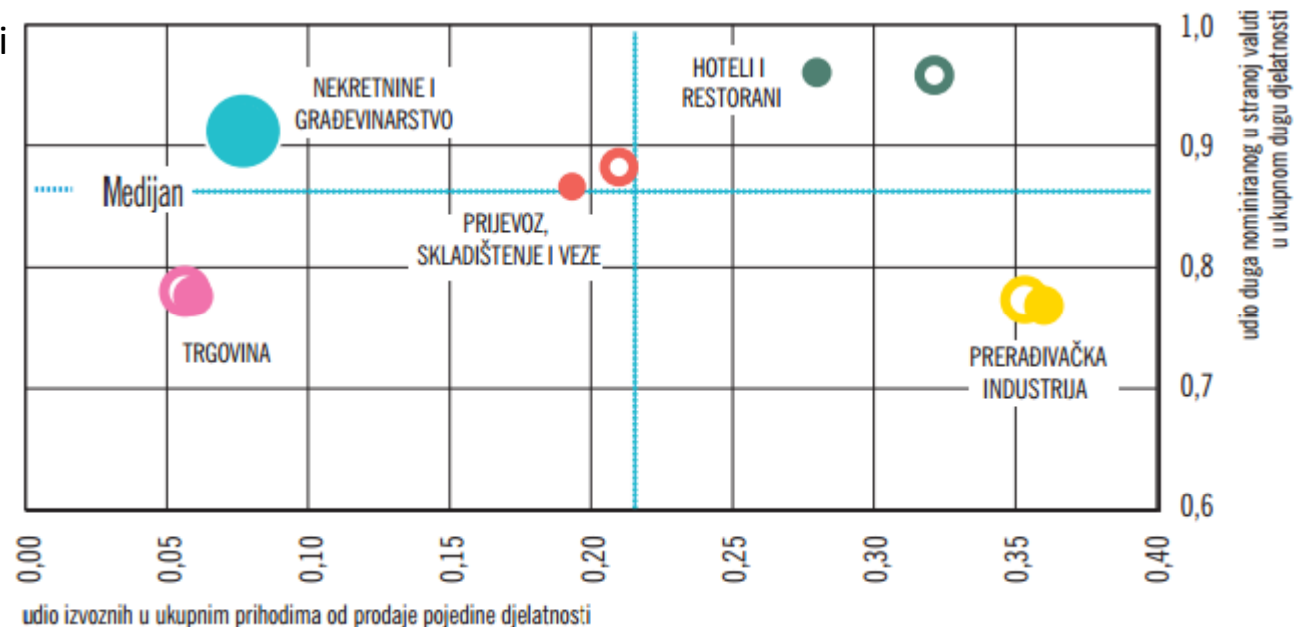
Koliko u Hrvatskoj ima pravih/čistih neto izvoznika?

U slučaju veće deprecijacije, što bi bilo s troškovima uvezenih inputa? Već od kraja 90-ih postali smo **uvozno zavisno gospodarstvo**.

Izvoz je godinama zanemarivan, a poduzetnici su se prilagodili politici tečaja! Može li slabija kuna spasiti barem ove postojeće neto-izvoznike? ALI

Što izvoznici zapravo 'žele'?

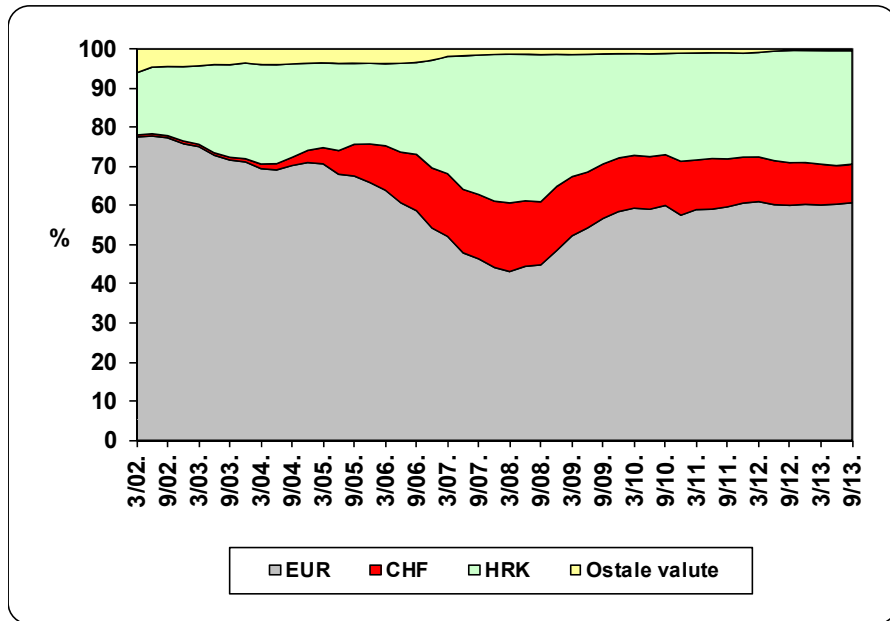
Valutna izloženost po djelatnostima



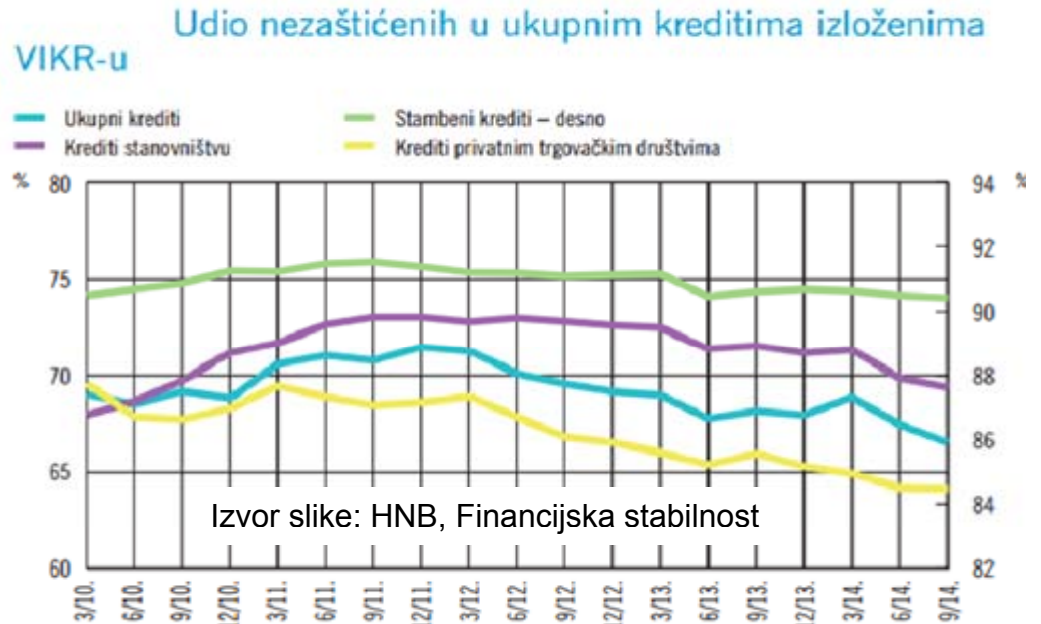
Izvor slike: HNB

Valutno inducirani kreditni rizik (VIKR) banaka u RH – vezan uz učinke potencijalne deprecijacije na sposobnost otplate valutno indeksiranog duga dužnika (kreditni s valutnom klauzulom) i posljedično kvarenje kreditnog portfelja banaka.

Valutna struktura plasmana kreditnih institucija



Napomena: Krediti u stranoj valuti uključuju kredite denominirane u toj (stranoj) valuti i kredite indeksirane uz tu (stranu) valutu.
Izvor: HNB



Problemi kredita s valutnom klauzulom u CHF imat će dalekosežnije negativne posljedice nego što se isprava mislilo. Kod svih dužnika (i onih u eurima) dodatno je povećana psihoza straha od deprecijacije i ekspanzivnijeg korištenja monetarne politike. Neizvršavanje kreditnih obveza dijela dužnika te masovne presude protiv banaka stvaraju gubitke banaka koji se odražavaju na cijenu kredita koju plaćaju svi dužnici (što onemogućava pad kamatnjaka), a imat će i posljedice na stabilnost financijskog sustava. Dodatno sudski sporovi se ne odnose samo valutnu klauzulu u CHF nego i na problem kriterija povećanja administrativno promjenjivih kamatnjaka banaka čime su proširene mogućnosti tužbi i kod dužnika s klauzulom u EUR. **Dok je cijeli sustav orijentiran na probleme dužnika, zaboravlja se dugoročna makroekonomska 'šteta' od pretjeranog uvoza, nekonkurentnog izvoza te gubitka domaće proizvodnje i radnih mjesta.**

Iako se tako ne naziva, specifična vrsta 'valutno induciranog kreditnog rizika' **postoji i kod inozemnih kreditora koji su financirali državu i hrvatska poduzeća** – gdje niti država niti većina inozemno zaduženih poduzeća (bilo putem kredita ili na tržištu obveznica) nema prihode od izvoza – stoga su dužnici i u ovom slučaju značajno izloženi valutnom (tečajnom) riziku.

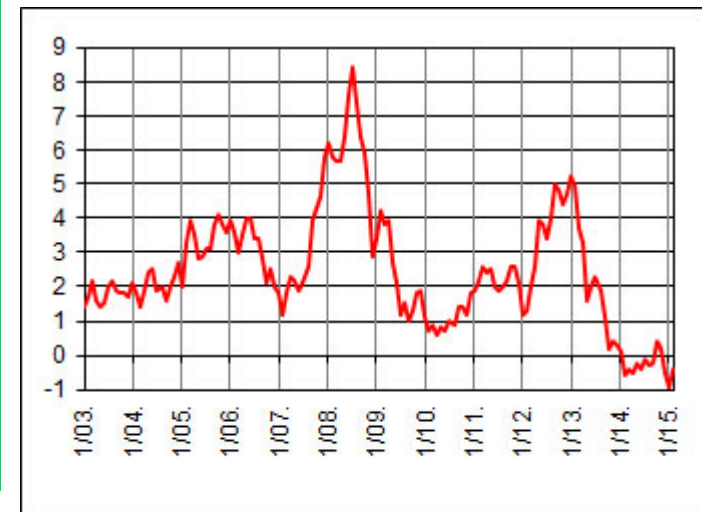
- Zbog toga **rejting RH** kao i rejting naših poduzeća koji se zadužuju na svjetskom tržištu (obveznica) **ovisi o stabilnosti tečaja i visini međunarodnih pričuva.**

Međunarodne pričuve RH su relativno visoke (mnogi krivo misle da su i previsoke), ali iako su optimalne, pitanje je da li su dovoljne. Dodatno, problem je što se međunarodne (devizne) rezerve zemlje kumuliraju iz neto-inozernog zaduživanja (trenutno jedino države, jer se drugi sektori uglavnom razdužuju), a ne iz deviza pribavljenih izvozom. **Rast izvoza je stoga jedini faktor koji pridonosi budućem održivom ekonomskom rastu i sposobnosti otplate kumuliranog duga i stvaranja novih radnih mjesta, a tim više što je domaće tržište malo i zbog dugogodišnje krize nema kapaciteta za povećanje potrošnje. Hrvatska stoga mora osnažiti izvoz.**

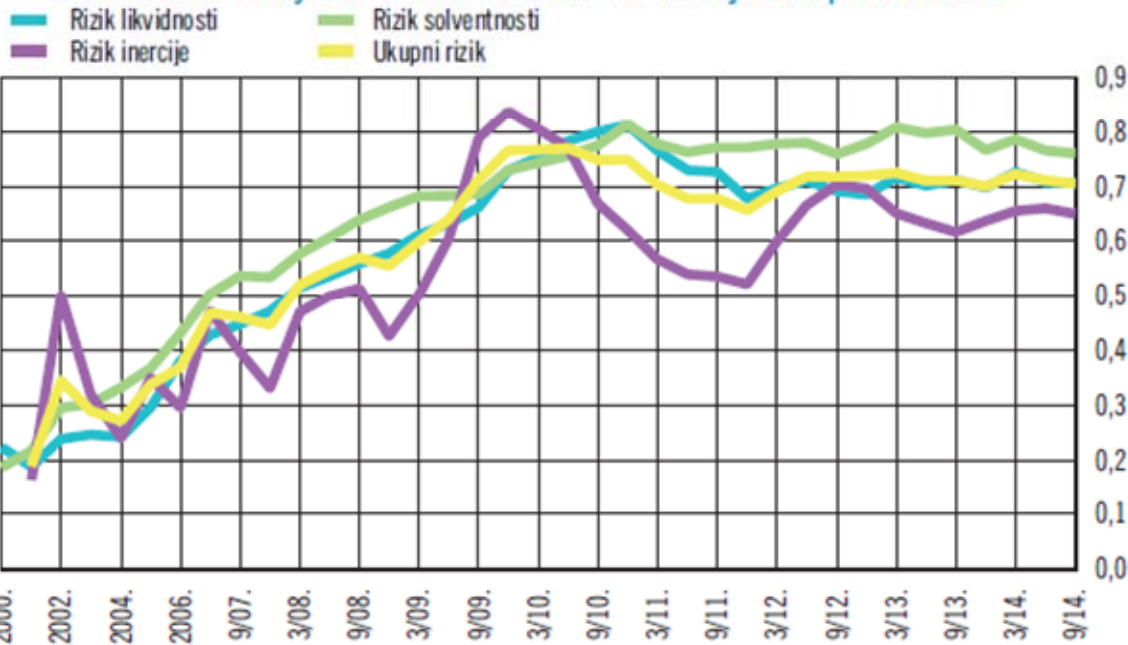
Postupna deprecijacija 2% godišnje, odnosno do 10% u pet godina je izdrživa (a rast tereta otplate duga može se kompenzirati kroz niže kamatnjake – tom služi monetarna politika), ali i to stvara psihološki pritisak kod banaka i dužnika. Jasno, zbog uvozne zavisnosti u potrošnji stvara se i pritisak na rast inflacije i troškova života građana.

No bit će prekasno ako se veća monetarna ekspanzija i kontrolirana deprecijacija ne provede sada - kada je sustav u stanju deflacije, a zbog ECB-ove politike postoji moguć reprograma dijela starog duga i jeftinijeg inozemnog financiranja pa toliko ne dolazi do izražaja nizak (špekulativni) rejting RH.

Pokazatelj inflacije: u veljači 2015. godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena iznosila je -0,4 posto.



