



HRVATSKA NARODNA BANKA

---

# Monetarna politika, izvoz i tečaj

**10. konvencija hrvatskih izvoznika  
1. lipanj 2015.**

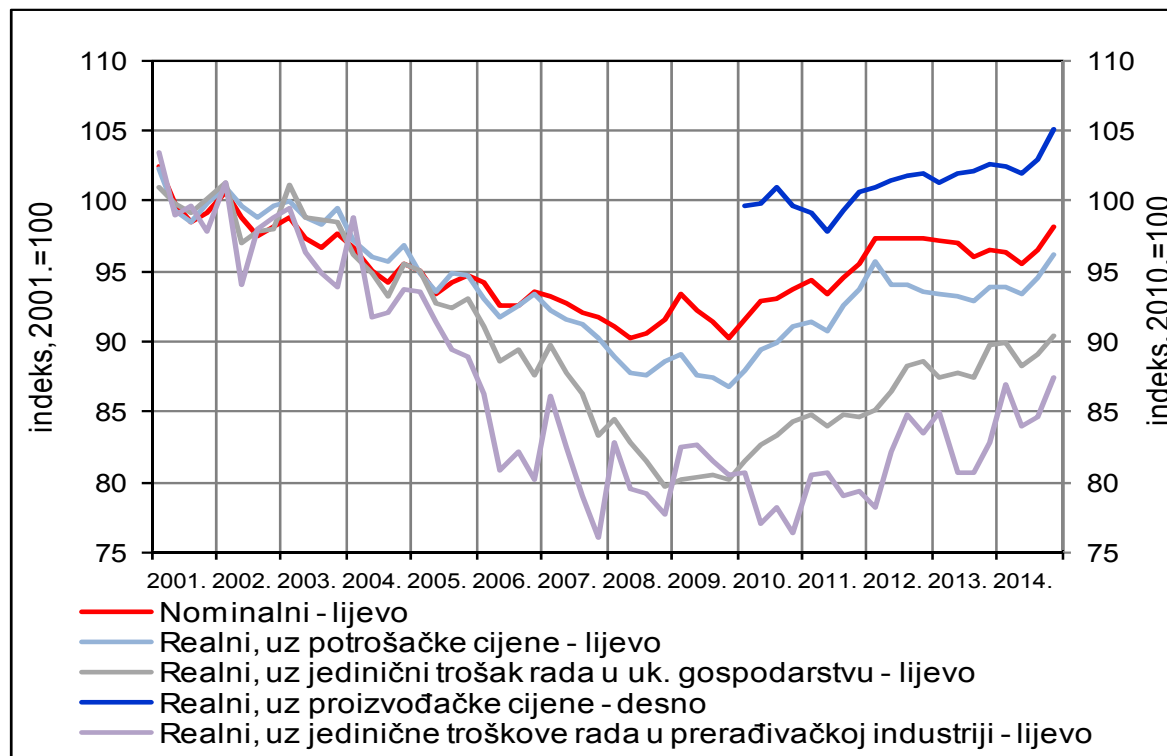
Boris Vujčić, guverner  
e-mail: [boris.vujcic@hnb.hr](mailto:boris.vujcic@hnb.hr)

---

---

# 1. Realni tečaj i izvoz

# Pokazatelji cjenovne i troškovne konkurentnosti hrvatskog gospodarstva



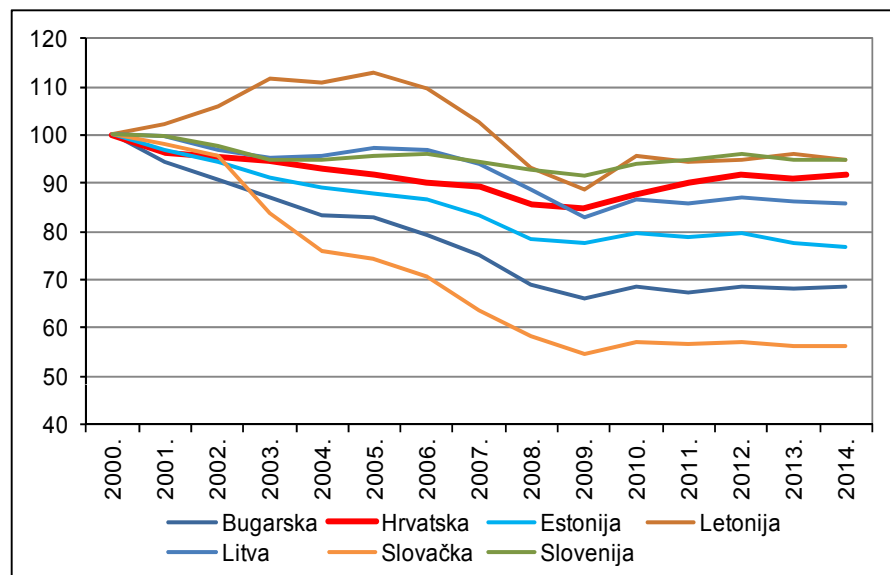
Napomena: **Pad indeksa predstavlja realnu efektivnu aprecijaciju.** Realni efektivni tečaj kune uz proizvođačke cijene uključuje hrvatski indeks proizvođačkih cijena industrije na nedomaćem tržištu koji je raspoloživ od siječnja 2010.

Izvor: HNB

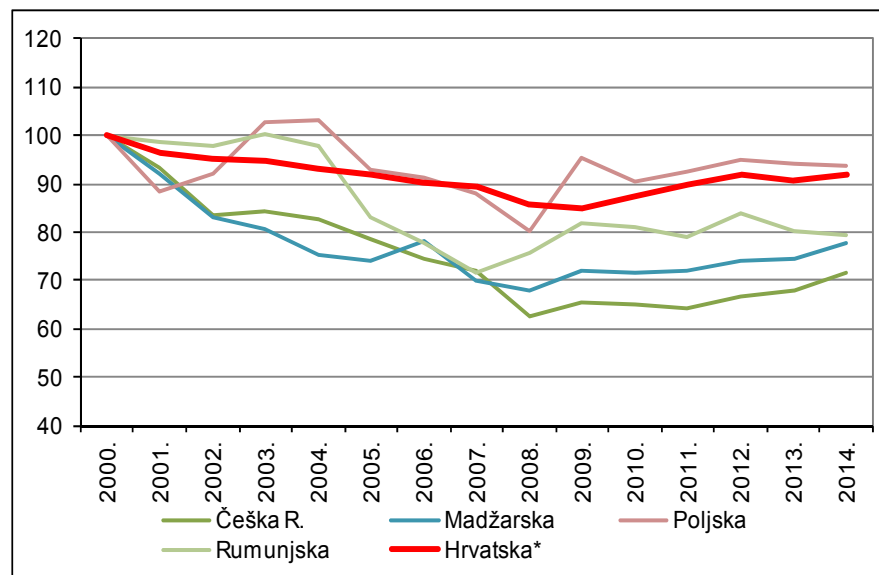
# Kretanje cjenovne konkurentnosti Hrvatske povoljno u usporedbi s komparativnom grupom zemalja

Realni efektivni tečajevi uz potrošačke cijene (2000.=100)

Zemlje sa stabilnim i/ili fiksnim tečajem



Zemlje sa slobodno fluktuirajućim tečajem



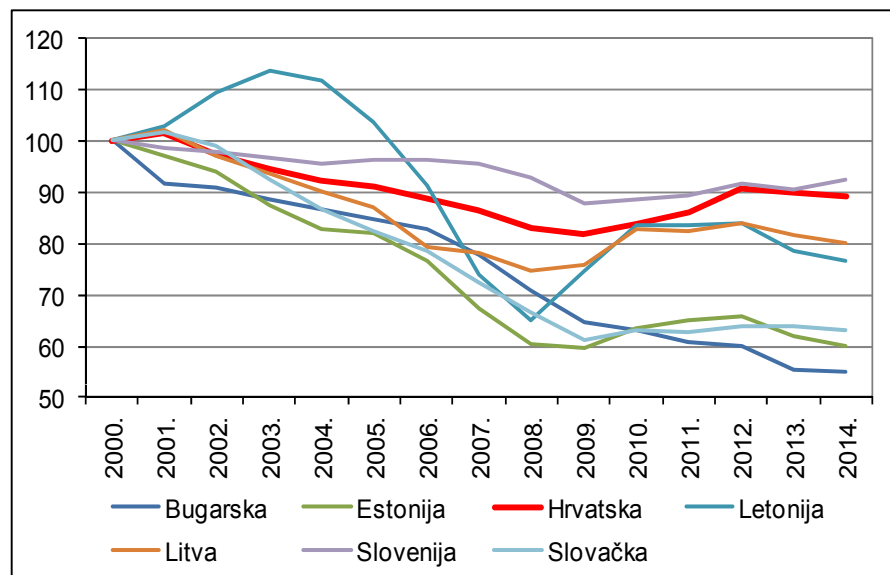
Napomena: **Rast indeksa predstavlja realnu efektivnu deprecijaciju** \* Hrvatska je na ovu sliku stavljena radi usporedbe.

Izvori: BIS; HNB

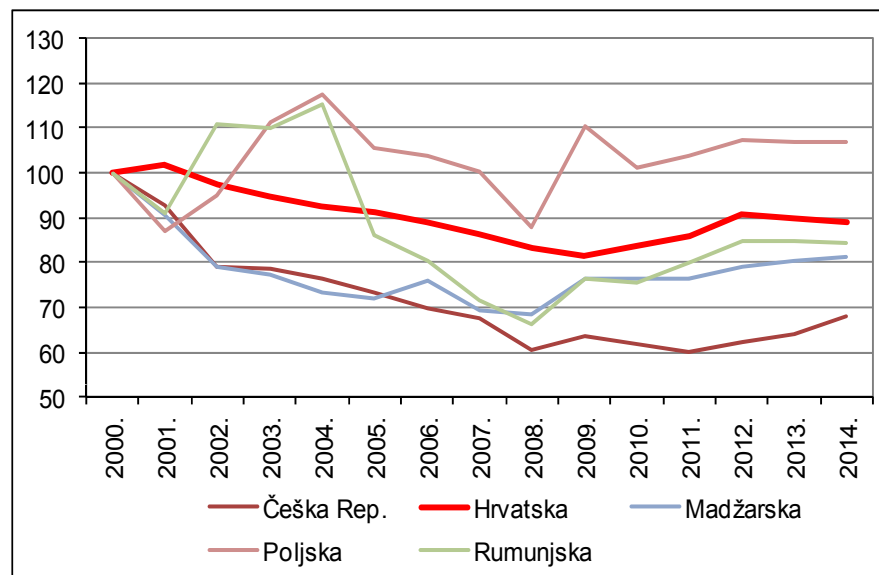
# ...troškovna konkurentnost poboljšana nakon početka krize

## Realni efektivni tečajevi uz ULC u ukupnom gospodarstvu (2000.=100)

Zemlje sa stabilnim i/ili fiksnim tečajem



Zemlje sa slobodno fluktuirajućim tečajem



Napomena: **Rast indeksa predstavlja realnu efektivnu deprecijaciju**

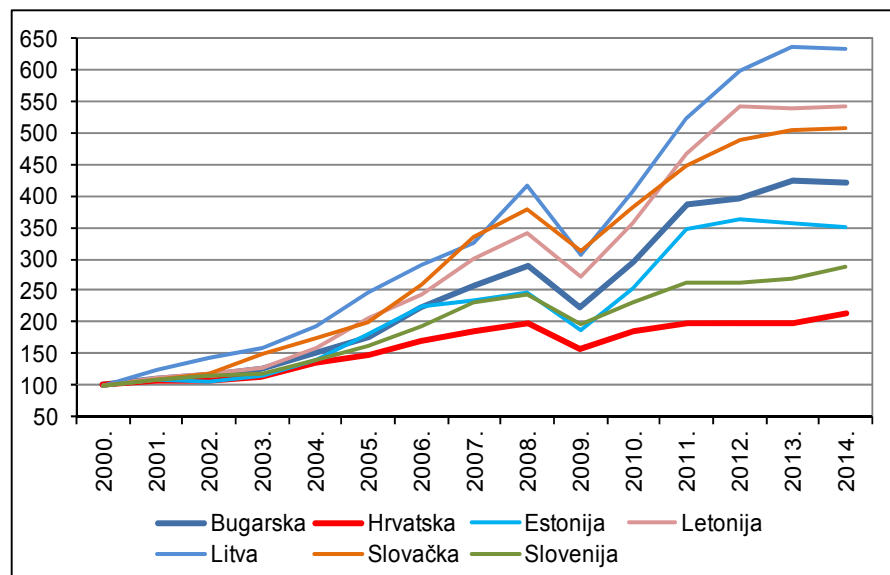
\* Hrvatska je na ovu sliku stavljena radi usporedbe.

Izvor: Eurostat

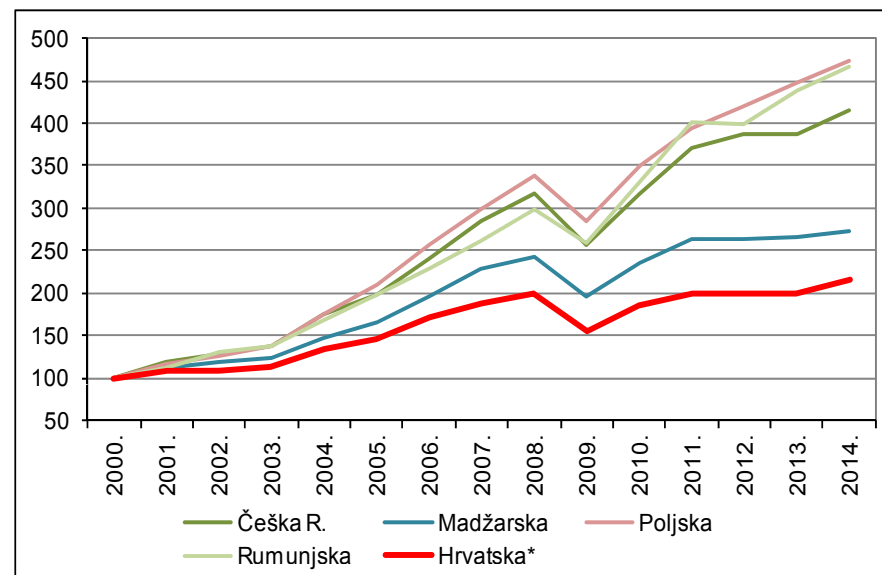
# ... no, ostvarenja hrvatskog izvoza nepovoljnija nego u usporedivoj skupini zemalja

## Robni izvoz (2000.=100)

Zemlje sa stabilnim i/ili fiksnim tečajem



Zemlje sa slobodno fluktuirajućim tečajem



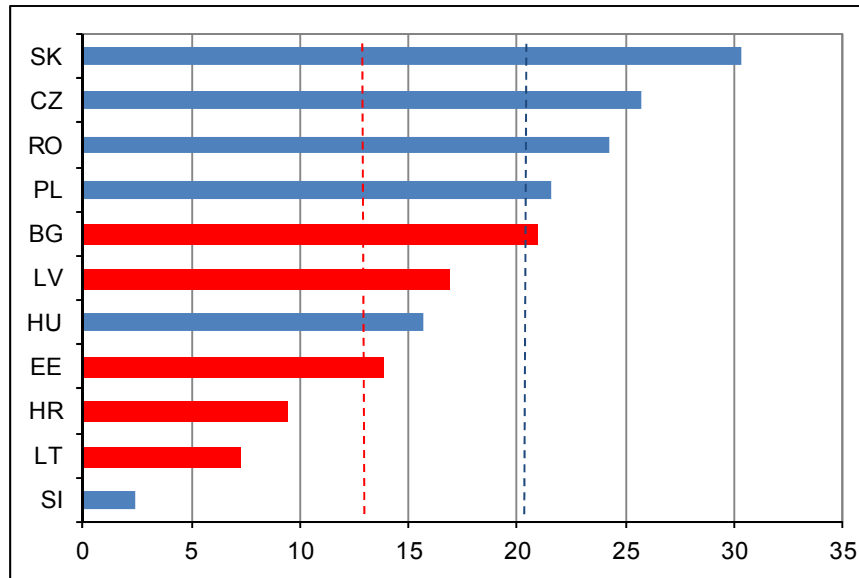
\*Hrvatska je na sliku zemalja sa slobodno fluktuirajućim tečajem stavljena radi usporedbe.

Izvori: Eurostat; HNB

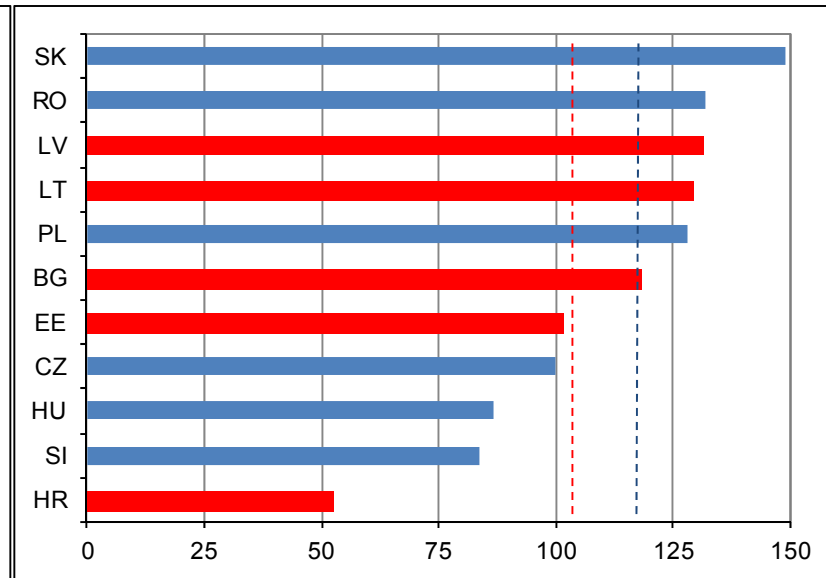
# Ne postoji izravna veza između rasta izvoza i kretanja tečaja – u dobrim vremenima...

2008. vs. 2003.

Realna efektivna aprecijacija tečaja



Izvoz roba i usluga



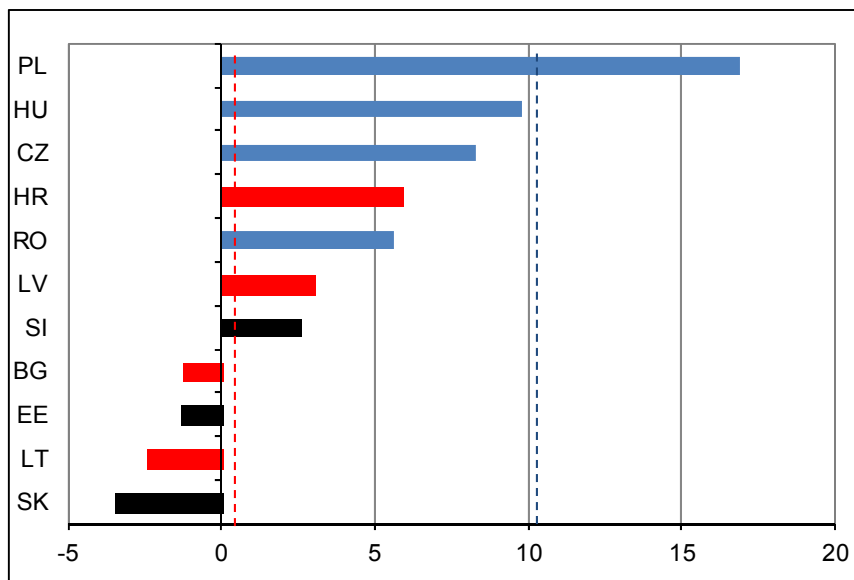
Napomena: Podaci prikazuju ukupnu postotnu promjenu indeksa realnog efektivnog tečaja deflaciranog potrošačkim cijenama i postotnu promjenu izvoza roba i usluga između dva razdoblja. **Crveni stupići** prikazuju zemlje koje provode politiku stabilnog tečaja, a **plavi stupići** zemlje sa plivajućim tečajem u većini godina za razdoblje obuhvata. **Crvena okomita (isprekidana) linija** označava prosječnu promjenu za zemlje sa stabilnim tečajem, a **plava linija** za one s plivajućim tečajem.