Indikatori ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća



Napomena: Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća ocijenjena je s tri indikatora: Indikator rizika likvidnosti izračunat je kao omjer zbroja iznosa ukupnog duga i plaćenih kamata sektora u odnosu na bruto operativnog profita:

$$RL_t = 0,5 \cdot \frac{Dug_t}{Bruto\ operativni\ profit_t} + 0,5 \cdot \frac{Plaćene\ kamate_t}{Bruto\ operativni\ profit_t}$$

Indikator solvntnosti izračunat je kao omjer duga i kapitala:

$$RS_t = \frac{Dug_t}{Kapital_t}$$

Indikator inercije čini omjer plaćenih kamata i prosječnog duga korigiranog za rast bruto operativnog profita:

$$RI_t = \frac{Plaćene\ kamate_t}{\frac{Dug_t + Dug_{t-1} + Dug_{t-2} + Dug_{t-3}}{4}} - \left(\frac{Bruto\ operativni\ profit_t}{Bruto\ operativni\ profit_{t-4}} - 1 \right)$$

Navedeni indikator su normalizirani na raspon vrijednosti 0 – 1, a ukupni rizik izračunat je kao prosjek triju spomenutih normaliziranih indikatora:

$$UR_t = \frac{RL'_t + RS'_t + RI'_t}{3}$$

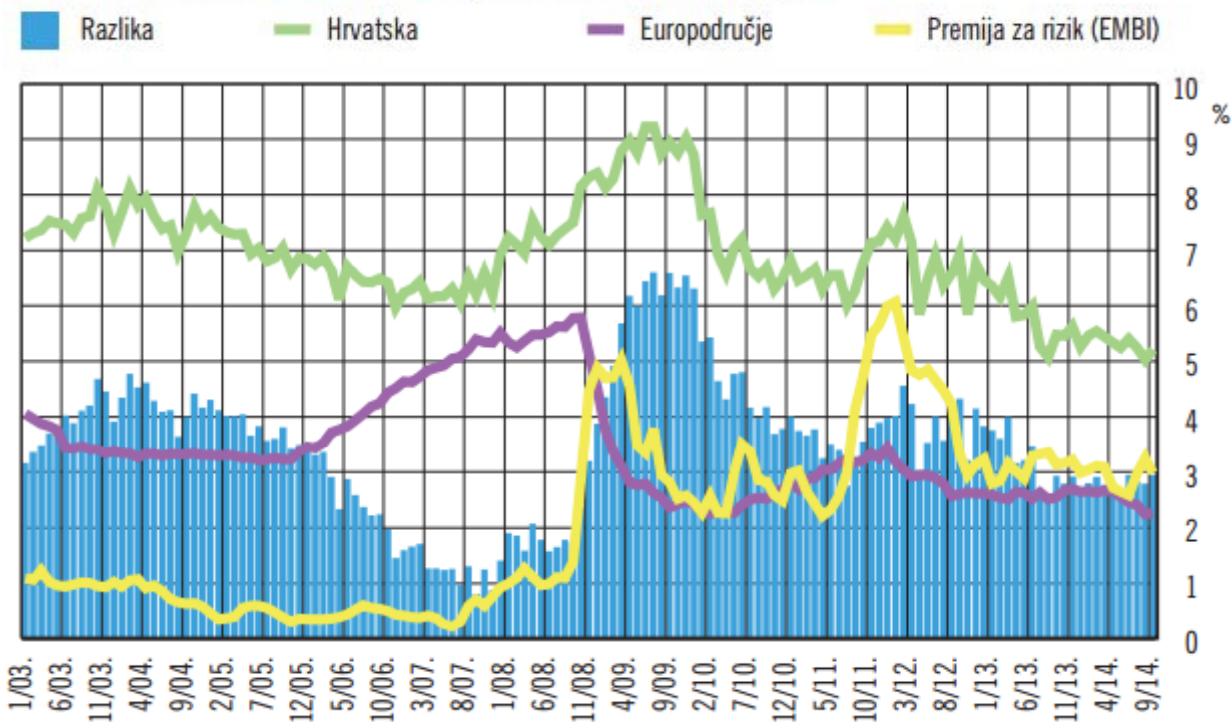
Izvor okvira i slike: HNB,
Financijska stabilnost

Smisao djelovanja ekspanzivne monetarne politike je tipično u snižavanju domaćih kamatnjaka, poticanju veće kreditne aktivnosti ili korištenju konkurentske deprecijacije radi poticanja izvoza i smanjenja uvoza.

No što kada su poduzeća već prezadužena?

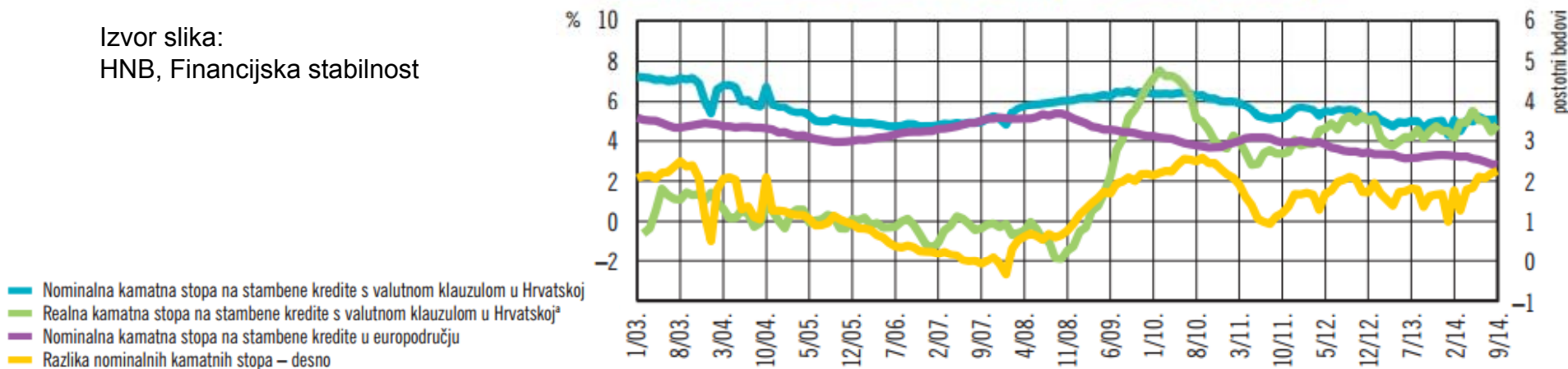
- Onda ostaje djelovanje na kamatnjake – **niske pa i nulte kamatne stope za neto-izvoznike**
- Animiranje kanala potrošnje = povećanje zaposlenosti i mase isplaćenih plaća (vodeći računa da je sklonost potrošnji veća kod nižih dohodovnih razreda, a manja kod viših)
- U uvjetima deflacije, stvaranje inflatornih očekivanja i kontrolirana deprecijacija s ciljem poticanja izvoza, 2% godišnje – do 10% u 5 godina
- Poticanje kanala prelivanja likvidnosti u mirovinske i investicijske fondove kao vlasničke izvore financiranja, oživljavanje tržišta kapitala kroz aktiviranje operacija na otvorenom tržištu – **prelivanje likvidnosti u realni sektor**

Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju



Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u europodručju

Izvor slika:
HNB, Financijska stabilnost



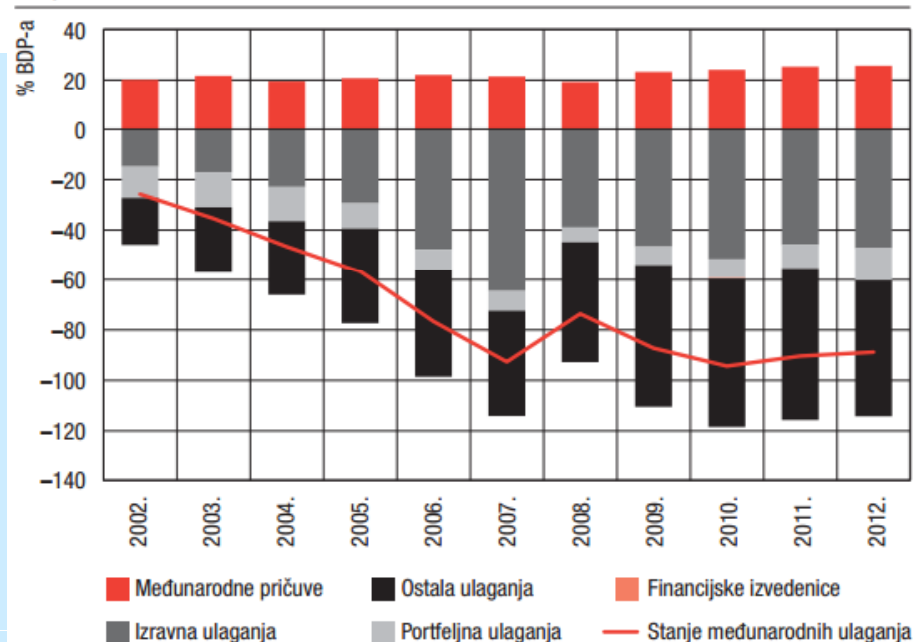
Neto međunarodna investicijska pozicija – NIIP, kao postotak BDP-a, 2013

Luxembourg	216.4
Malta	72.1
Belgium	48.8
Germany	42.9
Denmark	38.5
Netherlands	31.2
Finland	6.3
Austria	-0.2
France	-15.6
Sweden	-18.4
United Kingdom	-23.8
Italy	-30.7
Slovenia	-38.2
Czech Republic	-40.7
Lithuania	-46.4
Estonia	-47.2
Slovakia	-63.8
Romania	-62.4
Latvia	-65.1
Poland	-68
Bulgaria	-77.9
Hungary	-84.4
Spain	-92.6
Ireland	-102.1
Portugal	-116.2
Greece	-121.1
Cyprus	-156.8

Uz izvoznu nekonkurentnost, visoku nezaposlenost, visok javni dug i strukturne probleme (uključujući rigidno tržište rada i pretjeranu birokratiziranost / normiranost sustava), negativni NIIP je najveći problem makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj.

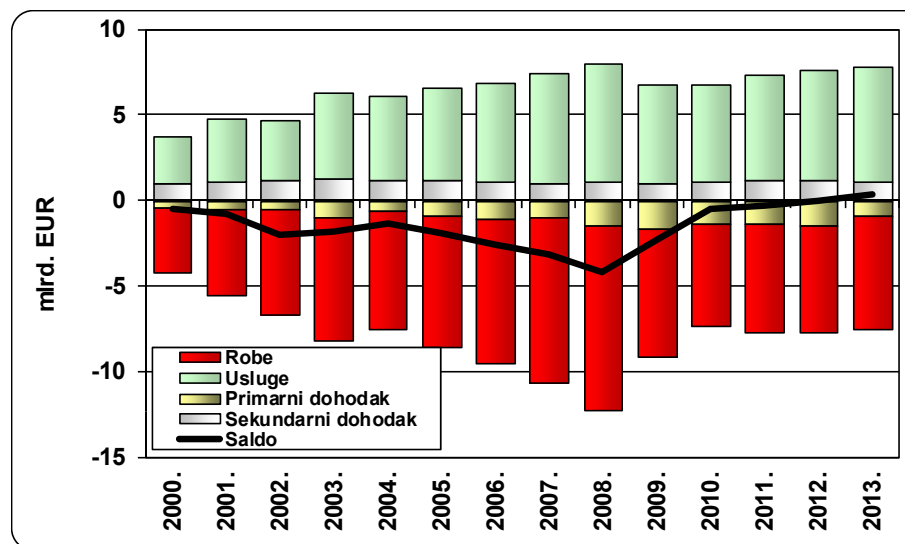
Izvor: Eurostat

Stanje međunarodnih ulaganja Hrvatska doprinosi sastavnica



Izvor: HNB

Struktura tekućeg računa platne bilance RH



Izvor: HNB

Ostvarenja Hrvatske prema pokazateljima makroekonomskih neravnoteža, 2007. – 2012.

	Referentna vrijednost	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	PODATAK ZA HRVATSKU PREMA AMR 2014**
Saldo tekućeg računa (trogodišnji prosjek, u postocima BDP-a)	6% BDP-a/ -4% BDP-a	-6,4	-7,6	-7,1	-5,0	-2,3	-0,6	-1,8%
Stanje međunarodnih ulaganja (u postocima BDP-a)	-35% BDP-a	-92,6	-73,6	-87,3	-94,4	-90,4	-88,8	-89,0%
Realni efektivni tečaj (postotna promjena, tri godine) ^a	±5% eurozona/ ±11% EU	5,6	7,7	6,1	3,4	-3,4	-5,6	-8,3%
Udio u svjetskom izvozu (postotna promjena, pet godina)	-6%	10,8	-7,2	-7,5	-15,2	-18,0	-24,5	-24,7%
Nominalni jedinični trošak rada (postotna promjena, tri godine)	9% eurozona/ 12% EU	9,9	16,3	19,8	12,6	5,1	-1,1	0,8%
Godišnja promjena deflaciranih cijena stambenih nekretnina ^b	6%	8,8	-2,0	-6,8	-9,5	-5,5	-2,9	-2,4%
Rast kredita privatnom sektoru (u postocima BDP-a)	15% BDP-a	17,9	21,3	5,1	7,5	1,6	1,6c	-2,1%
Dug privatnog sektora (u postocima BDP-a)	160% BDP-a	103,7	117,3	127,7	135,9	134,6	134,6c	132%
Dug opće države ^d (u postocima BDP-a)	60% BDP-a	32,9	29,9	36,6	44,9	51,6	55,5	56,0%*****
Stopa nezaposlenosti (trogodišnji prosjek)	10%	11,1	9,7	9,0	9,7	11,4	13,7	13,8%
Ukupne obveze financijskog sektora (godišnja promjena u postocima)	16,5%	24,0	-9,8	6,6	3,1	0,8	0,8 ^e	0,9%

^a Deflacirani indeksom potrošačkih cijena za šesnaest država

^b Hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina deflaciran deflatorom osobne potrošnje

^c Podatak za 2011. godinu

^d Ostvarenje za 2007. godinu iskazano je u metodologiji GFS 2011, a za ostale godine prema metodologiji ESA 95.

Napomena: Tamnijom bojom označena su ostvarenja koja premašuju referentnu vrijednost.

Izvori: HNB: Ministarstvo financija; Eurostat; IFS

Korišteni izvori preuzetih tablica:

- 1) Mislav Brkić i Ana Šabić, „Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku” (HNB, Pregledi, svibanj 2014.)
- 2) HUB Analize, Procedura makroekonomske neravnoteže, Fokus na izvoz i tržište rada, lipanj 2014.

Sukladno kriterijima i indikatorima EU u proceduri za otklanjanje makroekonomske neravnoteže (engl. Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP – uveden krajem 2011.)