Izvori: BIS; Eurostat

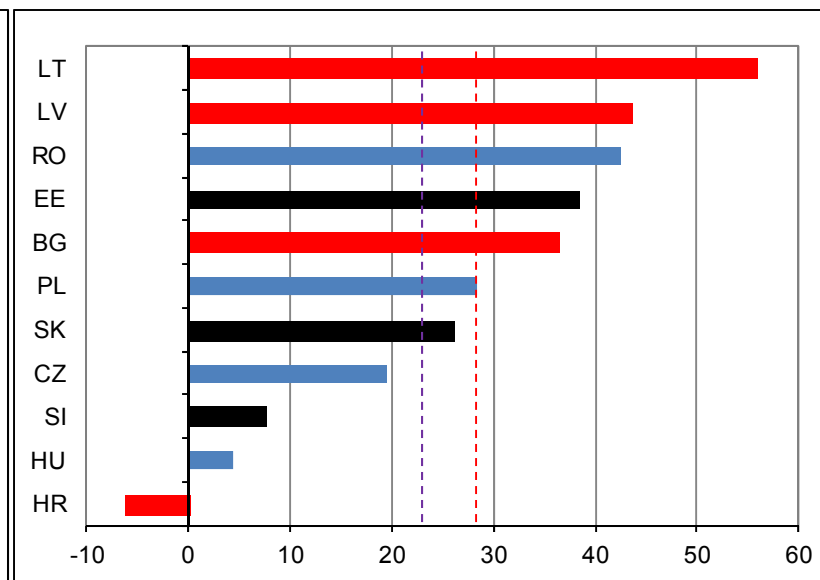
# ...niti u kriznim vremenima

2013. vs. 2008.

Realna efektivna deprecijacija tečaja



Izvoz roba i usluga



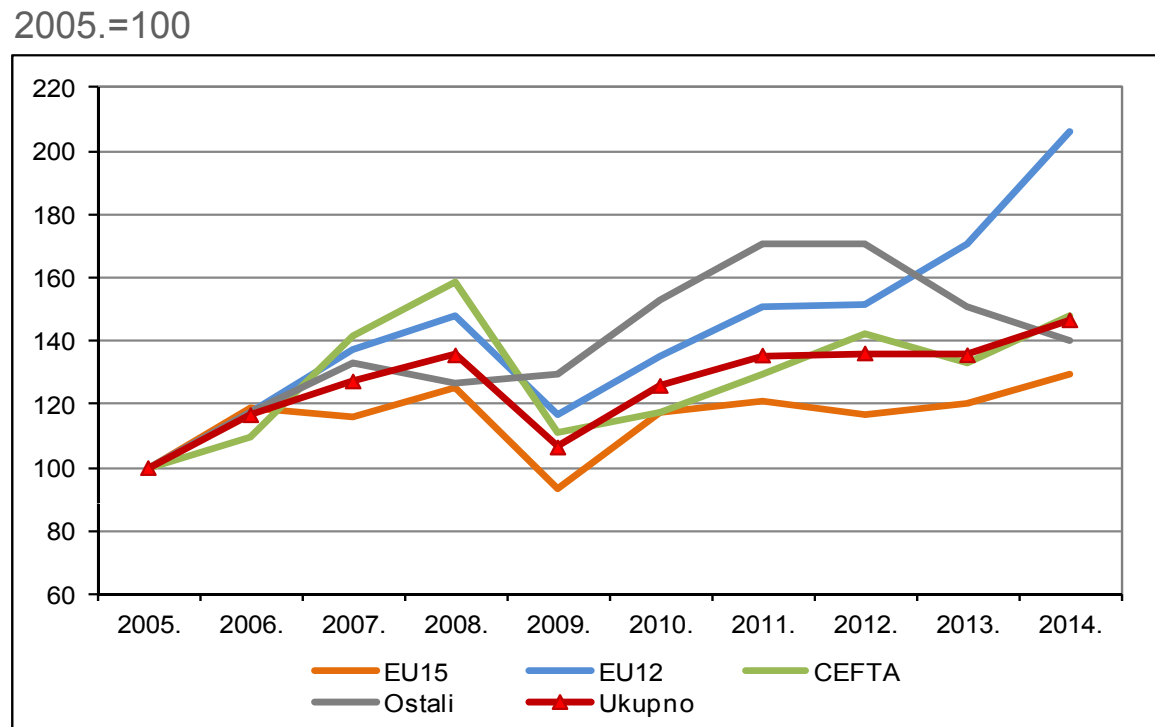
Napomena: Podaci prikazuju ukupnu postotnu promjenu indeksa realnog efektivnog tečaja deflaciranog potrošačkim cijenama i postotnu promjenu izvoza roba i usluga između dva razdoblja. **Crveni stupići** prikazuju zemlje koje provode politiku stabilnog tečaja, **plavi stupići** zemlje sa plivajućim tečajem, a **crni stupići** zemlje članice europodručja u većini godina za razdoblje obuhvata. **Crvena okomita (isprekidana) linija** označava prosječnu promjenu za zemlje sa stabilnim tečajem i članice europodručja, a **plava linija** za one s plivajućim tečajem.

Izvori: BIS; Eurostat



# Robni izvoz RH prema ekonomskim grupacijama zemalja

- nakon punopravnog članstva, povećan rast izvoza u EU, ponajprije u nove zemlje članice
- nakon blagog pada udjela izvoza u zemlje članice CEFTA-e u 2013., u 2014. primjetan blagi opravak izvoza (posebice u Srbiju te BiH)



Izvor: DZS

# Razlozi zaostajanja hrvatskog izvoza za usporedivim zemljama?

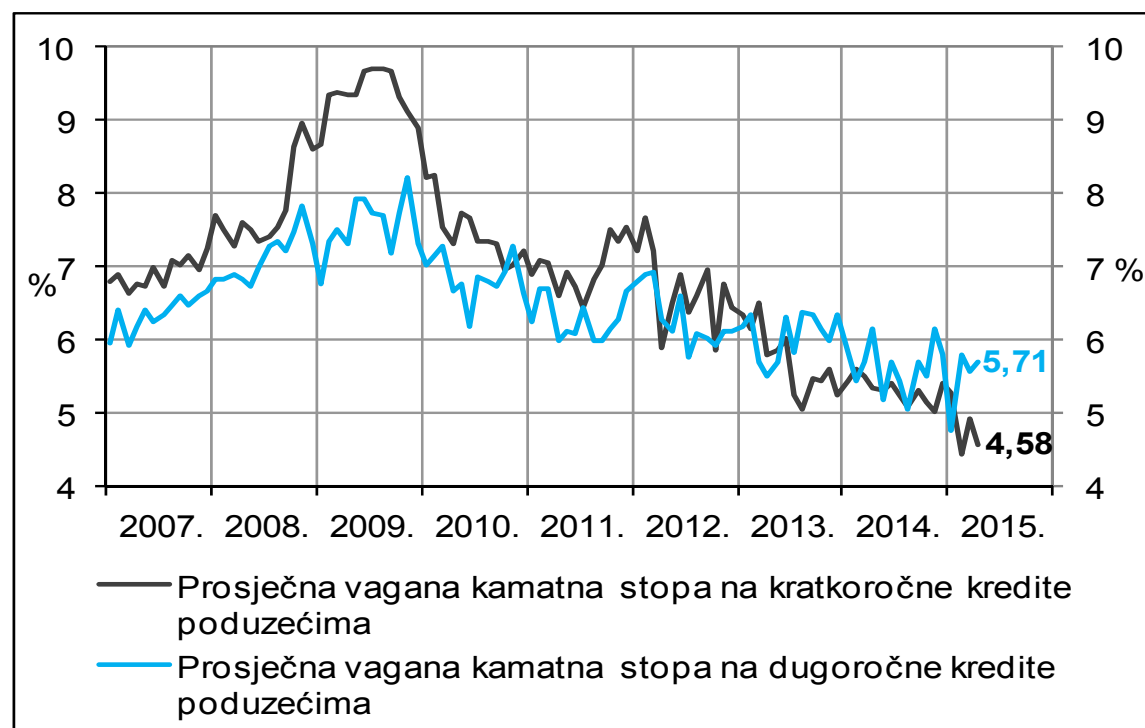
---

- promjene realnih efektivnih tečajeva imaju slab i ograničen utjecaj na kretanje hrvatskog izvoza pa razloge treba potražiti u:
  - važnosti i značaju ne-cjenovne konkurentnosti
  - relativno nepovoljnom poslovnom okruženju
  - slabom priljevu ulaganja u izvozno orijentirane sektore
  - nepovoljnoj geografskoj i proizvodnoj strukturi izvoza
  - relativno slabim ulaganjima u istraživanja i razvoj

---

## **2. Monetarna politika i kamatne stope**

# Kamatne stope za kreditiranje poduzeća na povijesnom minimumu



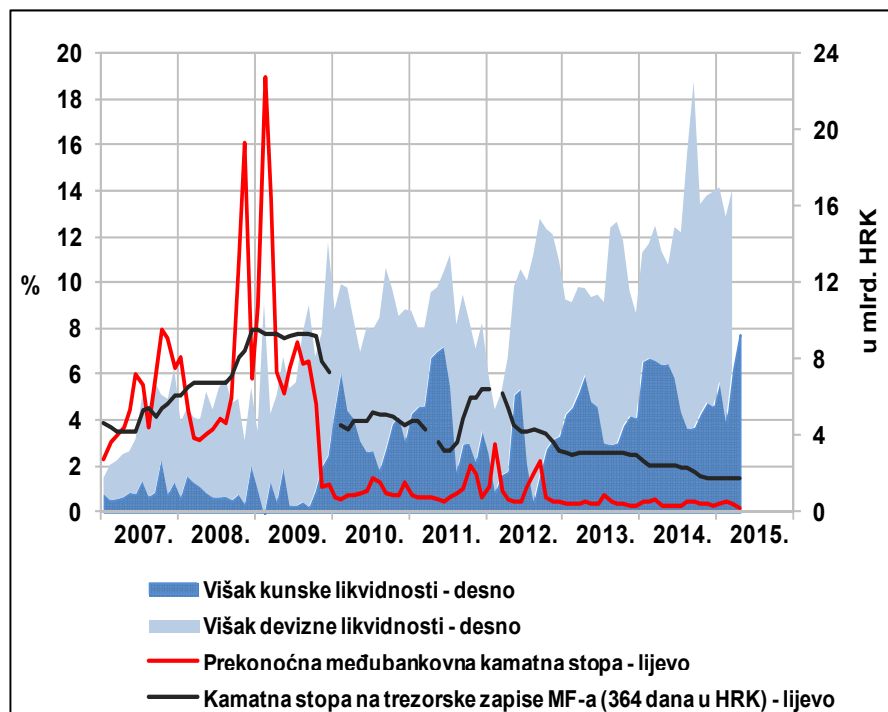
Napomena: Posljednji dostupni podaci za kamatne stope su za travanj 2015.

Izvor: HNB

- kamatne stope na kredite banaka poduzećima bilježe postupni trend smanjenja

## ... zrcali se u izrazito visokoj likvidnosti

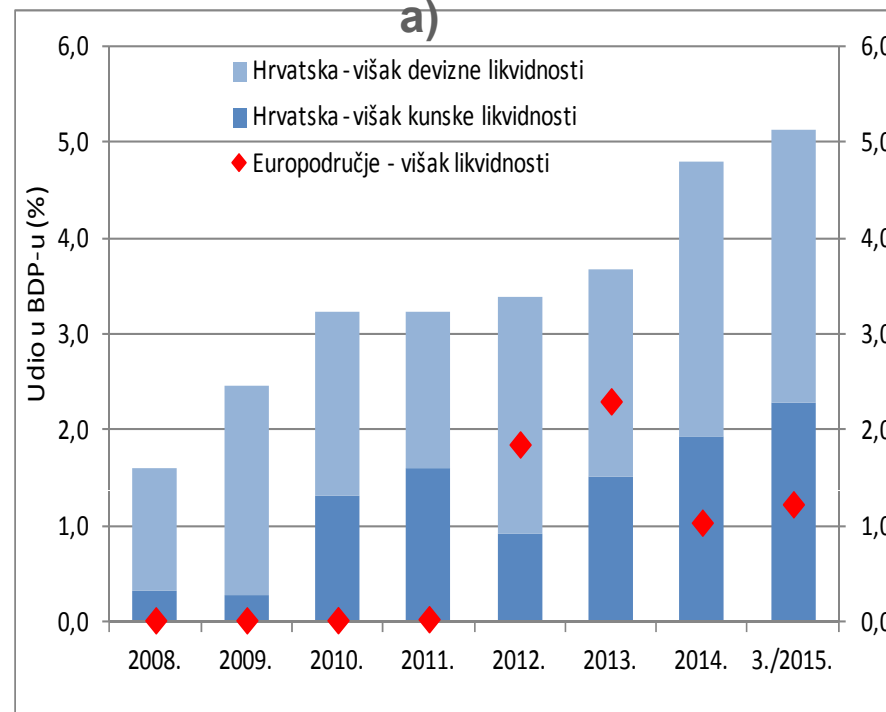
### Likvidnost banaka i kamatne stope na domaćem financijskom tržištu



Napomena: Višak kunske 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. Višak devizne likvidnosti su likvidna devizna potraživanja veća od minimalno propisane razine Odlukom o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima.

Izvor: HNB

### Višak likvidnosti bankovnog sustava u europodručju i Hrvatskoj (u % BDP-a)

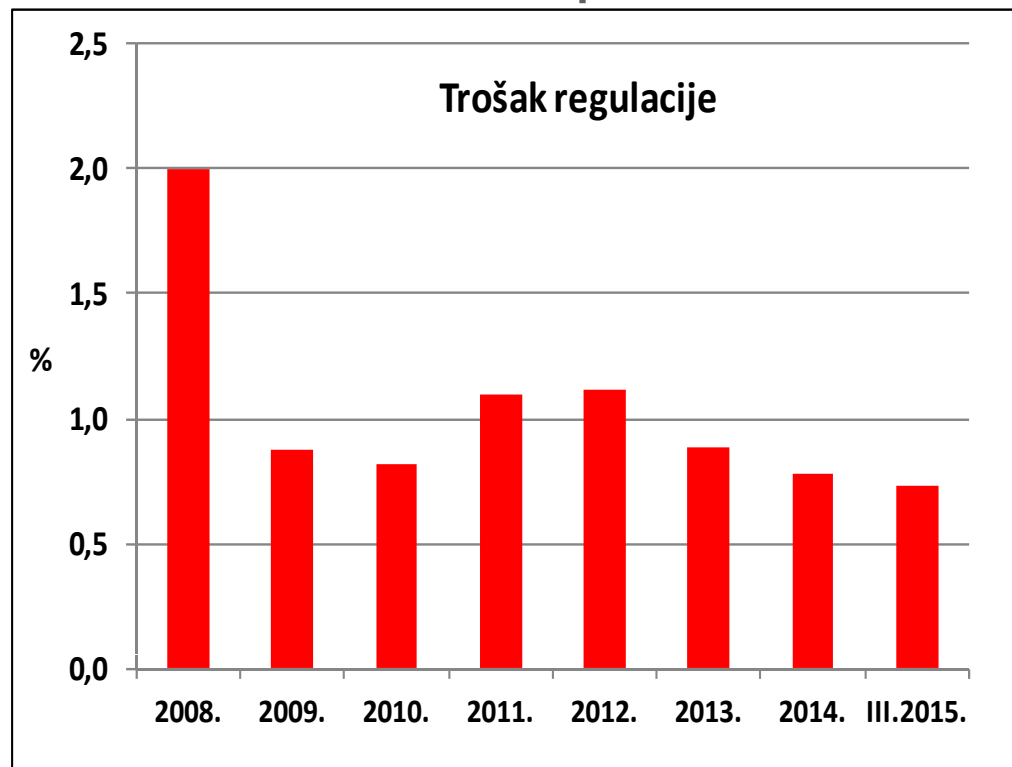


Napomena: Višak likvidnosti u eurozoni jest višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (eng. excess reserves). BDP za europodručje odnosi se na 19 zemalja članica, dok se podatak za višak likvidnosti odnosi na eurozonu promjenjivog sastava.

Izvori: ECB, Eurostat, HNB, DZS

# Regulatorni trošak smanjen za dvije trećine

Trošak regulacije na margini – alternativna mjera karaktera monetarne politike

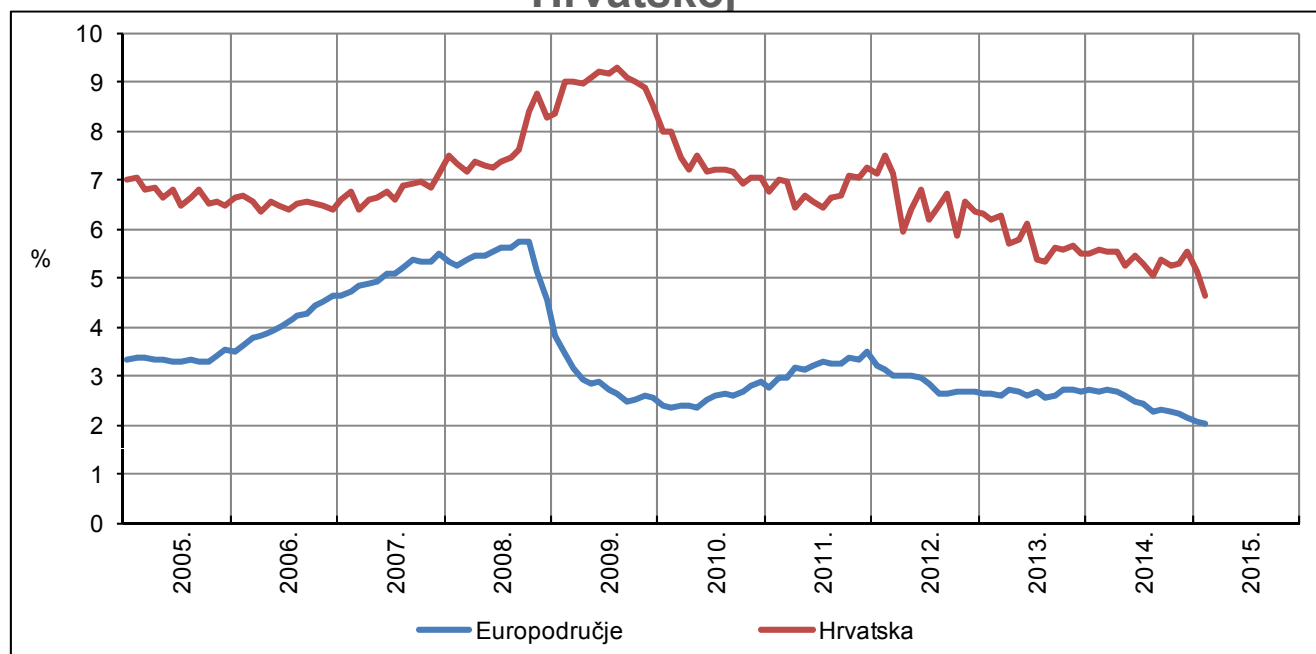


Trošak regulacije procijenjen je kao vagana razlika između najmanjeg potrebnog povrata na plasmane i nominalnog troška izvora financiranja banaka, uvažavajući kolik sredstava banke ne mogu plasirati zbog regulatornih zahtjeva.