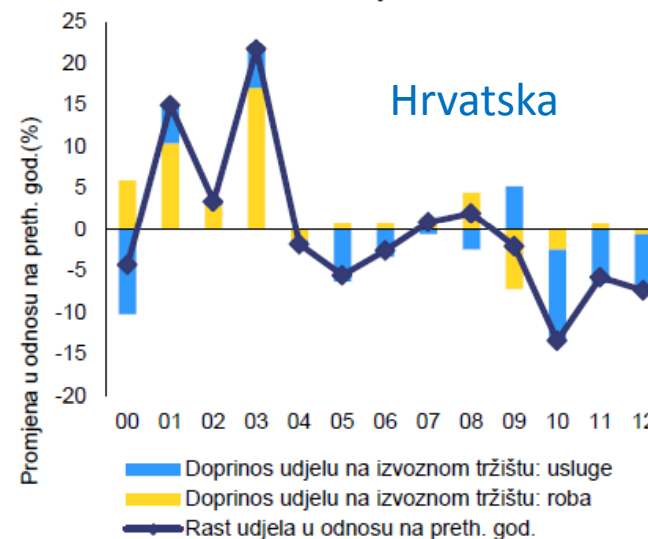
Referentna vrijednost	Saldo tekućeg računa, u postocima BDP-a, trogodišnji prosjek		Udio u svjetskom izvozu, petogodišnja promjena		Referentna vrijednost	Saldo tekućeg računa, u postocima BDP-a, trogodišnji prosjek		Udio u svjetskom izvozu, petogodišnja promjena	
	6% BDP-a / -4% BDP-a		-6%			6% BDP-a / -4% BDP-a		-6%	
	2007.	2012.	2007.	2012.		2007.	2012.	2007.	2012.
Belgija	1,9	-0,4	-10,3	-14,9	Bugarska	-18,1	-0,4	43,4	4,8
Danska	2,9	5,9	-8,7	-18,6	Češka	-2,4	-3,0	25,8	-4,2
Njemačka	6,3	6,5	2,0	-13,2	Estonija	-13,8	0,9	39,3	6,5
Irska	-4,1	2,3	-15,7	-16,3	Cipar	-8,2	-6,7	-11,2	-26,6
Grčka	-11,2	-7,5	3,8	-26,7	Letonija	-19,2	-0,4	45,7	12,3
Španjolska	-8,8	-3,1	-3,2	-14,6	Litva	-10,7	-1,3	30,7	29,3
Francuska	-0,7	-1,8	-18,0	-14,0	Madžarska	-7,3	0,6	20,8	-17,8
Italija	-1,2	-2,3	-9,3	-23,8	Malta	-8,3	-1,6	-12,1	4,5
Luksemburg	10,7	7,0	28,2	-18,3	Poljska	-4,1	-4,6	42,2	1,3
Nizozemska	7,8	8,8	-2,7	-12,0	Rumunjska	-10,8	-4,4	42,8	5,9
Austrija	2,8	2,2	0,7	-21,2	Slovenija	-3,0	1,2	18,7	-19,9
Portugal	-10,4	-6,5	-5,5	-16,0	Slovačka	-7,2	-1,7	74,4	4,2
Finska	3,9	-0,5	-5,1	-30,8	Hrvatska	-6,4	-0,5	10,2	-24,7
Švedska	8,1	6,1	0,0	-18,7					
UK	-2,8	-2,8	-18,6	-18,9					

Makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj, kao i brojnim europskim zemljama, postoje već godinama.

EDP i MIP su kreirani relativno nedavno, kao nadopuna konvergencijskim kriterijima EMU, Još do prije koju godinu EU se pitanjem makroekonomskih neravnoteža članica nije bavio.

Već od 2004. RH gubi udjel na izvoznom tržištu, a nakon 2008. dodatno snosi i posljedice geografske i proizvodne specijalizacije.

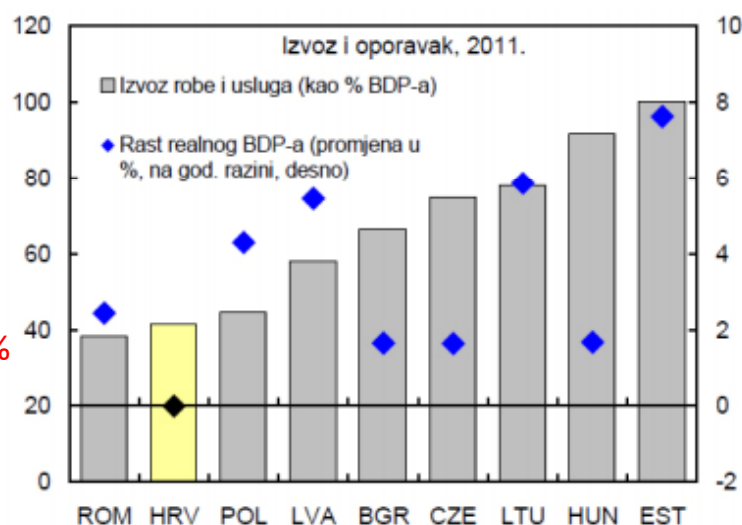
Raščlamba udjela na izvoz. tržištu



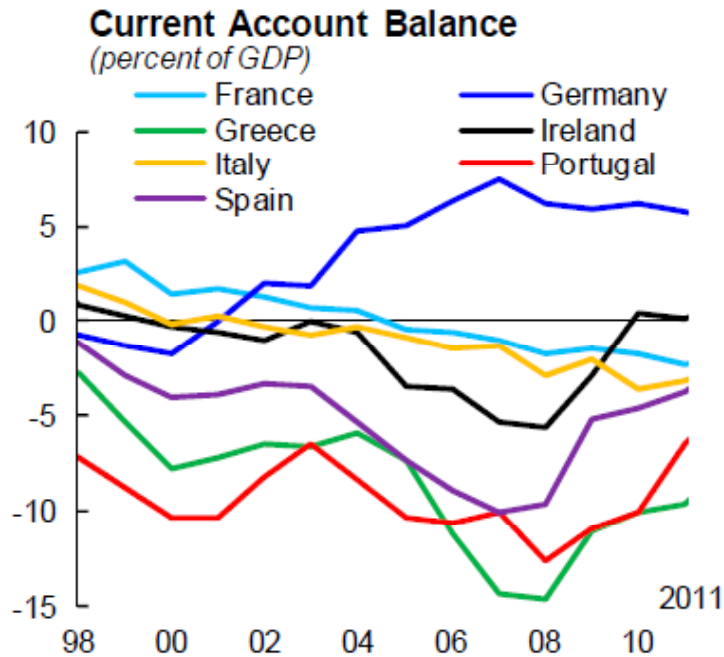
Izvor: službe Komisije; Eurostat

Izvor tablice: HNB

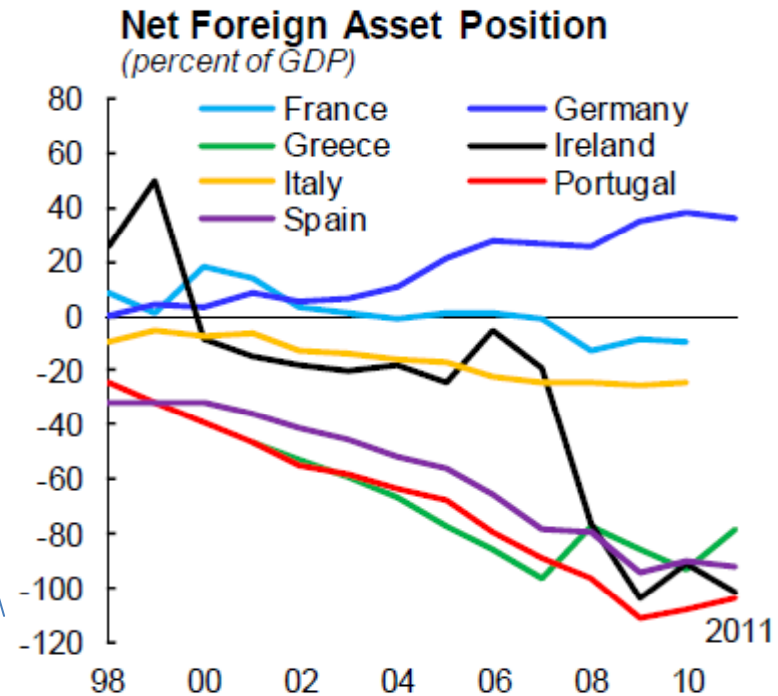
U 2008. ukupna vrijednost hrvatskog robnog izvoza iznosila je 21% BDP-a, dok je u novim članicama EU (bez Malte i Cipra) robni izvoz iznosio prosječno 49% BDP-a.



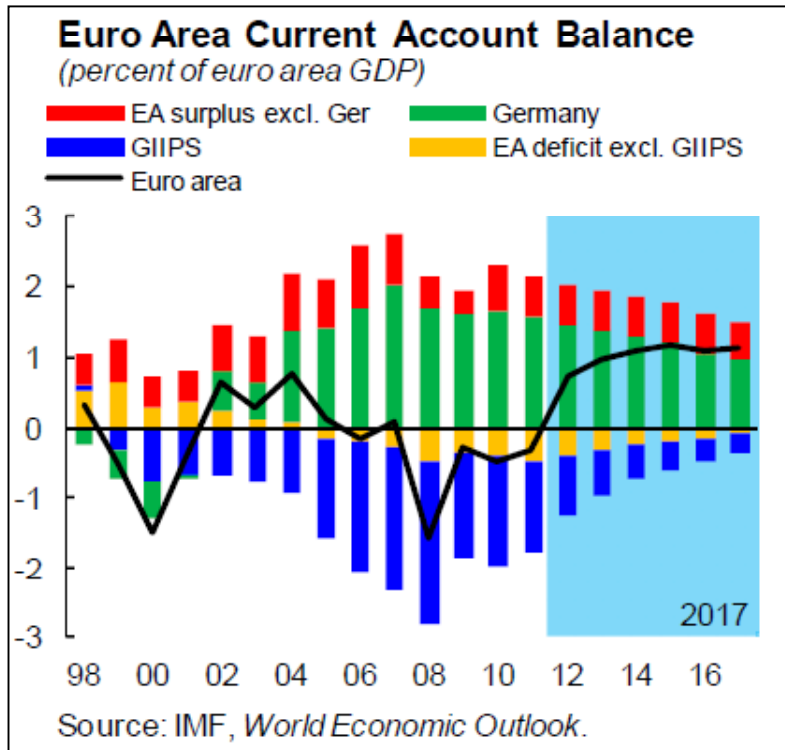
Usporedba makroekonomskih neravnoteža RH sa zemljama euro-periferije



Net international investment positions

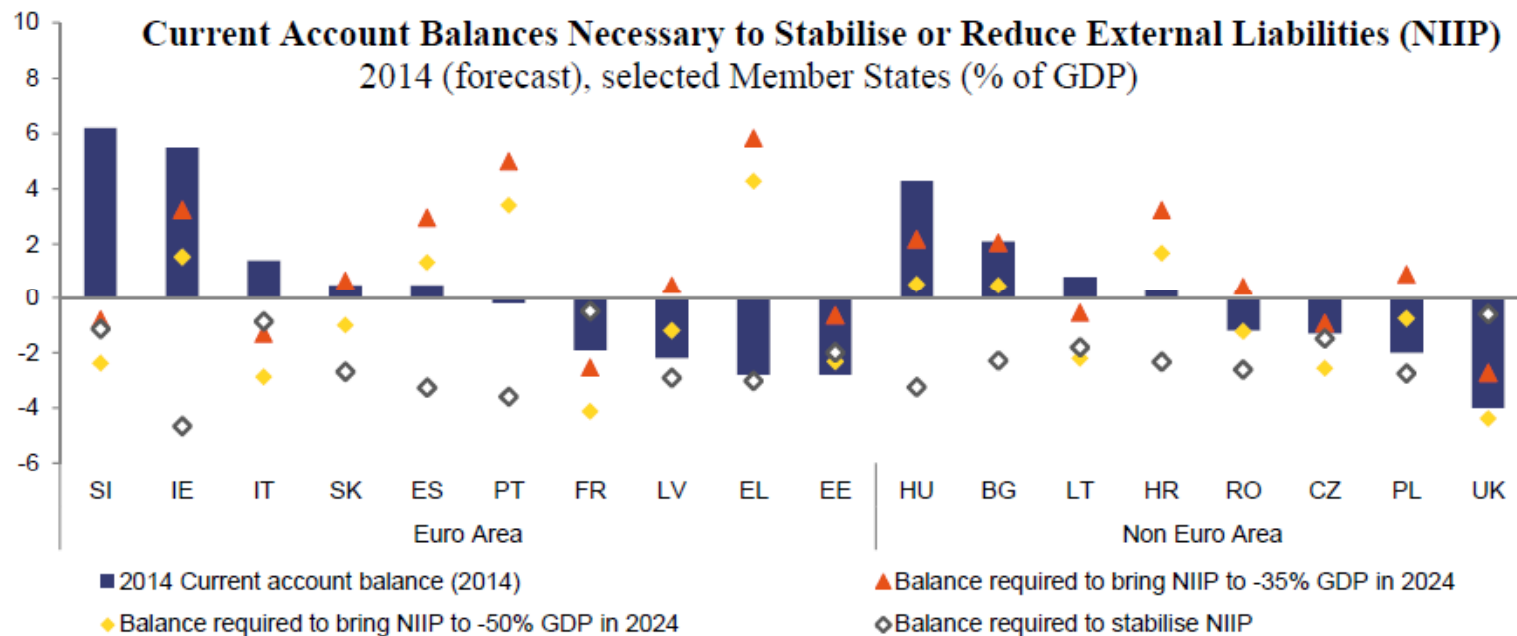
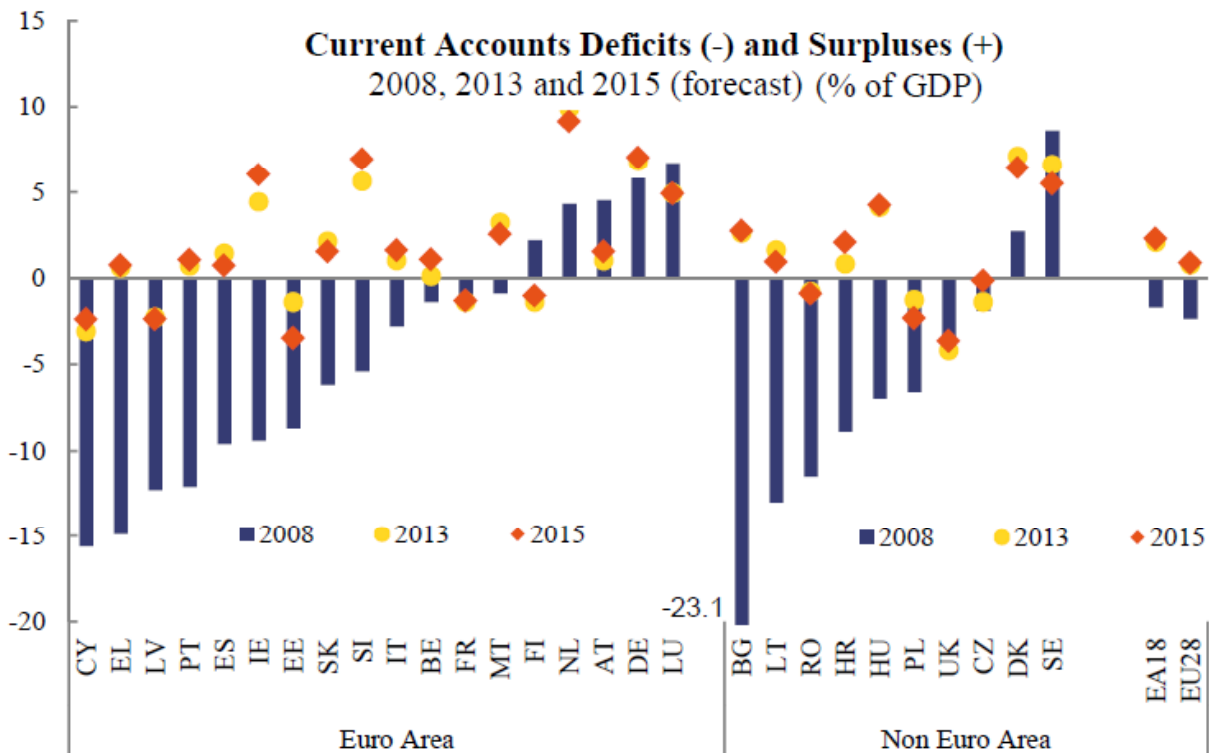


Source: Haver Analytics.