# ... no, i dalje znatno veće nego u europodručju

---

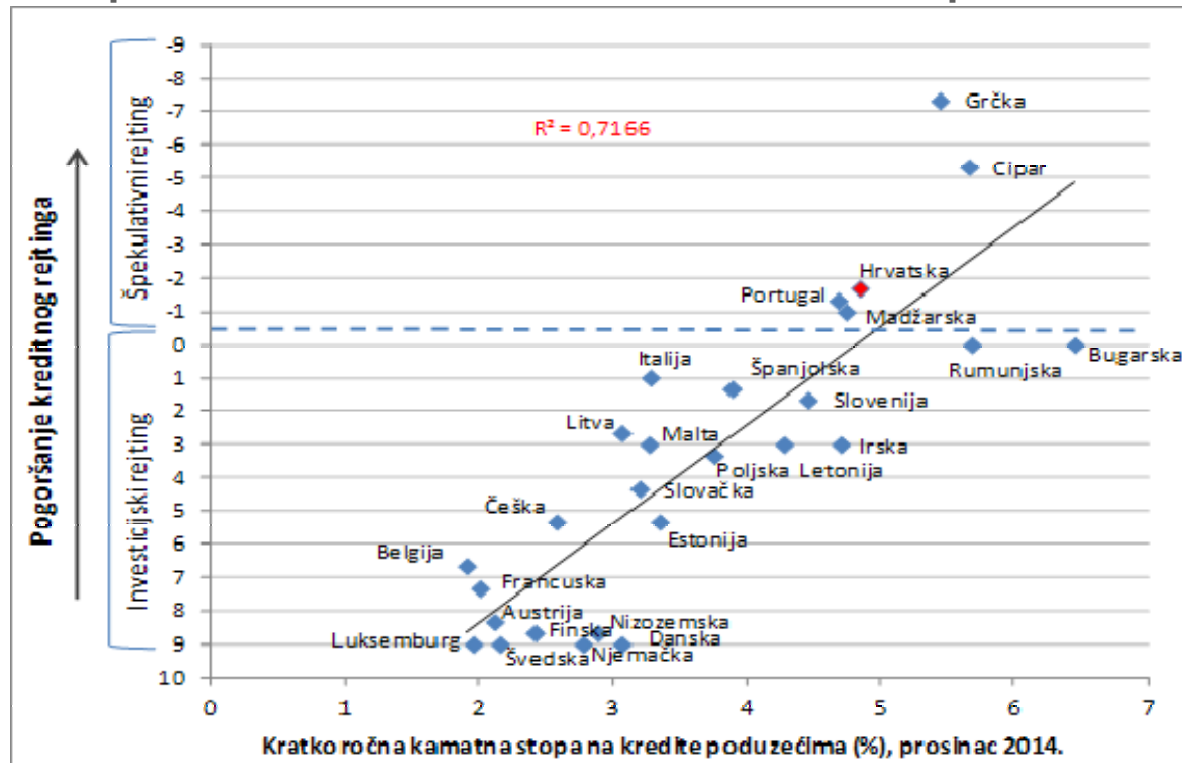
## Prosječne kamatne stope za poduzeća u europodručju i Hrvatskoj



Izvori: ESB; HNB

# Kamatne stope uvelike povezane s rizikom zemlje

Kamatne stope na novoodobrene kratkoročne kredite poduzećima i kreditni rejting



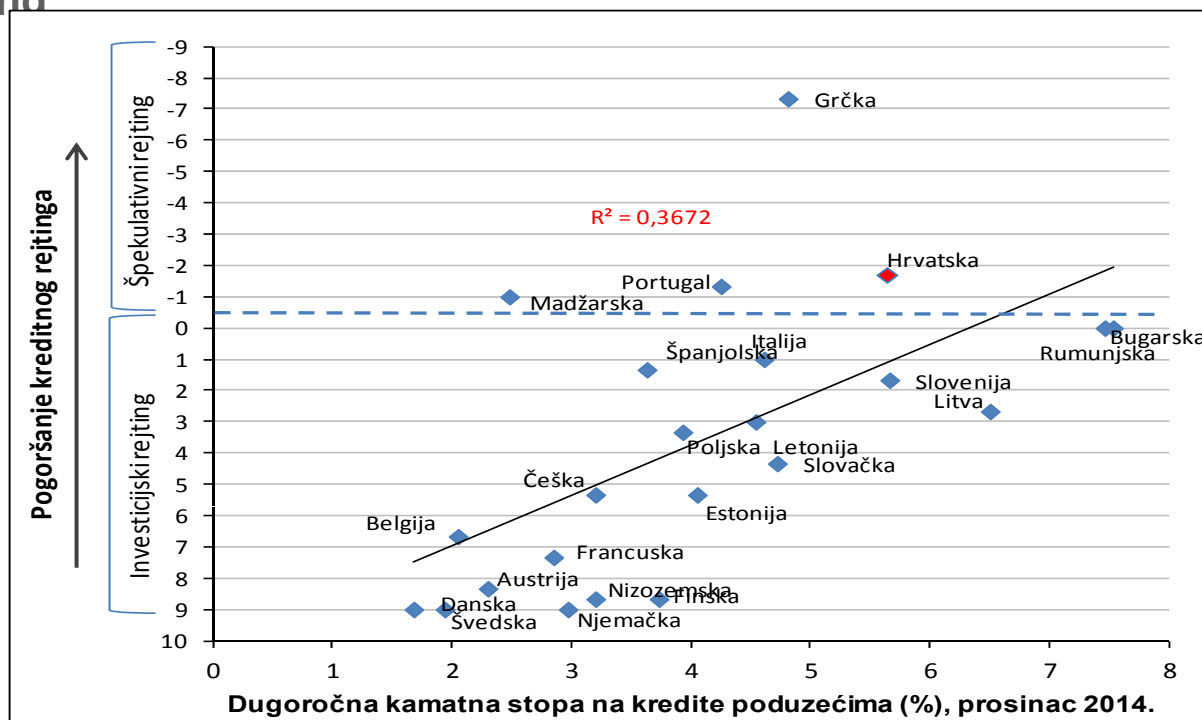
Napomene: Rejting je prikazan kao prosjek numeričkih vrijednosti rejtinga triju rejting agencija (Fitch, Moody's i Standard & Poor's). Numeričke vrijednosti pokazuju koliko je po pojedinoj agenciji pojedina država iznad/ispod investicijskog rejtinga BBB-/Baa3. Rejting poprima vrijednosti od -9 do 9, pri čemu -9 označava najniži špekulativni rejting (C kod Fitch i Moody's, te R kod S&P), a 9 označava najbolji mogući rejting (AAA kod Fitch i S&P te Aaa kod Moody's). Kamatne stope odnose se na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima, s ročnošću do 1 godine i iznosom do 1 mil. EUR.