Neto međunarodna investicijska pozicija zemlje pokazuje razliku između njene inozemne imovine i obveza (vrijednost inozemne imovine domaćih rezidenata umanjenu za vrijednost domaće imovine inorezidenata).

Preuzeto iz:
European
Commission, AMR,
2015.



Usporedba makroekonomskih neravnoteža RH sa
 - zemljama euro-periferije
 - i 'tranzicijskim' zemljama EU (zemljama usporedivih značajki)

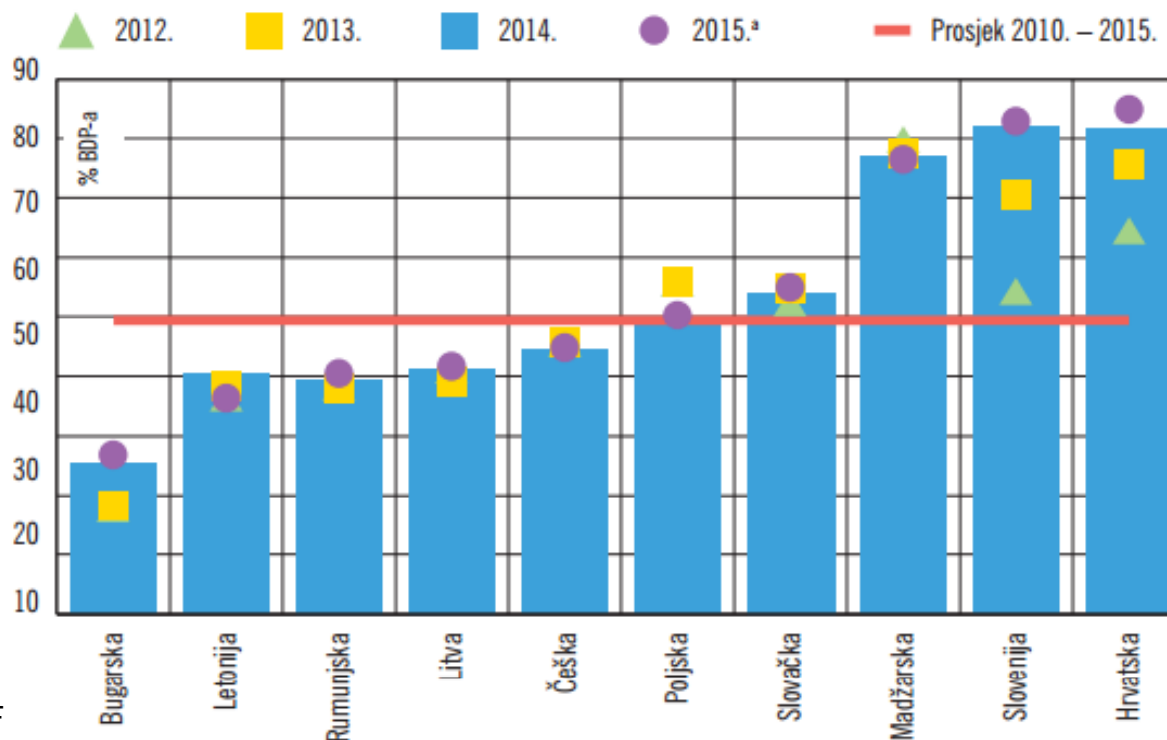
Uz novu metodologiju i kada se pridodaju jamstva, javni dug RH je još i veći. Javni dug RH je doslovno 'eksplodirao' nakon 2008. i tijekom godina krize.

	Javni dug		
	2013.	2014. ^a	2015. ^b
Italija	127,9	132,2	133,8
Portugal	128,0	127,7	125,1
Irska	123,3	110,5	109,4
Grčka	174,9	175,5	168,8
Španjolska	92,1	98,1	101,2
Slovenija	70,4	82,2	82,9
Slovačka	54,6	54,1	54,9
Češka	45,7	44,4	44,7
Poljska	55,7	49,1	50,2
Mađarska	77,3	76,9	76,4
Estonija	10,1	9,9	9,6
Letonija	38,2	40,3	36,3
Litva	39,0	41,3	41,6
Bugarska	18,3	25,3	26,8
Rumunjska	37,9	39,4	40,4
Hrvatska	75,7	80,5	83,3

^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvor: HNB, F

Usporedno kretanje javnog duga



^a Projekcija EK-a
 Izvori: Eurostat; EK; HNB

Izvor slike:
 HNB, Financijska stabilnost

Operacije državnog proračuna^a

USPOREDBA S MAKROEKONOMSKIM PODACIMA ZA RH

u milijunima kuna

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.				
						III.	VI.	IX.	X.	XI.
1. PRIHODI	110.257,9	107.466,4	107.069,7	109.558,9	108.585,0	8.220,5	12.483,0	10.524,1	9.759,0	8.758,5
1.1. Porezi	63.678,9	62.856,6	61.422,2	64.693,9	63.044,9	4.337,4	5.462,3	6.470,9	5.778,0	4.812,6
1.2. Socijalni doprinosi	39.994,7	38.712,4	38.605,1	37.845,9	37.149,3	2.980,1	6.379,4	3.310,9	3.281,6	3.245,0
1.3. Pomoći	616,3	637,1	869,0	968,4	1.737,8	68,3	128,4	85,7	145,7	152,0
1.4. Ostali prihodi	5.968,0	5.260,3	6.173,4	6.050,8	6.653,0	834,6	512,9	656,5	553,7	549,0
2. RASHODI	117.924,0	120.323,3	119.939,5	118.730,0	123.505,9	10.304,8	10.547,3	9.936,1	10.236,7	9.942,6
2.1. Naknade zaposlenima	31.289,3	31.096,5	31.737,4	31.383,2	30.461,8	2.458,2	2.501,5	2.513,0	2.469,6	2.466,9
2.2. Korištenje dobara i usluga	7.363,8	7.655,7	7.943,6	7.406,3	7.537,4	532,8	533,4	490,9	561,7	391,8
2.3. Potrošnja dugotrajne imovine	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.4. Kamate	5.225,2	6.236,5	7.097,6	8.335,7	9.259,2	1.219,0	389,6	1.226,7	635,3	510,6
2.5. Subvencije	6.710,0	6.582,2	6.555,3	5.762,3	5.537,8	366,2	1.383,2	254,4	167,2	118,8
2.6. Pomoći	5.559,6	5.778,6	5.083,7	4.843,8	6.511,7	666,7	643,0	557,8	519,9	625,4
2.7. Socijalne naknade	56.148,5	56.906,6	56.483,0	56.169,9	58.943,4	4.726,8	4.664,9	4.569,4	5.500,9	5.479,0
2.8. Ostali rashodi	5.627,6	6.067,3	5.039,1	4.828,9	5.254,6	335,1	431,6	324,0	382,1	350,1
3. PROMJENA NETO VRIJEDNOSTI: TRANSAKCIJE	-7.666,0	-12.857,0	-12.869,8	-9.171,1	-14.920,8	-2.084,4	1.935,7	588,0	-477,7	-1.184,1
3.1. Promjena neto nefinancijske imovine	1.963,4	1.232,4	1.139,0	829,6	1.304,5	144,3	25,1	50,0	34,8	170,6
3.1.1. Dugotrajna imovina	1.839,7	1.200,4	1.118,7	772,2	1.036,6	62,8	42,7	54,8	45,5	85,3
3.1.2. Zalihe	35,4	11,0	2,5	29,3	225,5	78,9	-19,7	-12,1	-16,2	84,8
3.1.3. Pohranjene vrijednosti	8,9	6,1	3,7	3,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
3.1.4. Neproizvedena imovina	79,3	14,9	14,0	24,7	41,1	2,6	2,2	7,4	5,5	0,5
3.2. Promjena neto financijske imovine	6.825,5	2.022,7	-618,4	-461,5	14.214,4	-4.549,8	70,2	-4.882,2	4.794,1	-1.093,4
3.2.1. Tuzemna imovina	6.823,2	2.022,3	-623,8	-468,0	14.009,2	-4.550,7	70,2	-4.882,2	4.794,1	-1.298,4
3.2.2. Inozemna imovina	2,3	0,4	5,3	6,5	205,2	0,9	0,0	0,0	0,0	205,1
3.2.3. Monetarno zlato i SDR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.3. Promjena neto obveza	16.455,0	16.112,0	13.390,4	9.539,2	30.439,8	-2.321,1	-1.840,3	-5.420,1	5.306,7	261,3
3.3.1. Tuzemne obveze	9.576,6	11.835,1	4.793,1	1.414,0	8.904,9	-765,9	-1.745,2	-5.377,9	5.183,6	299,4
3.3.2. Inozemne obveze	6.878,4	4.277,0	8.597,2	8.125,2	21.534,8	-1.555,2	-95,2	-42,2	123,1	-38,1

^a HAC je reklasificiran iz podsektora republičkih fondova u podsektor državnih trgovačkih društava. Reklasifikacija se odnosi na statističku seriju od, uključujući, siječnja 2008. Metodološka obrazloženja nalaze se u Mjesečnom statističkom prikazu Ministarstva financija. Napomena: Na gotovinskom načelu.

Izvor: MF



HRVATSKA

Objavljeno 08.04.2015. u 14:48

METODA EUROPSKE KOMISIJE

Lalovac: Deficit bi mogao iznositi od 16 do 18 milijardi kuna

Svidi mi se Tweet 0

Deficit državnog proračuna za 2014. bi umjesto 12,8 milijardi [kuna](#), koliko iznosi po gotovinskoj metodi Međunarodnog monetarnog fonda, mogao iznositi od 16 do 18 milijardi kuna po obračunskoj metodi Europske komisije. To je u srijedu za Hrvatski radio izjavio Boris Lalovac, ministar financija.

Manjak u državnom proračunu će narasti zbog toga što će se po ESA metodi Europske komisije u minus uključiti oko milijardu kuna duga HŽ-Carga, oko 400 milijuna kuna javno-privatne investicije Zračne luke u Zagrebu, možda će se tome pridodati i dug Zagrebačkih električnih tramvaja (ZET), dok se na prihodovnoj strani neće priznati kao redovni prihod oko 2,5 milijardi kuna koje su se u državni proračun slile iz drugog stupa korisnika beneficiranih radnog staža.

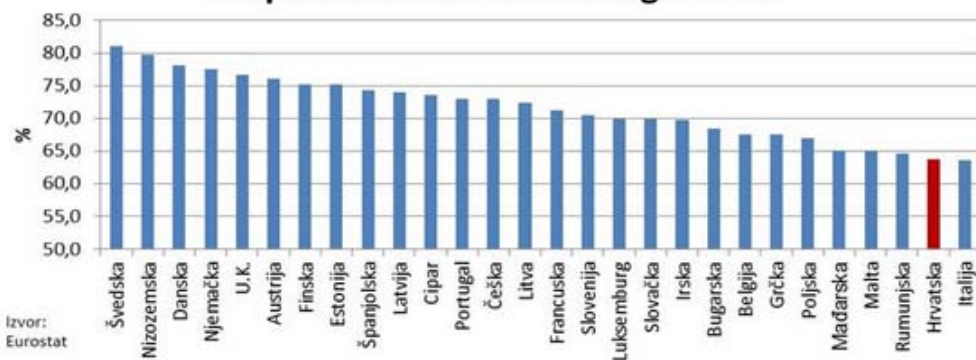
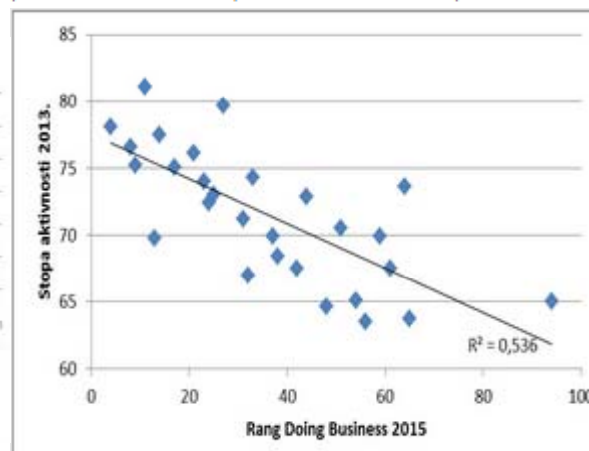
Pri tome se još ne zna kako će se EK odrediti dugovima u zdravstvu, jer ako u deficit uključe samo dio od oko tri milijarde kuna tog duga, budžetski minus će dodatno eskalirati. Tako bi umjesto 12,5 milijardi kuna (3,8 posto BDP-a), proračunski manjak u 2014. mogao u stvari dosegnuti od 16 do 18 milijardi kuna, odnosno od pet do 5,8 posto BDP-a.

Problem je, nadalje, u tome što to automatski problematizira i predviđeni deficit za 2015. od 12,5 milijardi kuna, jer i u ovoj godini se predviđala «tranša» od 2,5 milijardi kuna od beneficiranih [mirovina](#), a u rashodovnu stranu će se računati i dugovi određenih javnih poduzeća jednako kao i za ovu godinu.

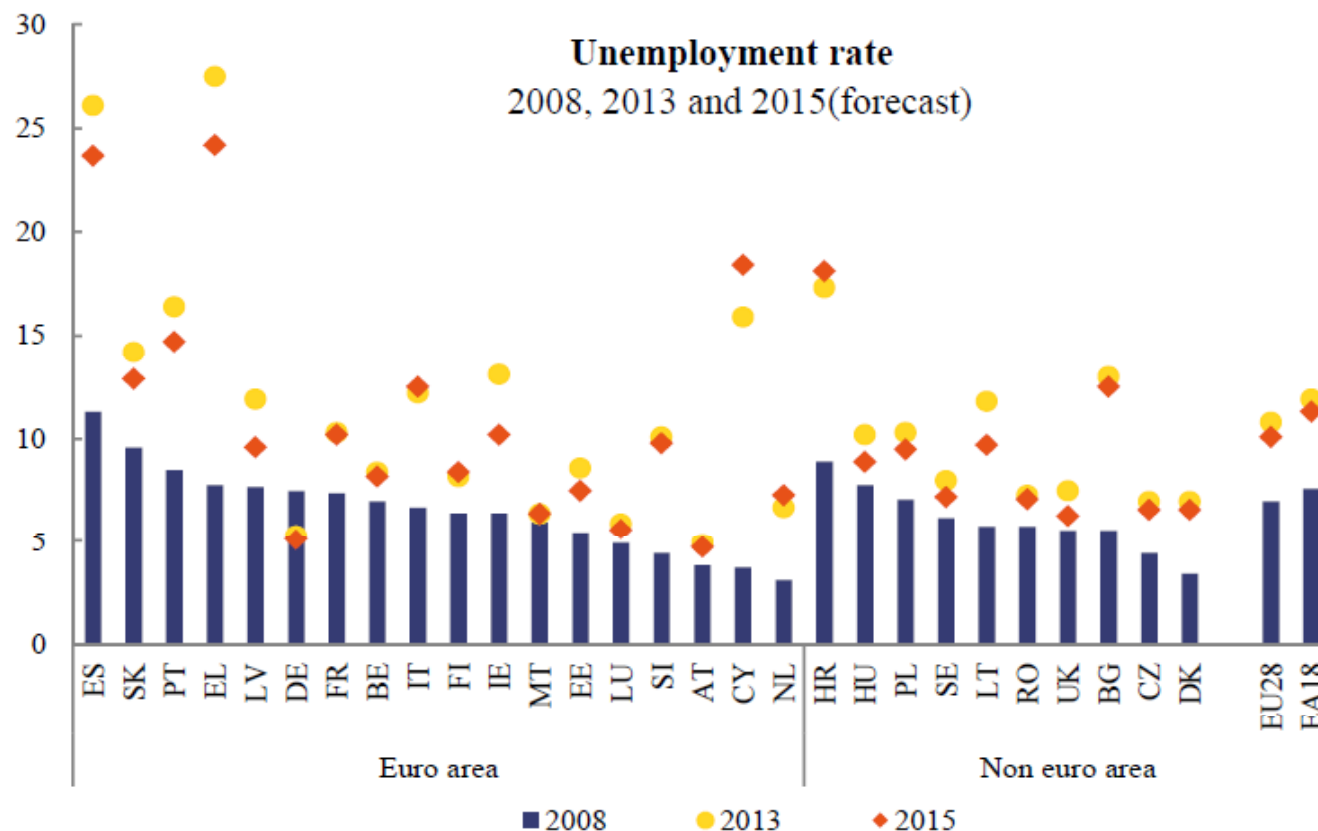
	Fiskalna bilanca, % BDP-a	
	2014. ^a	2015. ^b
SAD	-4,9	-4,3
EU	-3,0	-2,7
Njemačka	0,2	0,0
Italija	-3,0	-2,7
Portugal	-4,9	-3,0
Irska	-3,7	-2,9
Grčka	-1,6	-0,1
Španjolska	-5,6	-4,6
Slovenija	-4,4	-2,9
Slovačka	-3,0	-2,6
Češka	-1,4	-2,1
Poljska	-3,4	-2,9
Mađarska	-2,9	-2,8
Estonija	-0,4	-0,6
Letonija	-1,1	-1,2
Litva	-1,2	-1,4
Bugarska	-3,6	-3,7
Rumunjska	-2,1	-2,8
Hrvatska	-5,9	-5,7

Izvor: DZS	IV. – VI. 2013.	VII. – IX. 2013.	X. – XII. 2013.	I. – III. 2014. ¹⁾	IV. – VI. 2014.	VII. – IX. 2014.
Ukupno						
Radno sposobno stanovništvo (15+)	3 624	3 622	3 619	3 617	3 616	3 614
Aktivno stanovništvo	1 853	1 869	1 851	1 856	1 878	1 939
Zaposleni	1 542	1 557	1 525	1 509	1 567	1 635
Nezaposleni	310	312	326	347	311	304
Neaktivno stanovništvo	1 771	1 753	1 768	1 762	1 738	1 675
%						
Stopa aktivnosti	51,1	51,6	51,2	51,3	51,9	53,7
Stopa zaposlenosti	42,6	43,0	42,1	41,7	43,3	45,2
Stopa nezaposlenosti	16,8	16,7	17,6	18,7	16,6	15,7
Stopa nezaposlenosti (15 - 64)	17,0	17,0	17,9	18,8	16,7	15,8
Muškarci						
%						
Stopa aktivnosti	57,6	58,8	57,6	57,6	58,2	60,1
Stopa zaposlenosti	47,4	48,7	47,5	47,7	49,4	50,9
Stopa nezaposlenosti	17,7	17,2	17,5	17,2	15,2	15,2
Stopa nezaposlenosti (15 - 64)	18,0	17,5	17,9	17,4	15,4	15,4
Žene						
%						
Stopa aktivnosti	45,2	45,1	45,3	45,6	46,2	47,8
Stopa zaposlenosti	38,1	37,8	37,2	36,3	37,8	40,0
Stopa nezaposlenosti	15,6	16,1	17,7	20,4	18,1	16,2
Stopa nezaposlenosti (15 - 64)	15,9	16,4	18,0	20,5	18,3	16,3

Stopa aktivnosti radne snage 2013.

Izvor:
Eurostat

Izvor: V. Šonje
<http://www.bank.hr/komentari-i-analize/gospodarstvo-produktivno-institucije-mu-ne-daju-disati>



Year 2013	Youth Unemployment Rate (% of active population in the same age group)		At-risk Poverty Rate (% of total population)	
	level	% point change (3 years)	level	% point change (3 years)
BE	23.7	1.3	15.1	0.5
BG	28.4	6.6	21.0	0.3
CZ	18.9	0.6	8.6	-0.4
DK	13.0	-0.9	12.3	-1.0
DE	7.9	-2.0	16.1	0.5
EE	18.7	-14.2	18.6	2.8
IE	26.8	-0.8	na	na
EL	58.3	25.3	23.1	3.0
ES	55.5	14.0	20.4b	-1.0b
FR	24.8	1.5	13.7	0.4
HR	50.0	17.4	19.5	-1.1
IT	40.0	12.2	19.1	0.9
CY	38.9	22.3	15.3	-0.3
LV	23.2	-13.0	19.4	-1.5
LT	21.9	-13.8	20.6	0.1
LU	16.8	1.0	15.9	1.4
HU	27.2	0.6	14.3	2.0
MT	13.0	-0.2	15.7	0.2
NL	11.0	2.3	10.4	0.1
AT	9.2	0.4	14.4	-0.3
PL	27.3	3.6	17.3	-0.3
PT	38.1	9.9	18.7	0.8
RO	23.7	1.6	22.4	1.3
SI	21.6	6.9	14.5	1.8
SK	33.7	-0.2	12.8	0.8
FI	19.9	-1.5	11.8	-1.3
SE	23.6	-1.2	14.8	1.9
UK	20.7	0.9	15.9	-1.2
EU28				
EA18				

Flags: b: break in time series, p: provisional, na: not available.

Izvor:

EUROPEAN
COMMISSION

Brussels, 28.11.2014
COM(2014) 904 final

**REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE
COUNCIL, THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND THE EUROPEAN
ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE**

Alert Mechanism Report 2015

(prepared in accordance with Articles 3 and 4 of Regulations (EU) No 1176/2011 on the
prevention and correction of macroeconomic imbalances)

Table A.1: MIP Scoreboard 2013

Year 2013	External Imbalances and Competitiveness								
	Current Account Balance as % of GDP		Net International Investment	Real Effective Exchange Rate (42 IC - HICP deflator)		Export Market Shares		Nominal ULC	
	3 year average	p.m.: level year	Position as % of GDP	% change (3 years)	p.m.: % y-o-y change	% change (5 years)	p.m.: % y-o-y change	% change (3 years)	p.m.: % y-o-y change
Thresholds	-4/8%	-	-35%	±5% & ±11%	-	-8%	-	9% & 12%	-
BE	-1.6	0.1	45.8	-0.3	1.5	-9.1	3.6	8.6	2.0
BG	0.4	2.6	-76.2	-1.0	0.1	5.7	6.3	14.8p	7.2p
CZ	-1.7	-1.4	-40.1	-3.1	-2.3	-7.7	-0.8	3.7	0.5
DK	6.1	7.1	39.7	-2.6	1.0	-17.9	2.3	3.4	1.4
DE	6.7	6.8	42.9	-1.9	2.2	-10.7	2.4	6.4	2.4
EE	-1.2	-1.4	-47.1	3.1	2.9	14.0	3.4	9.6	6.8
IE	1.1	4.4	-104.9	-3.9	1.6	-4.9	1.7	1.3	4.2
EL	-3.9	0.6	-121.1	-4.4	-0.6	-27.3	2.9	-10.3p	-7.0p
ES	-0.7	1.4	-92.6	-0.4	1.9	-7.1	4.4	-4.6p	-0.6p
FR	-1.3	-1.4	-15.6	-2.3	1.6	-13.0	2.4	3.9	1.1
HR	-0.1	0.8	-88.7	-4.0	1.2	-20.9	3.5	0.9	1.4
IT	-0.9	1.0	-30.7	0.0	1.9	-18.4	1.3	4.1	1.3
CY	-4.0	-3.1	-156.8	-0.8	1.1	-27.2	-3.9	-5.9p	-5.9p
LV	-2.8	-2.3	-65.1	-1.7	-0.9	8.4	3.1	10.5	7.3
LT	-1.2	1.6	-46.4	-0.6	0.9	22.1	8.9	6.0	3.0
LU	5.5	4.9	216.4	0.7	1.5	2.2	9.9	10.5	3.6
HU	2.2	4.1	-84.4	-4.0	-1.4	-19.2	4.1	5.9	0.8
MT	4.0	3.2	49.2	-1.3	1.4	-4.0	-0.2	9.5	0.9
NL	9.8	9.9	31.3	0.4	2.7	-9.2	2.1	6.3p	1.6p
AT	1.4	1.0	-0.2	0.7	2.1	-17.0	1.8	6.4	2.6
PL	-3.3	-1.3	-68.0	-4.3	0.2	-0.4	6.6	3.9p	0.9p
PT	-2.5	0.7	-116.2	-0.6	0.3	-5.3	7.7	-3.0e	1.9e
RO	-3.3	-0.8	-62.4	0.3	3.9	16.4	16.3	0.7p	4.2p
SI	2.8	5.6	-38.2	-0.7	1.3	-16.6	3.3	1.3	1.4
SK	0.2	2.1	-65.1	2.1	0.9	-2.2	3.9	2.5	0.3
FI	-1.7	-1.4	8.8	0.1	2.9	-32.2	-2.8	9.5	1.7
SE	6.1	6.6	-10.8	5.1	1.7	-15.0	0.1	8.1	1.1
UK	-3.2	-4.2	-15.6	3.4	-1.5	-11.7	-1.7	3.8	1.5

Flags: e: estimated, p: provisional.

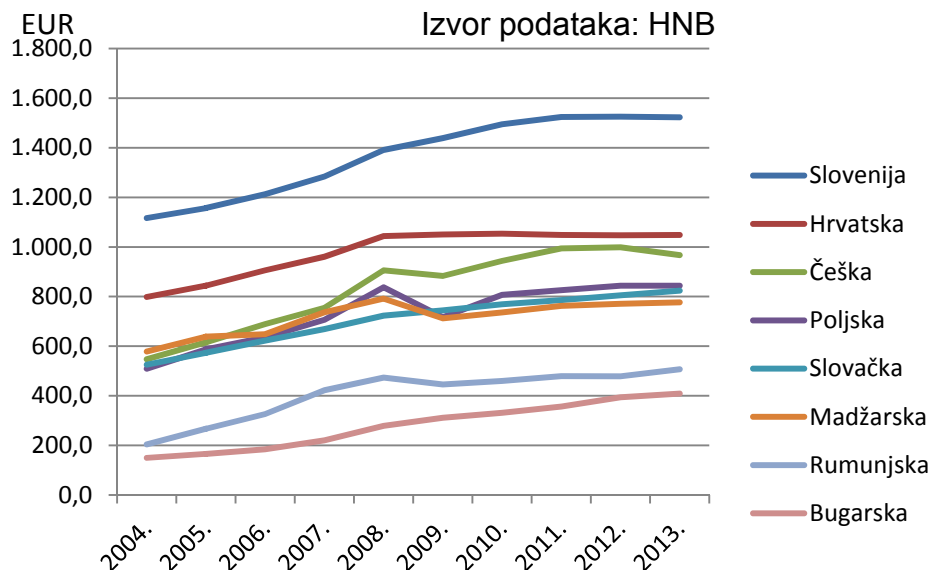
Preuzeto iz:
European
Commission,
AMR, 2015.

Year 2013	Internal Imbalances						% y-o-y Change in Total Financial Sector Liabilities
	% y-o-y change in Deflated House Prices	Private Sector Credit Flow as % of GDP, consolidated	Private Sector Debt as % of GDP, consolidated	General Government Sector Debt as % of GDP	Unemployment Rate		
					3 year average	p.m.: level year	
Thresholds	8%	14%	133%	80%	10%	-	18.5%
BE	0.0	1.1	163.0	104.5	7.7	8.4	-2.4
BG	-0.1	6.7	134.8	18.3	12.2	13.0	3.3
CZ	-1.2	3.1p	73.7p	45.7	6.9	7.0	9.8p
DK	2.8	-1.4	222.6	45.0	7.4	7.0	-0.1
DE	1.8p	1.2p	103.5p	76.9	5.6	5.3	-6.3p
EE	7.3	5.4	119.4	10.1	10.3	8.6	8.9
IE	0.3	-5.7	266.3	123.3	14.2	13.1	1.0
EL	-9.3e	-1.1p	135.6p	174.9	23.3	27.5	-16.3
ES	-9.9	-10.7p	172.2p	92.1	24.1	26.1	-10.2
FR	-2.6	1.8e	137.3e	92.2	9.8	10.3	-0.6
HR	-18.1p	-0.2	121.4	75.7	15.8	17.3	3.4
IT	-6.9p	-3.0	118.8	127.9	10.4	12.2	-0.7
CY	-5.5	-11.2p	344.8p	102.2	11.9	15.9	-19.5
LV	6.6	0.8	90.9	38.2	14.4	11.9	5.2
LT	0.2	-0.2	56.4	39.0	13.5	11.8	-1.8
LU	4.9	27.7	356.2	23.6	5.3	5.9	8.8
HU	-5.0	-1.0	95.5	77.3	10.7	10.2	-0.3
MT	-2.1	0.4p	137.1	69.8	6.4	6.4	0.7
NL	-7.8	2.1p	229.7p	68.6	5.5	6.7	-3.2
AT	2.5e	0.2	125.5	81.2	4.5	4.9	-3.6
PL	-4.4e	2.9	74.9	55.7	10.0	10.3	7.6
PT	-2.5	-2.4e	202.8e	128.0	15.0	16.4	-5.3
RO	-4.6p	-1.5p	66.4p	37.9	7.0	7.1	3.1
SI	-5.8	-4.0	101.9	70.4	9.1	10.1	-10.5
SK	-0.5	5.4	74.8	54.6	14.0i	14.2	-0.3
FI	-1.3	0.7	146.6	56.0	7.9	8.2	-11.8
SE	4.7	3.7	201.1	38.6	7.9	8.0	9.1
UK	1.6	3.4p	164.5p	87.2	7.9	7.6	-7.4p

Finance: estimated in non-municipal

Preuzeto iz:
European
Commission,
AMR, 2015.

Ukupni trošak rada u privredi (prosječna mjesečna bruto plaća, u eurima)



Prosječna bruto plaća
Siječanj 2015. = 7.977 kn

Uz tečaj 7,60 kn za euro
 $7.977 / 7,60 = 1049$ eura

Uz tečaj 8,36 kn za euro
 $7.977 / 8,36 = 954$ eura

Bruto 1 je tek djelomično dobar pokazatelj za komparaciju, jer troškovi rada uključuju još i doprinose koje plaća poslodavac, a koji se razlikuju među zemljama.

	(2000-2010.)	(2000.-2010.)	(2007.-2009.)	(2004. - 2009.)
	Hrvatska	Bugarska	Rumunjska	Češka
Udio FDI za prerađivačku industriju	8,53	20,58	31,75	36,38
Udio FDI za hotela	3,62	1,59	0,48	10,37

Kakva je veza između FDI i konkurentnosti izvoza?
Zašto naš izvoz nije konkurentan?