Izvori: ESB, Bloomberg



# Kamatne stope povezane rizikom (rejtingom) zemlje, u RH niže nego bi implicirao rizik zemlje

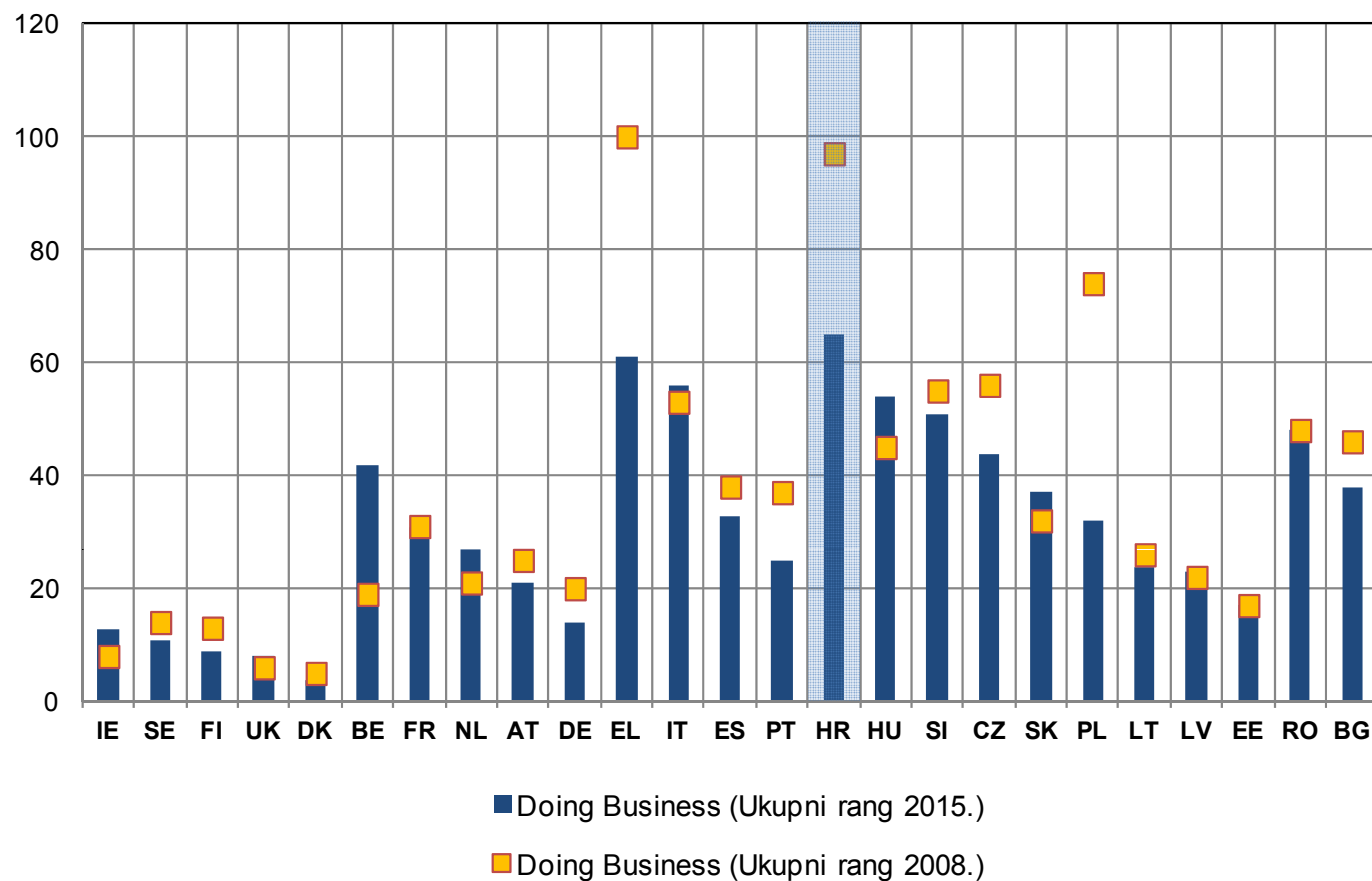
Kamatne stope na novoodobrene dugoročne kredite poduzećima i kreditni rejting



Napomene: Rejting je prikazan kao prosjek numeričkih vrijednosti rejtinga triju rejting agencija (Fitch, Moody's i Standard & Poor's). Numeričke vrijednosti pokazuju koliko je po pojedinoj agenciji pojedina država iznad/ispod investicijskog rejtinga BBB-/Baa3. Rejting poprima vrijednosti od -9 do 9, pri čemu -9 označava najniži špekulativni rejting (C kod Fitch i Moody's, te R kod S&P), a 9 označava najbolji mogući rejting (AAA kod Fitch i S&P te Aaa kod Moody's). Kamatne stope odnose se na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima, s ročnošću do 1 godine i iznosom do 1 mil. EUR.

Izvori: ESB; Bloomberg

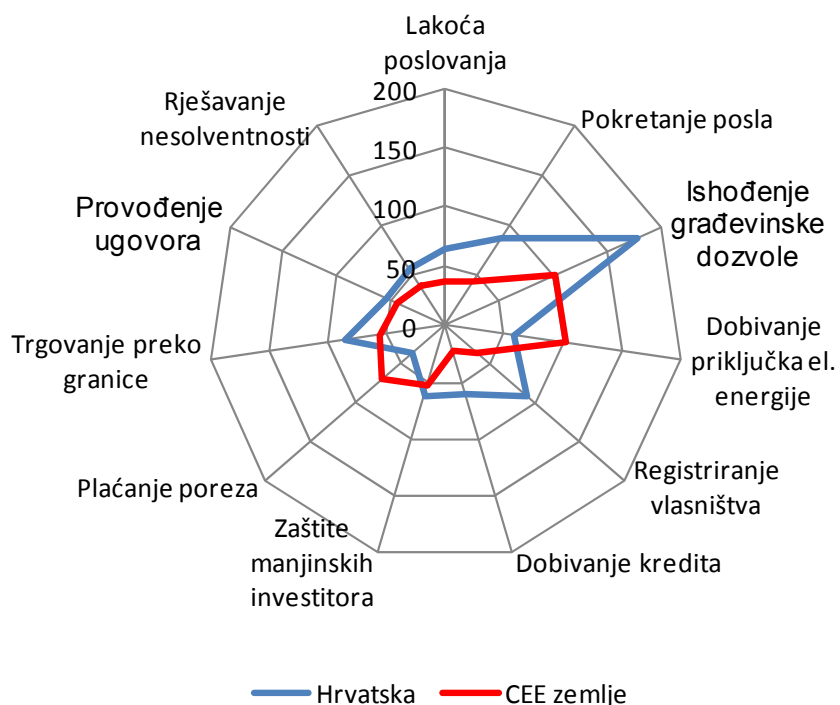
# Napredak je vidljiv, no još uvijek nedostatan



Izvor: World Bank, Doing Business 2015.

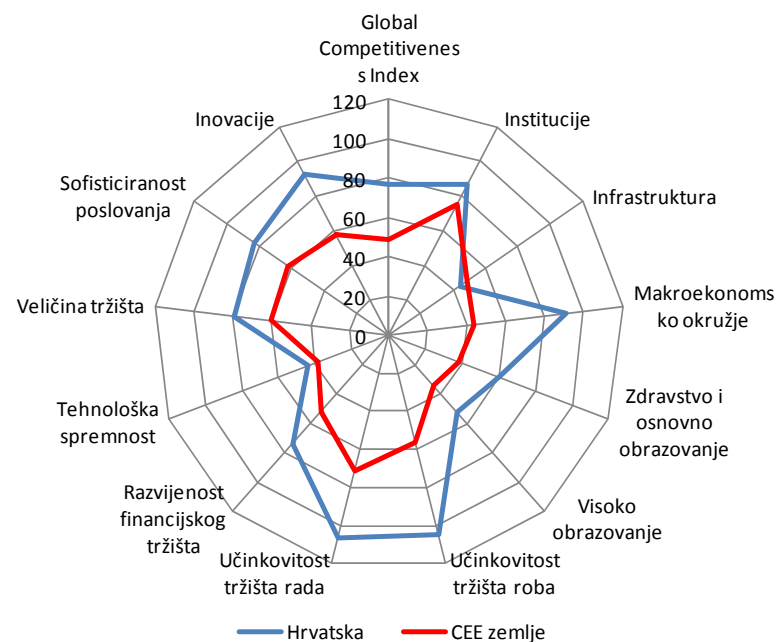
# Zaostajanje Hrvatske u odnosu na zemlje Srednje i Istočne Europe

## Doing Business



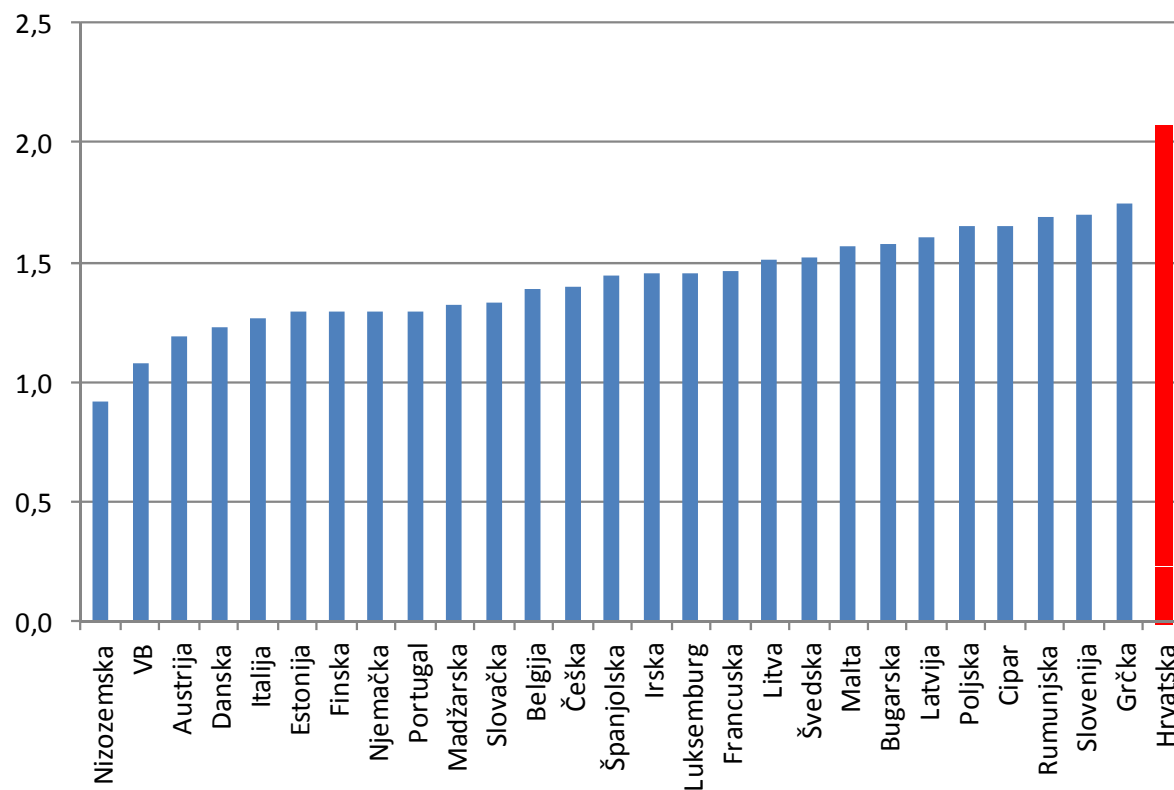
Izvor: World Bank, Doing Business 2015.