Labour productivity per person employed

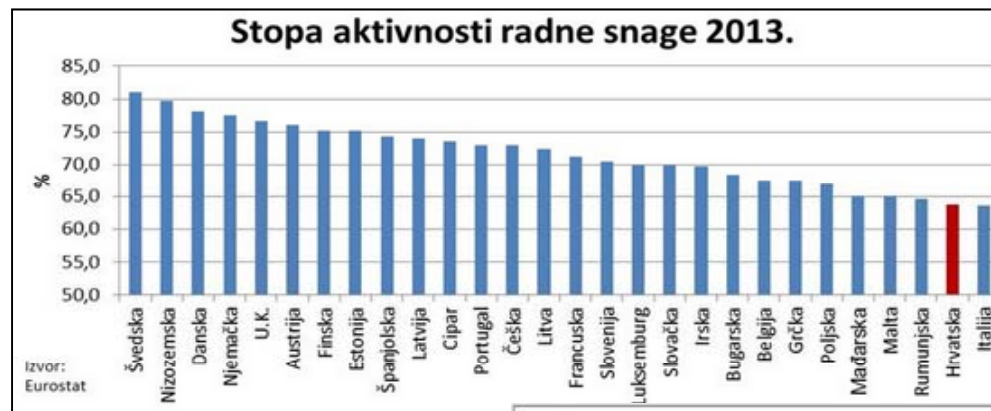
Index (EU27 = 100)

Euro area (18)	108.6
EU (28)	99.9
Slovakia	82.6
Slovenia	81.1
Croatia	80.1
Poland	74.3
Lithuania	74.6
Czech Republic	71.9
Hungary	70.6
Estonia	70.0
Latvia	66.9
Romania	51.7
Bulgaria	43.4

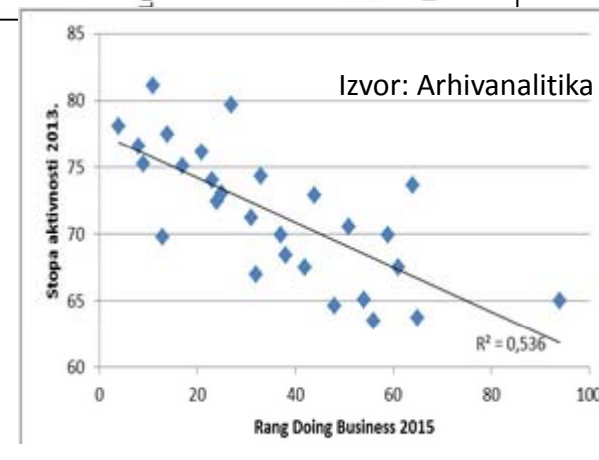
Izvor podataka:EUROSTAT

Prosječna bruto plaća siječanj 2015.		7.977,00
Bruto 1		
I. stup mirovinskog osiguranja	15,00%	1.196,55
II. stup mirovinskog osiguranja	5,00%	398,85
Ukupno doprinosi iz bruta	20,00%	1.595,40
Ukupna olakšica		2.600,00
Oporezivi dohodak		3.781,60
Ukupni porez		659,40
Ukupni prirez	18,00%	118,69
Ukupni porez i prirez		778,09
Neto plaća		5.603,51
Doprinos za zdravstveno osiguranje	15,00%	1.196,55
Doprinosi na plaću za Zapošljavanje	1,70%	135,61
Doprinosi na plaću u slučaju ozljede na radu	0,50%	39,89
Ukupno doprinosi na bruto		1.372,04
Bruto 2		9.349,04

Trošak poslodavca u eurima = 1.230 eura



Bruto 1	26.275,85
Ukupno doprinosi iz bruta	5.255,17
Ukupni porez i prirez	6.020,68
Neto plaća	15.000,00
Ukupno doprinosi na bruto	4.519,45
Bruto 2	30.795,30



Nominalne bruto plaće izražene u eurima - 2001. godina



Jesu li strukturne slabosti uzrok ili posljedica makroekonomskih neravnoteža/ monetarno-tečajne politike?

Strukturne slabosti RH (područja za strukturne promjene):

- visok budžetski deficit i javni dug s tendencijom rasta - svi nešto traže i očekuju od države; pretjerano oslanjanje na fiskalno-socijalnu politiku (ustavni limit na javni dug još nije postavljen)
- zemlja koja nema vlastitu monetarnu politiku ili je ne može voditi (jer je ograničena sidrom tečaja), svu snagu 'troši' na fiskalnu politiku – a ona je pod značajnim utjecajem političkih procesa, populizma, kupovine glasača i drugih interesa
- nekonkurentan izvoz – Hrvatska je skupa zemlja za proizvodnju
- visoka socijalna i porezna davanja koja destimuliraju nova ulaganja i potiču sivu ekonomiju
- niska stopa aktivnosti stanovništva (svega 54%)
- skupa i neefikasna država – slabo upravljanje javnim sektorom
- glomazna, neefikasna ili nedovoljno efikasna državna poduzeća
- rigidno tržište rada, nefleksibilnost sustava zapošljavanja i otpuštanja na tržištu rada; problem formalne zaposlenosti u poduzećima koja godinama ne ostvaruju prihode i nisu u mogućnosti isplatiti plaće (a kamoli otpremnine) radnicima
- neadekvatna obrazovna struktura nezaposlenih uz očitu neusklađenost traženih i ponuđenih vještina - problem nezaposlenosti ima strukturni a ne samo recesijski karakter
- visok ukupni trošak rada (bruto 2) koji snose poslodavci, a posebno u slučaju djelatnosti s visokom dodanom vrijednošću i većim plaćama – dodatno, stopa 40% u oporezivanju dohotka djeluje destimulativno na osobne poslovne inicijative
- stanje pravne nesigurnosti i nezaštićenosti vjerovnika (dužničko-vjerovnička kriza)
- skupi i dugotrajni sudski procesi koji ograničavaju funkcioniranje gospodarstva
- otpor prema restrukturiranju i privatizaciji proizvodnog sektora
- malo unutarnje tržište za plasman robe uz istodobno visoku konkurenciju uvozne robe
- za izvoznike destimulativni tečaj kune prema euru kao valuti tržišta s kojim se kao članica EU sve više integriramo, dok zbog ograničenih kapaciteta za proizvodnju robe imamo niže šanse konkurirati izvozom na tržištima drugih velikih gospodarstva **i brojne druge**

Može li monetarna ekspanzija s učincima rasta inflacije smanjiti realni trošak rada? – kroz rast prihoda poduzetnika, bez istodobnog rasta plaća (smanjiti pregovaračku moć sindikata, posebno u javnom sektoru). Što će se dogoditi s uvoznim cijenama u slučaju deprecijacije? Stanovništvo će morati podnijeti teret. Najveći problem provođenja strukturnih promjena: otpor javnosti. Strukturne promjene se očito ne mogu provesti, a i ako se provedu dat će rezultate za pet ili više godina. Monetarne injekcije su stoga možda lošije, ali jedino dostupno rješenje.

Pokazatelj inflacije:

u siječnju 2015. godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena iznosila je -0,9 posto, a u veljači -0,4%.

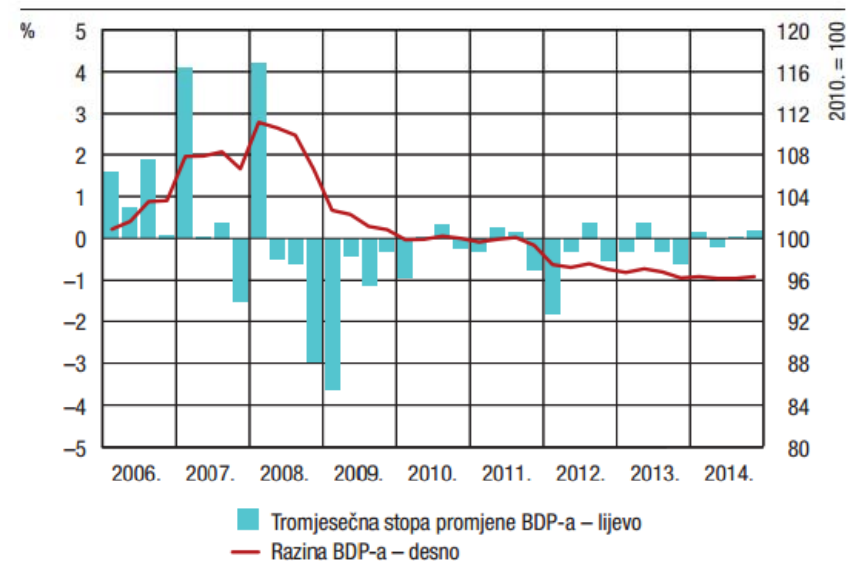
Kako se tekuća deflacija odražava na ekonomski rast?
Što se događa s приходima poduzeća u uvjetima deflacije?

Što bi centralna banka trebala raditi u uvjetima deflacije? – Povećati monetarno-kreditne kanale, barem u onoj mjeri u kojoj je deflacijski pritisak rezultat ekonomske recesije, a ne deflacije troškova vezane uz cijenu nafte i energenata.

Koje su odrednice ponude novca? – Krediti banaka, smanjenje štednje, priljev deviza iz inozemstva; ali i rast BDP-a i pozitivna ekonomska očekivanja.

Koje su odrednice potražnje za novcem i potražnje za kreditima? – rast BDP-a, niži kamatnjaci, kreditna sposobnost (siguran posao i plaća, rast prihoda poduzeća), pozitivna očekivanja

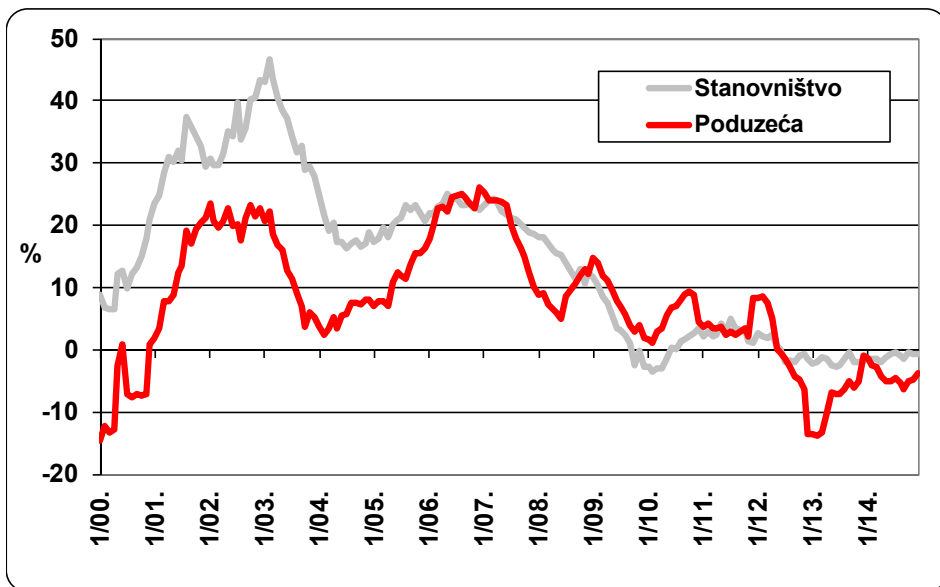
Tromjesečni bruto domaći proizvod
sezonski i kalendarski prilagođene realne vrijednosti



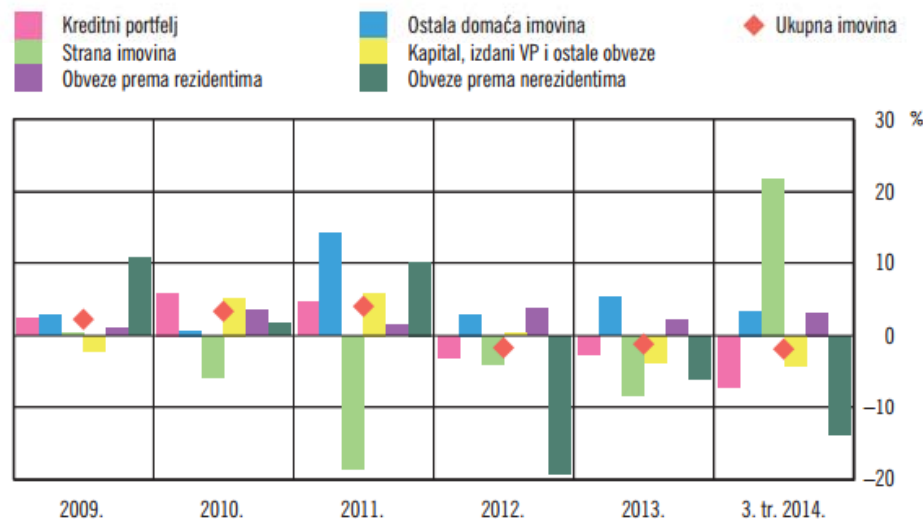
Napomena: Podatak za četvrto tromjesečje 2014. odnosi se na mjesečni indikator realne gospodarske aktivnosti HNB-a, procijenjen na temelju podataka objavljenih do 30. siječnja 2015.

Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB-a); izračun HNB-a

Promjena kredita banaka, stopa promjene u usporedbi s istim mjesecom prethodne godine s obzirom na podatke u kunama, koji često daju iskrivljenu sliku

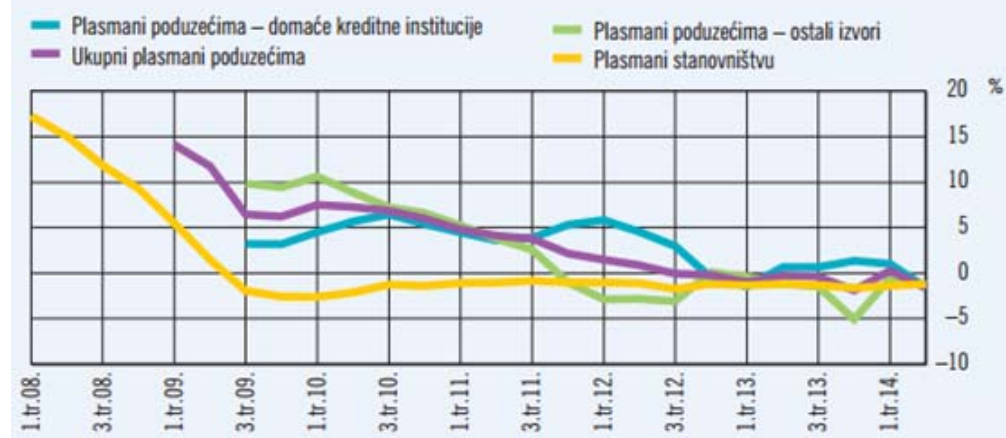


Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora

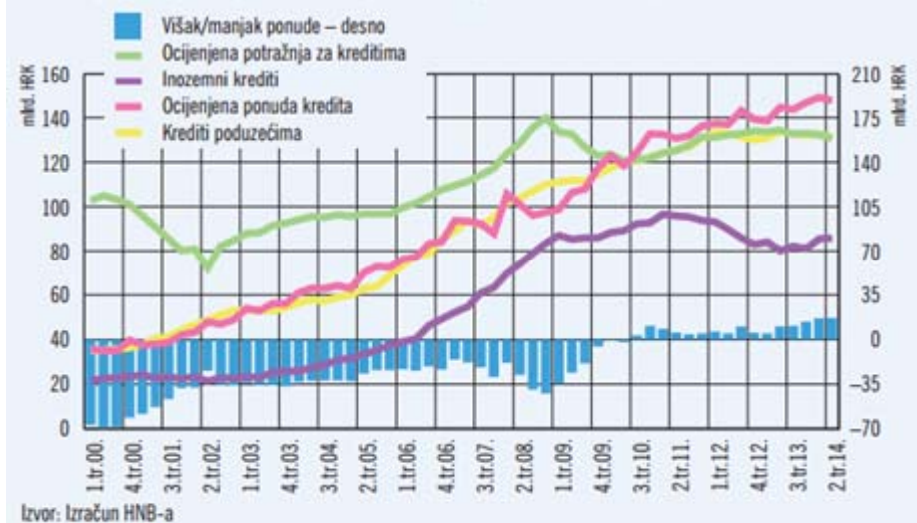


Izvor: HNB

Korigirane godišnje stope promjene kredita stanovništvu i poduzećima



Ocijenjena ponuda i potražnja za kredite poduzećima



Izvor: Izračun HNB-a

Preuzeto iz: HNB, Financijska stabilnost

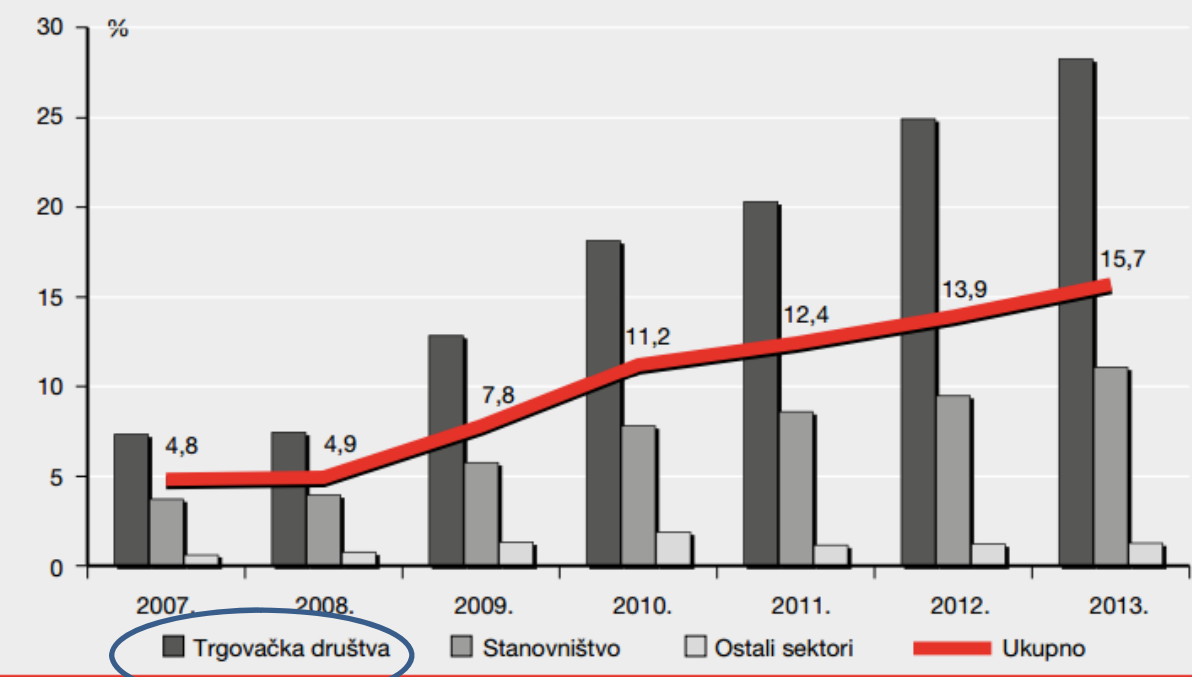
Kako 'natjerati' banke da u većoj mjeri podrže kreditnu aktivnost prema sektoru poduzeća, a konkretno izvoznika? Loši plasmani su zastupljeni u najvećoj mjeri kod kredita poduzećima. Banke kažu da je problem niske kreditne aktivnosti na strani potražnje za kreditima, a ne na strani ponude – 'nema dobrih projekata', ili su dužnici kreditno nesposobni i prezaduženi. Poduzeća trebaju vlasničko financiranje. Pretvaranje duga u vlasništvo (dug koji se ne može otplatiti) je jedan od načina, ali ograničavaju ga pravni procesi i javni otpor.

Kako će se brojne tužbe i ishodi sudskih procesa protiv banaka u RH odraziti na njihov interes za daljnji rast kreditne aktivnosti u Hrvatskoj, ali i stabilnost ukupnog bankovnog sustava? Možda će se više usmjeriti na poduzeća i projektna financiranja inovativnih i uspješnih poduzetničkih poduhvata. Možda će se više umrežiti s poduzetnicima kao konzultanti koji ne samo da financiraju nego i istinski sudjeluju u kreiranju izvrsnih poslovnih mogućnosti i stvaranju profita poduzetnika. No banke su u većinskom stranom vlasništvu i moguće je da će se s domaćeg tržišta sve više povlačiti. Trend razduživanja banaka prema inozemstvu i povlačenja dobiti u inozemstvo sve više je prisutan.

HNB ima u optjecaju selektivnu mjeru (oslobađanje obvezno upisanih blagajničkih zapisa s ciljem rasta kredita poduzećima), ali ona ne daje željene rezultate (nisu ih dali ni programi preko HBOR-a).

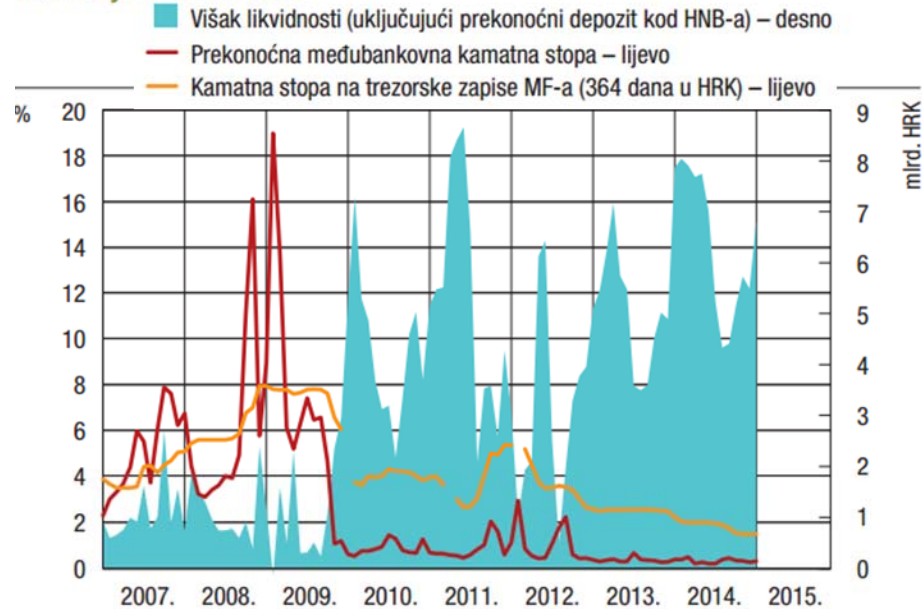
Višekratno snižavanje stope obvezne rezerve rezultiralo je razduživanjem banaka prema inozemstvu. Ako bi se time stvarao tečajni pritisak na deprecijaciju, HNB je na to odgovarao povlačenjem kunske likvidnosti – smisao takvih transakcija: kako bi se spriječila deprecijacija, domaći kamatnjaci moraju ostati veći od inozemnih. (I ostali su!)

SLIKA 1.18. Udio djelomično nadoknadivih i potpuno nenadoknadivih kredita banaka



Izvor slike: HNB, Bilten o bankama

Likvidnost banaka i kamatne stope na domaćem financijskom tržištu



Kamatna stopa na lombardni kredit HNB-a vrlo visoka 5%. Javno kredite bankama HNB niti ne odobrava, praktično ih šalje da se financiraju u inozemstvu.

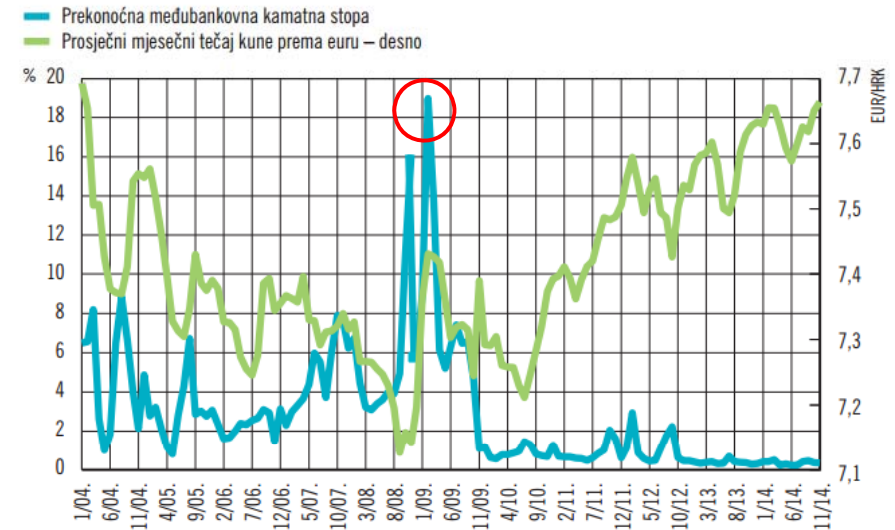
Cijena kredita banaka ovisi o troškovima izvora financiranja i premiji rizika. Danas su niži i otvaraju prostor za pad kamatnjak

Zašto HNB ne odobrava kredite bankama s ciljem selektivnog kreditiranja izvoznika uz osiguranje potraživanjima od izvoza?

Zašto ne sudjeluje u kreiranju likvidnosti kroz operacije na otvorenom tržištu kao što to danas radi ECB, a s ciljem da više novca dođe u realni sektor i da se oslobode kapaciteti za veća vlasnička ulaganja mirovinskih i investicijskih fondova?

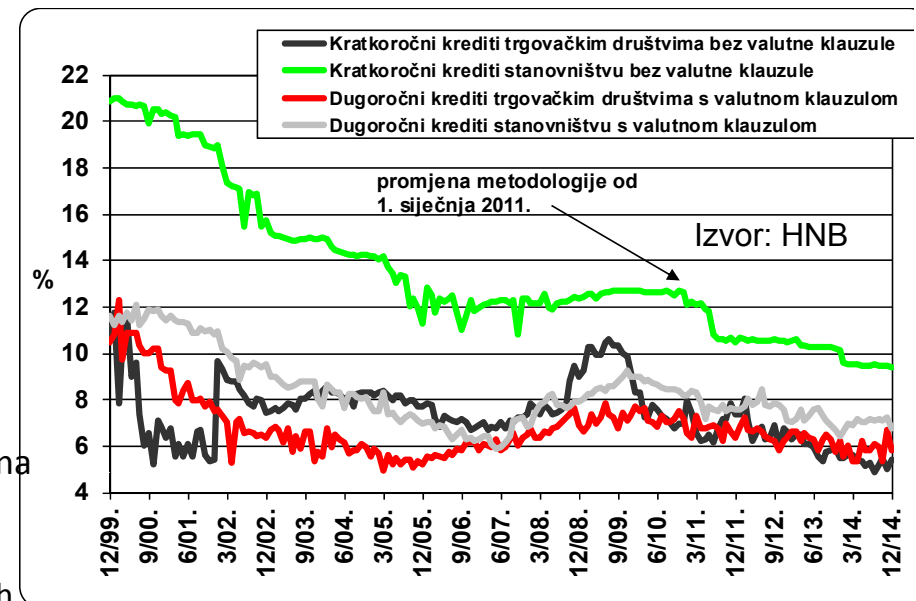
Zašto svoje kanale ne koristi za ulaganje u državne vrijednosnice na sekundarnom tržištu? **Zašto državna imovina (nekretnine) nije korištena kao kolateral za emisiju domaćeg novca** (umjesto toga emitiramo primarni novac na bazi pokriva tuđih dugova denominiranih u EUR, USD ...)

Tečaj kune prema euru i prekonoina kamatna stopa



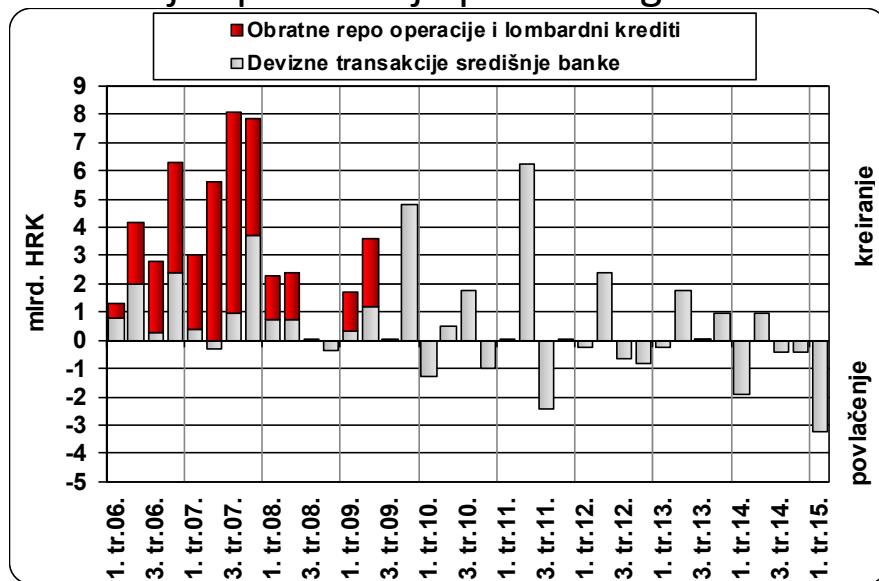
Izvor: HNB

Prosječne aktivne kamatne stope banaka

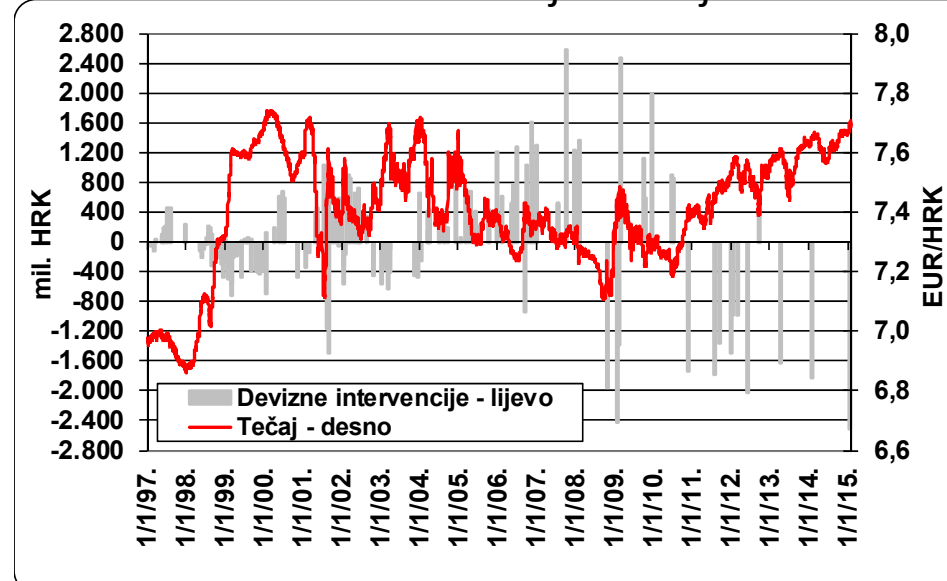


Izvor slike: HNB

Kreiranje i povlačenje primarnog novca

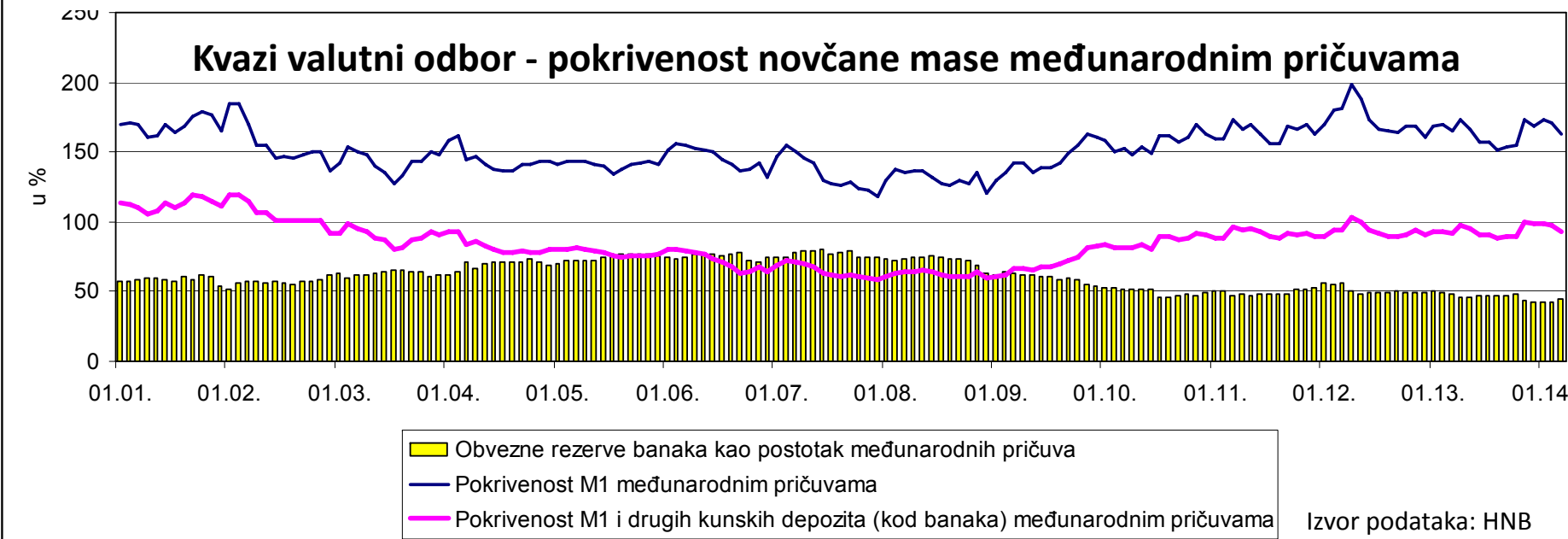


Devizne intervencije i tečaj



Iako se formalno govori o monetarnim instrumentima, u praksi HNB svi su oni u funkciji očuvanja stabilnosti tečaja i financijske stabilnosti (prvenstveno bankovnog sustava – što je i razumljivo jer su bankovne krize najskuplje krize), odnosno imaju prije svega karakter makroprudencijalnih instrumenata.

Kvazi valutni odbor - pokrivenost novčane mase međunarodnim pričuvama



Izvor podataka: HNB

Dometi i ograničenja monetarne politike u Hrvatskoj.

Godina	Mjesec	Vagana prosječna stopa obvezne pričuve	Obračunata obvezna pričuva			Ostali obvezni depoziti kod HNB-a	Izdvojena obvezna pričuva		Prosječna stopa remuneracije na kunska imobilizirana sredstva	Prosječna stopa remuneracije na devizna izdvojena sredstva
			Ukupno	U kunama	U stranoj valuti		U kunama	U stranoj valuti		
1	2	3	4=5+6	5	6	7	8	9	10	11
2011.	studeni	14,00	44.220,4	36.763,1	7.457,3	-	25.565,5	5.392,2	-	-
	prosinac	14,00	44.443,2	36.936,6	7.506,7	-	25.654,6	5.437,9	-	-
2012.	siječanj	14,68	46.753,8	38.844,2	7.909,6	-	27.522,0	5.857,4	-	-
	veljača	15,00	47.881,9	39.758,3	8.123,6	-	27.814,7	5.968,2	-	-
	ožujak	15,00	47.927,4	39.761,5	8.165,9	-	27.637,8	5.973,4	-	-
	travanj	15,00	47.755,8	39.611,9	8.143,9	-	27.584,6	5.957,1	-	-
	svibanj	13,89	43.907,0	36.445,9	7.461,1	-	25.420,1	5.462,9	-	-
	lipanj	13,50	42.651,5	35.413,9	7.237,6	-	24.737,7	5.307,3	-	-
	srpanj	13,50	42.815,5	35.563,0	7.252,5	-	24.874,6	5.315,9	-	-
	kolovoz	13,50	42.602,1	35.437,9	7.164,2	-	24.803,4	5.216,8	-	-
	rujan	13,50	42.677,0	35.504,3	7.172,7	-	24.853,0	5.196,9	-	-
	listopad	13,50	42.648,7	35.477,6	7.171,0	-	24.834,3	5.171,0	-	-

Danas stopa OR
Iznosi 12%

Izvor: HNB

Savjet Hrvatske narodne banke donio je **20.9.2011.** odluku kojom se stopa obvezne pričuve povećava s 13 na 14 posto.

Savjet Hrvatske narodne banke donio je **26.1.2012.** odluku kojom se stopa obvezne pričuve povećava s 14 na 15 posto.

“Ovom mjerom središnja banka povući će iz bankovnog sustava oko 3,1 milijardu kuna (2,6 milijardi u kunskom i 0,5 milijardi u deviznom dijelu obvezne pričuve). **Povlačenje viška likvidnosti iz sustava poduzima se radi stabiliziranja tečaja kune prema euru, odnosno zaustavljanja deprecijacijskih pritisaka, a izvanredni obračun uvodi kako bi učinci povećanja stope što prije utjecali na stabilizaciju tečaja.** Središnja banka i dalje će pratiti kretanja na novčanom i deviznom tržištu, te - ukoliko ocijeni potrebnim - poduzimati mjere za suzbijanje prekomjernih oscilacija tečaja, neutemeljenih na realnim ekonomskim kretanjima. “ (Izvor: Priopćenja HNB)

ZAKON · HR

PROČIŠĆENI TEKSTOVI ZAKONA

Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci

pročišćeni tekst zakona

NN 75/08, 54/13

Cilj Hrvatske narodne banke

Članak 3.

(1) Cilj Hrvatske narodne banke jest održavanje stabilnosti cijena.

Cilj Hrvatske narodne banke

Članak 72.

Hrvatska narodna banka će, ne dovodeći u pitanje ostvarivanje cilja iz članka 3. stavka 1. ovoga Zakona, podupirati opću gospodarsku politiku Europske unije podupirući ciljeve Europske unije sukladno članku 3. Ugovora o Europskoj uniji.

Članak 3.

1. Cilj Unije je promicanje mira, njezinih vrijednosti i dobrobiti njezinih naroda.
3. Unija uspostavlja unutarnje tržište. Ona radi na održivom razvoju Europe koji se temelji na uravnoteženom gospodarskom rastu i stabilnosti cijena, visoko konkurentnom socijalnom tržišnom gospodarstvu, s ciljem pune zaposlenosti i društvenog napretka, te visokoj razini zaštite i poboljšanja kvalitete okoliša. Ona promiče znanstveni i tehnološki napredak.

Pročišćene inačice Ugovora o Europskoj uniji i Ugovora o funkcioniranju Europske unije

Članak 120.

Države članice vode svoje ekonomske politike tako da doprinose ostvarivanju ciljeva Unije kako su utvrđeni člankom 3. Ugovora o Europskoj uniji i u kontekstu općih smjernica iz članka 121. stavka 2. Države članice i Unija djeluju u skladu s načelom otvorenog tržišnoga gospodarstva sa slobodnim tržišnim natjecanjem, dajući pritom prednost učinkovitoj raspodjeli resursa, te u skladu s načelima određenima člankom 119.

CONSOLIDATED VERSIONS
OF THE TREATY ON EUROPEAN UNION
AND
THE TREATY ON THE FUNCTIONING
OF THE EUROPEAN UNION
(2012/C 326/01)

**Pročišćene inačice Ugovora o Europskoj
uniji i Ugovora o funkcioniranju Europske unije**

3. Unija uspostavlja unutarnje tržište. Ona radi na održivom razvoju Europe koji se temelji na uravnoteženom gospodarskom rastu i stabilnosti cijena, visoko konkurentnom socijalnom tržišnom gospodarstvu, s ciljem pune zaposlenosti i društvenog napretka, te visokoj razini zaštite i poboljšanja kvalitete okoliša. Ona promiče znanstveni i tehnološki napredak.

Cilj monetarne politike stoga nije samo stabilnost cijena, a ne može biti niti samo stabilnost tečaja iako o njemu ovise i cjenovna i financijska stabilnost. Tim više što bez stabilnosti u realnom sektoru, nema ni financijske stabilnosti.

Article 3
(ex Article 2 TEU)

1. The Union's aim is to promote peace, its values and the well-being of its peoples.
2. The Union shall offer its citizens an area of freedom, security and justice without internal frontiers, in which the free movement of persons is ensured in conjunction with appropriate measures with respect to external border controls, asylum, immigration and the prevention and combating of crime.
3. The Union shall establish an internal market. It shall work for the sustainable development of Europe based on balanced economic growth and price stability, a highly competitive social market economy, aiming at full employment and social progress, and a high level of protection and improvement of the quality of the environment. It shall promote scientific and technological advance.

It shall combat social exclusion and discrimination, and shall promote social justice and protection, equality between women and men, solidarity between generations and protection of the rights of the child.

It shall promote economic, social and territorial cohesion, and solidarity among Member States.

It shall respect its rich cultural and linguistic diversity, and shall ensure that Europe's cultural heritage is safeguarded and enhanced.

4. The Union shall establish an economic and monetary union whose currency is the euro.
5. In its relations with the wider world, the Union shall uphold and promote its values and interests and contribute to the protection of its citizens. It shall contribute to peace, security, the sustainable development of the Earth, solidarity and mutual respect among peoples, free and fair trade, eradication of poverty and the protection of human rights, in particular the rights of the child, as well as to the strict observance and the development of international law, including respect for the principles of the United Nations Charter.
6. The Union shall pursue its objectives by appropriate means commensurate with the competences which are conferred upon it in the Treaties.

Neupitno je da je 'stabilnost cijena' osnovni cilj monetarne politike, kao i da je jedan od zadataka HNB-a 'pridonosenje stabilnosti financijskog sustava u cjelini'.

- Međutim, kao što su cjenovna i financijska stabilnost nužne za održiv i uravnotežen ekonomski rast, tako je i stabilnost realnog sektora i njegovo jačanje na dugi rok uvjet za očuvanje dugoročne financijske stabilnosti.
 - **Cilj monetarne politike stoga nije samo stabilnost cijena, a ne može biti niti samo stabilnost tečaja** iako o njemu u kratkom ovise i cjenovna i financijska stabilnost, kao i ekonomski rast.
 - Osim toga **HNB se formalno nije niti obvezao braniti tečaj** (ni nominalni, ni realni, ni efektivni) i jaku domaću valutu, iako je opće poznato da to praktično radi kroz devizne intervencije i sve druge instrumente monetarne i makroprudencijalne politike
- Monetarna politika treba biti toliko aktivna i toliko ekspanzivna da (u koordinaciji s drugim ekonomskim politikama) **postigne optimum stabilnosti cijena, održivog i uravnoteženog ekonomskog rasta, visoke zaposlenosti, tehnološkog napretka te visoko konkurentnog socijalnog tržišnog gospodarstva i društvenog napretka (sukladno ciljevima EU)**, a u čemu važnost ima **dostupnost povoljnih uvjeta financiranja na domaćem tržištu i u domaćoj valuti** (bez valutne klauzule), **poštivanje načela održivosti platne bilance** (jačanje deviznog priljeva od neto-izvoza radi očuvanja vanjske likvidnosti zemlje i sposobnosti servisiranja ogromnog inozemnog duga) **te briga o očuvanju životnog standarda građana** .

S obzirom da Hrvatska još dugi niz godina neće zadovoljiti uvjete za uvođenje eura , nužna je nadogradnja postojećeg instrumentarija monetarne politike i promjena kanala emisije primarnog novca, **s ciljem dostizanja i kontinuiranog održavanja suficita na tekućem računu bilance plaćanja u razmjeru 4 posto BDP-a u narednim godinama.**

Navedeno treba uključiti primarnu emisiju na temelju:

- otkupa potraživanja od izvoznog plasmana roba i usluga
- otkupa dugoročnih potraživanja za investicije u proizvodnji za izvoz,
- odobravanja povoljnih selektivnih kredita bankama i HBOR-u za kreditiranje izvoznika (prioritetno neto-izvoznika) uz negativnu ili vrlo nisku kamatnu stopu koja nadoknađuje gubitke nepovoljnog deviznog tečaja;
- aktiviranja izravnih operacija na otvorenom tržištu i korištenja državne imovine (nekretnina i druge) kao kolaterala za emisiju domaćeg novca;
- te druge tržišne, ali i selektivne instrumente pribave domaćih jeftinih izvora likvidnosti banaka i njihovog namjenskog usmjeravanja sukladno potrebama financiranja domaćih proizvodnih poduzeća neto-izvoznika, odnosno proizvodnje koja može supstituirati uvoz, povećava zaposlenost i omogućuje promicanje uspješnih.

Tome treba biti podređeno i pitanje deviznog tečaja kroz kontroliranu deprecijaciju kune u razmjeru 2% godišnje (u terminima nominalnog tečaja), odnosno do 10% u narednih pet godina, vodeći računa o očuvanju financijske i cjenovne stabilnosti, ali i sprječavanju pretjeranog rasta tereta otplate duga denominiranog u stranoj valuti.

Alternativa navedenom je primjena **povlaštenog deviznog tečaja za neto-izvoznike.**

Hvala na pozornosti!

U prezentaciji su korišteni statistički podaci i objavljene publikacije HNB-a (Bilten, Bilten o bankama, Financijska stabilnost i brojni drugi) te izvori podataka dostupni iz drugih izvora.

Podaci u Hrvatskoj se već godinama prate i javno objavljuju, odnosno daleko prije nego je započeo Europski semestar i obuhvat analiza programima EDP i MIP.

Svi stavovi izneseni u prezentaciji, isključivo su stavovi kreatorice prezentacije te ne odražavaju stav institucije u kojoj je ona zaposlena.