## Global Competitiveness Index



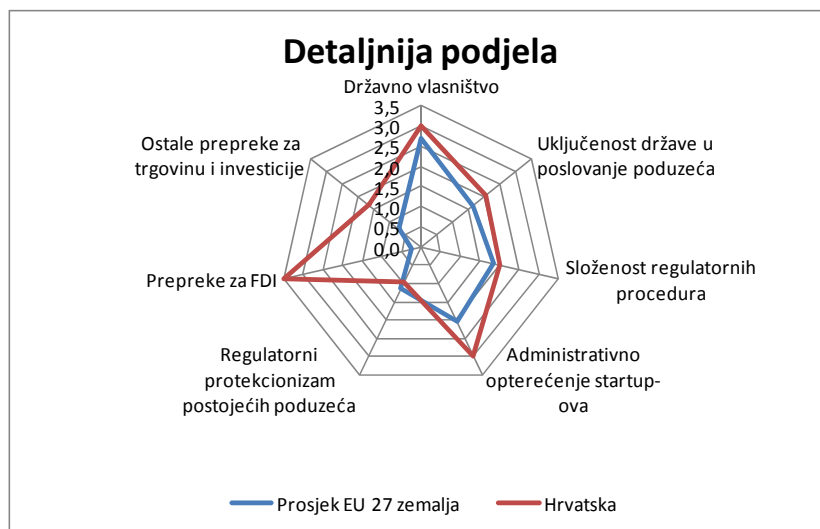
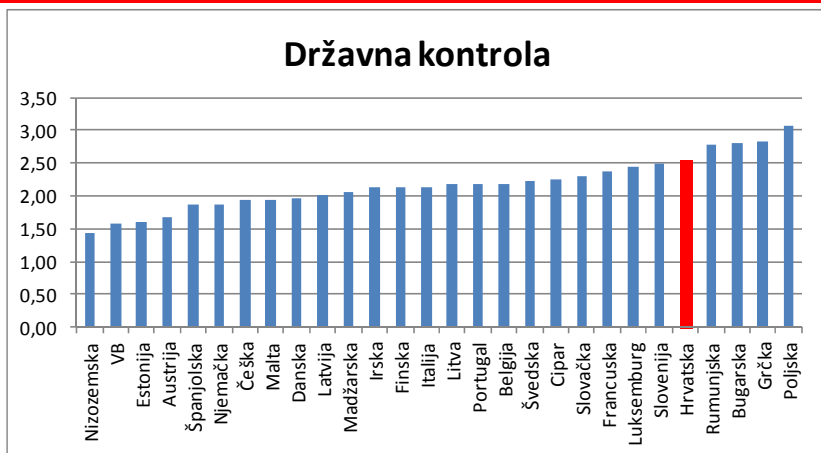
Izvor: World Economic Forum, Global Competitiveness Report 2014-2015.

# Hrvatska na začelju EU-a prema regulaciji tržišta proizvoda (PMR indeks, 2013.)



Izvor: OECD

# Nepoduzetnička klima uz velik udio državne kontrole



Izvor: OECD

# Okvir monetarne politike izrazito ekspanzivan

---

- ❑ HNB vodi politiku stabilnog nominalnog tečaja kune prema euru uz izrazito ekspanzivno orijentiranu monetarnu politiku
- ❑ Stabilnost tečaja posljedica dugotrajne spremnosti HNB-a da ga brani
- ❑ Doseg monetarne politike ograničen mnogobrojnim domaćim strukturnim problemima van domene djelovanja monetarne politike
- ❑ Troškovi financiranja pod velikim utjecajem kreditnog rejtinga (rizičnosti) zemlje

Hvala na pažnji!

---

---

## **3. Ciljanje deprecijacije?**



# Kako i uz koje posljedice ostvariti ciljanu deprecijaciju?

---

- ❑ kreiranjem kuna deviznim intervencijama (višak likvidnosti već sada na rekordnoj razini!?)
- ❑ objavom i branjenjem određene razine tečaja (cijena/trošak takve politike u terminima međunarodnih pričuva?)
- ❑ povećanjem deviznih obveznih pričuva (podizanje regulatornog troška ima negativne posljedice)
- ❑ kupovanjem vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu (nema nikakve garancije da bi se takav oblik operacija prelio u ciljano slabljenje tečaja)
- ❑ prelaskom na režim valutnog odbora (manja fleksibilnost nego što ju imamo danas)

# Povlašteni tečajevi i financiranje iz primarne emisije – napuštanje tržišne ekonomije i povratak u prošlost

---

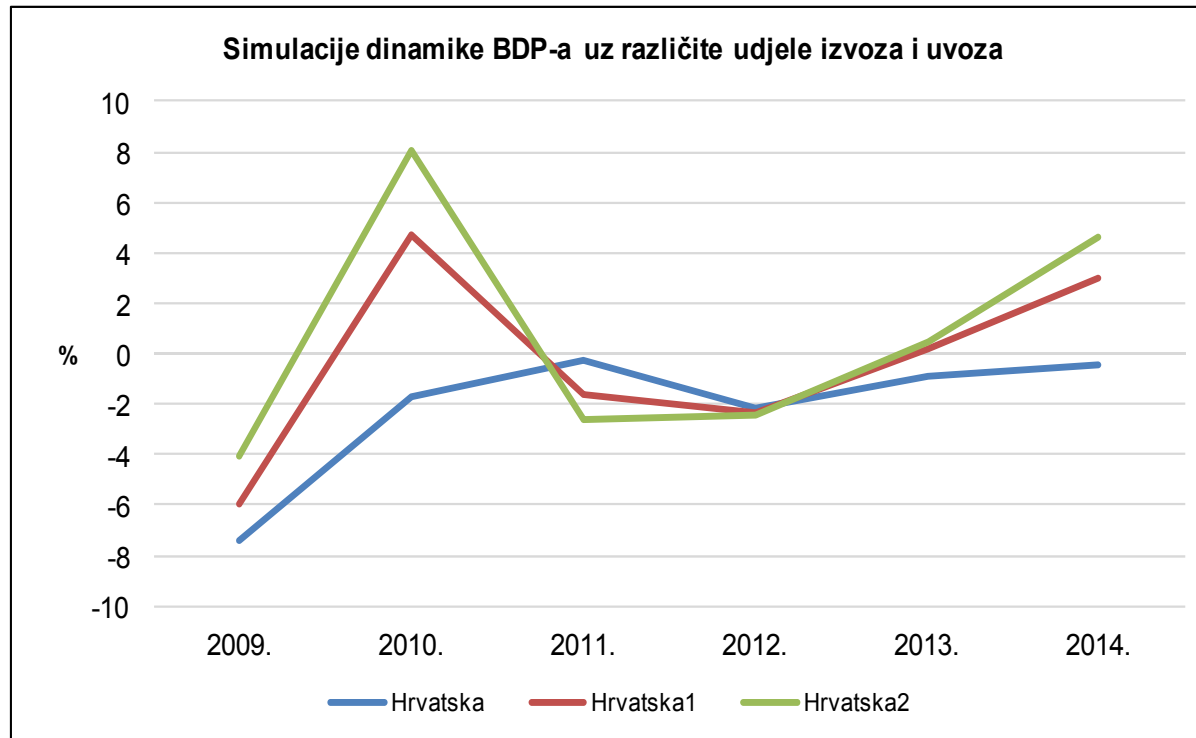
- ❑ korištenje povlaštenog tečaja za izvoznike nije dozvoljeno - takve akrobacije praktički bi značile korištenje višestrukih tečajeva, napuštanje konvertibilnosti i članstva u MMF-u
- ❑ povlašteni pristup primarnoj likvidnosti pod uvjetima koji su povoljniji od tržišnih predstavlja netržišnu redistribuciju ili subvencioniranje - HNB nema mandat za takvo postupanje
- ❑ takve mjere su uvijek i svugdje u domeni političkog odlučivanja (mjere selektivnog kreditiranja iz bivše države), i predstavljaju udar na neovisnost središnje banke za njeno ostvarenje zakonom zacrtanih ciljeva

# Promjena monetarnog režima

---

- ❑ kredibilitet okvira za provođenje monetarne politike teško se stječe, a iznimno lako gubi
- ❑ ciljana deprecijacija u visoko euroiziranoj, maloj, otvorenoj, te visokozaduženoj zemlji može biti poguban eksperiment s nepoznatim konačnim učincima, kako na izvozne performanse Hrvatske, tako i na financijsku stabilnost zemlje
- ❑ negativne posljedice (očekivanja, inflacija)
- ❑ pitanje povjerenja u novi monetarni režim (ciljana razina može se mijenjati, zašto sutra ne bi bilo 5% ili 10%!)

# Važnost strukture gospodarstva za dinamiku BDP-a

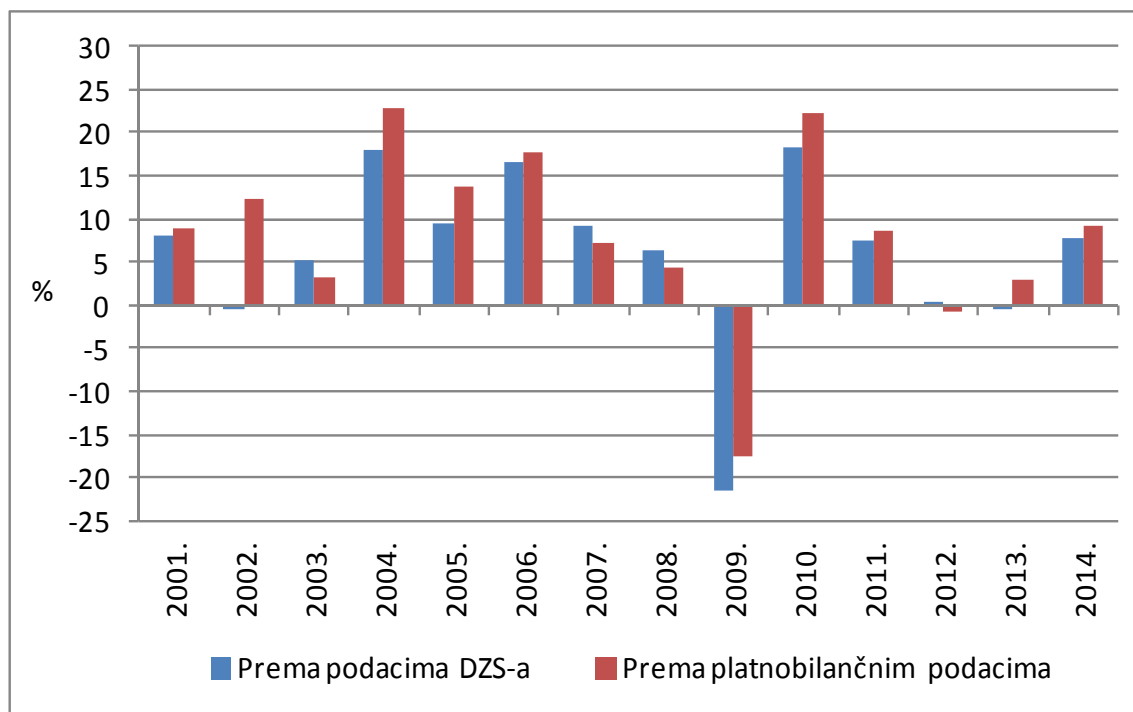


Napomena: Plavom linijom prikazana su ostvarenja rasta realnog BDP-a RH, crvenom linijom dinamika rasta uz slovenske udjele izvoza i uvoza u BDP-u, a zelenom uz slovačke udjele izvoza i uvoza u BDP-u.

Izvor: DZS; procjene HNB-a

# Dinamika robnog izvoza RH

Godišnje stope rasta robnog izvoza prema podacima DZS-a i platnobilančnim podacima



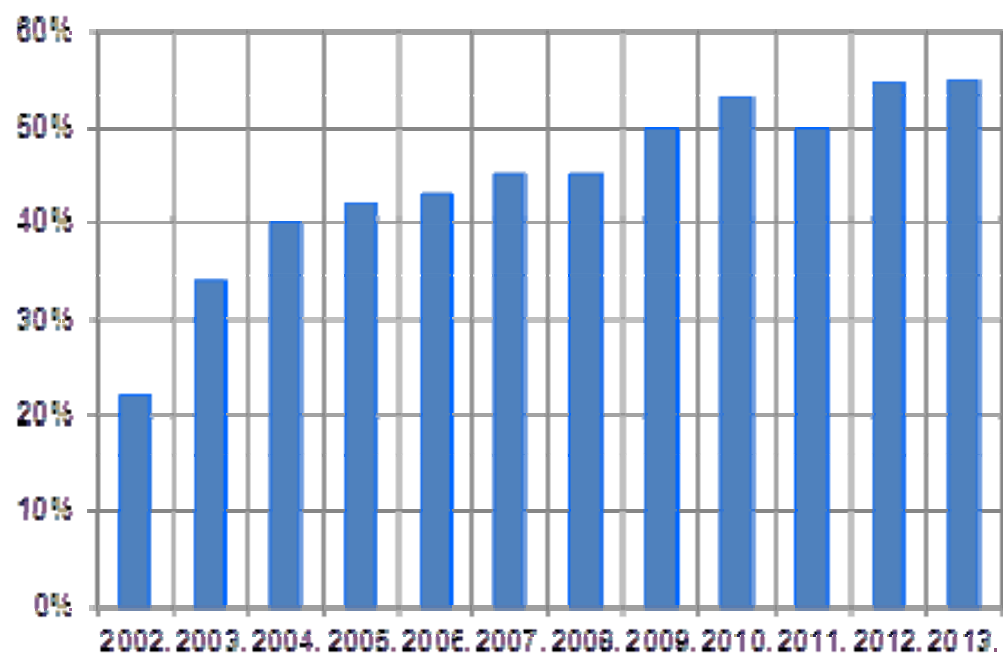
Napomena: Podaci DZS-a o robnom izvozu se za potrebe sastavljanja platne bilance, između ostaloga, umanjuju za oplemenjivanje. Također, platnobilančni podaci uključuju prilagodbe za obuhvat.

Izvori: DZS; HNB

# Važnost inozemnih izravnih ulaganja za izvoz (1)

---

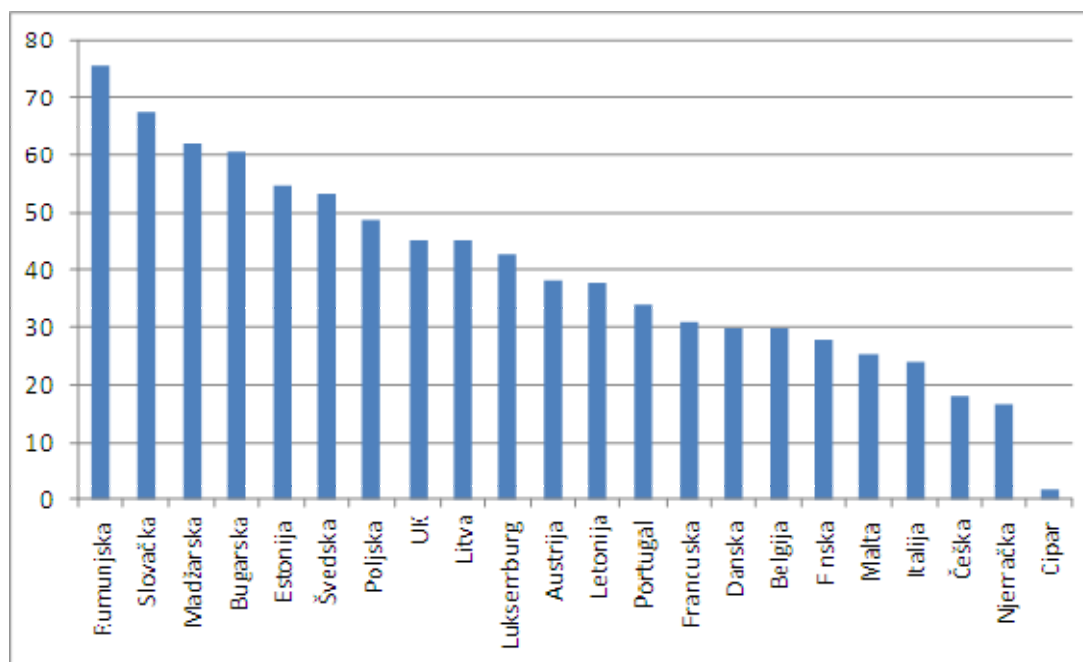
Udio izvoza FDI poduzeća u % ukupnog hrvatskog izvoza



Izvori: FINA za podatke do 2010., kasnije DZS i HNB

# Važnost inozemnih izravnih ulaganja za izvoz (2)

Udio izvoza inozemno kontroliranih poduzeća u % ukupnog izvoza zemalja EU

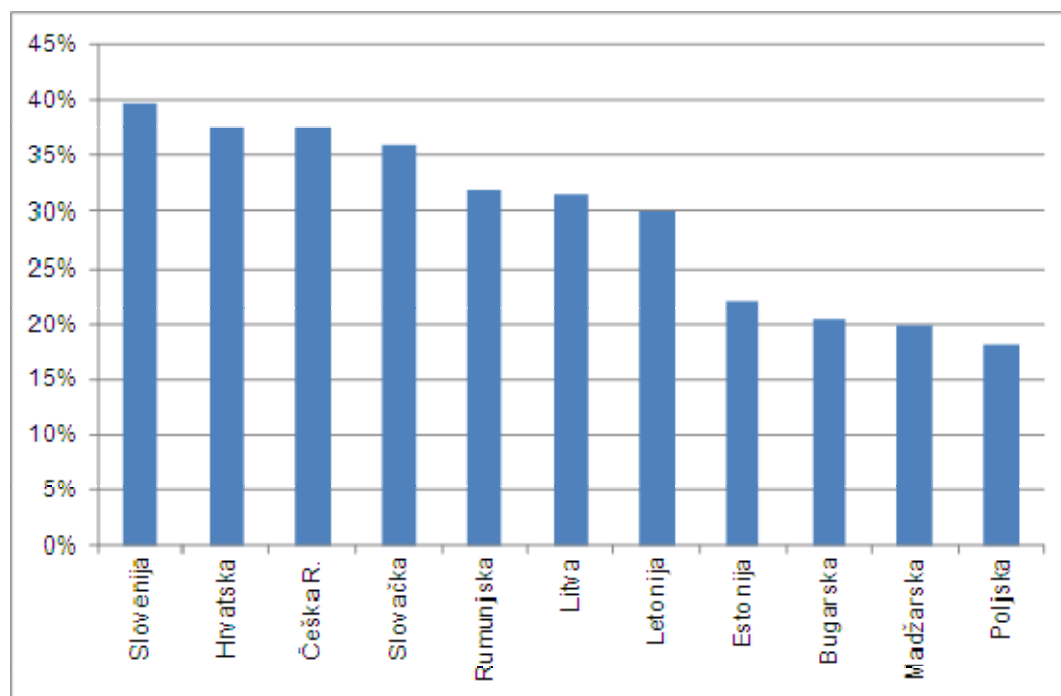


Izvor: Eurostat

# Važnost inozemnih izravnih ulaganja za izvoz

---

Udio izvoza poduzeća u domaćem vlasništvu u % ukupnog izvoza



Izvor: BEEPS