



## MAKROEKONOMSKE NERAVNOTEŽE HRVATSKE ZAHTIJEVAJU AKTIVNU MONETARNU POLITIKU I KONTROLIRANU TEČAJNU PRILAGODBU

Proteklih desetak godina izvoznici su uvjeravani da će ulaskom Hrvatske u Europsku uniju domaće gospodarstvo i poslovni sektor ostvariti koristi većeg tržišta, niže cijene kapitala, niže premije rizika i boljih uvjeta poslovanja; da će nedugo nakon toga (kroz tri do četiri godine nakon ulaska u EU) Hrvatska ući u valutnu uniju i uvesti euro kao domaću valutu. Izvoznici su stoga prihvaćali objašnjenje da je u razdoblju do tada potrebno ostvarivati stabilan devizni tečaj, posebice radi održavanja niske inflacije (pa makar i uz cijenu uvoza jeftinije strane robe). Uvjeravani su da se isto tako ponašanju i druge članice EU koje još nisu uvele euro, iako su već u početnim godinama krize mnoge od njih tolerirale znatno veći stupanj deprecijacije valute nego što je slučaj u Hrvatskoj.

Danas je izgledno da Hrvatska još dugi niz godina (deset godina pa i duže) neće moći uvesti euro redovnim putem, niti koristiti pogodnosti monetarne politike Europske središnje banke, uključujući i nižu cijenu financiranja domaćih poduzetnika. (Cijena zaduživanja za domaća poduzeća i izvoznike nije se smanjila zbog ulaska u Europsku uniju, nego zbog globalnih tržišnih kretanja, dok se zbog kumuliranih makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj, premija rizika pri zaduživanju kreće na relativno visokoj razini i za vrlo uspješna domaća poduzeća.) Izvoznici su godinama tolerirali stanje snažnog inozemnog zaduživanja svih drugih domaćih sektora i visokog priljeva deviza koji je u pretkriznom razdoblju stvarao snažne aprecijacijske pritiske, a središnja banka ih je tek dijelom korigirala kroz devizne intervencije. Pretrpjeli su značajni gubitak konkurentnosti na svjetskim tržištima posljednjih deset godina, gubitak dijela tržišta CEFTA-a nakon ulaska u EU, a kontinuirano snose teret negativnih posljedica neprovođenja strukturnih reformi koje bi smanjile trošak proizvodnje u Hrvatskoj te visoka porezna, socijalna i parafiskalna davanja koje snose poduzetnici. **Sada je više nego jasno da su dugogodišnja obećanja o provođenju reformi i stvaranju uvjeta za uvođenje eura bila 'bajka'; da je Hrvatska postala uvozno zavisno gospodarstvo u kojem izumiru poljoprivreda i proizvodnja, a nestajanjem baze ekonomije postaju upitne mogućnosti opstanka i svih drugih djelatnosti.** Situacija izvoznika je sve lošija iz godine u godinu pa je pitanje koliko će domaćih proizvođača i izvoznika opstati u narednom razdoblju, posebice zbog sve snažnije konkurencije na europskim tržištima vezano uz nemogućnost plasmana europskih izvoznika na rusko tržište, što hrvatske izvoznike ali i sve domaće proizvođače izlaže snažnoj konkurenciji dampinških cijena u ponudi robe inozemnih ponuđača, a zbog visokog uvoza ozbiljno ugrožava proizvodnju i zaposlenost u Hrvatskoj.

### 1. Makroekonomske neravnoteže Hrvatske

Hrvatska ekonomija suočena je s ozbiljnim makroekonomskim neravnotežama, uključujući:

- 1) neodrživ javni dug praćen pretjeranim budžetskim deficitom;
- 2) pretjeranu negativnu neto međunarodnu investicijsku poziciju i kumuliran ogroman inozemni dug svih sektora (na razini preko 100% BDP-a te preko 240% izvoza roba i usluga);
- 3) **snažan pad udjela u svjetskom izvozu (preko 20% u posljednjih pet godina)** i nizak udio izvoza u BDP-u zbog niske međunarodne konkurentnosti; te
- 4) visoku stopu nezaposlenosti s posebno istaknutim problemom nezaposlenosti mladih i niskokvalificiranih osoba.

U pretkriznom razdoblju dodatno su bile izražene i druge makroekonomske neravnoteže među kojima se mogu izdvojiti: visok rast kredita privatnom sektoru (posebno sektoru kućanstva), rast obveza financijskog sektora, rast cijena stambenih nekretnina, rast jediničnih troškova rada te posebno problematičan visok deficit u vanjskotrgovinskoj razmjeni, odnosno deficit tekućeg računa bilance plaćanja, a sve zajedno praćeno aprecijacijskim pritiscima kako u terminima nominalnog deviznog tečaja, tako još izraženije u terminima realnog i realnog efektivnog tečaja. **Sve navedeno predstavlja faktore čiji negativni učinci i danas ograničavaju ekonomski prosperitet.** Dugogodišnja recesija, uz popratni razvoj unutarnje dužničko-vjeroničke krize, stoga ima ne samo ciklički već i strukturni karakter, dok se **strukturni problemi dijelom javljaju kao uzrok, a dijelom kao posljedica više od jednog desetljeća prisutnih makroekonomskih neravnoteža.**



Otklanjanje spomenutih neravnoteža traži duboke strukturne promjene, a u kratkom i srednjem roku moguće je jedino strateška orijentacija na jačanje onih aktivnosti koje imaju pozitivne efekte na rast BDP-a, što na prvom mjestu znači jačanje pozicije postojeće proizvodnje i izvoza uz smanjenje uvoza roba i usluga. Nužne su veće investicije u poslovne projekte koje će stvarati novostvorenu vrijednost veću od prosjeka Hrvatske, koji će biti izvozno orijentirani, a domaćom proizvodnjom pridonijeti supstituciji uvoza, smanjenu uvozne zavisnosti cijelog gospodarstva (što je u ekonomskim terminima pitanje nacionalne sigurnosti) i omogućiti otvaranje novih radnih mjesta, **vođeci računa o izgradnji socijalnog tržišnog gospodarstva koje uređenim sustavom podržava tržišne slobode i konkurenciju** (slobodno tržišno natjecanje u cilju efikasne alokacije resursa), **ali pri tome jasno definira kvantitativne i kvalitativne kriterije usmjerenosti na interese dugoročnog razvoja zemlje i stvaranje novih vrijednosti.**

Nasuprot tome, hrvatska realnost je sve suprotno. Sustav potiče uvoz i potrošnju uz niske multiplikativne efekte na budući ekonomski rast. Na domaćem tržištu sve više je zastupljena roba niže kvalitete koja dolazi iz uvoza, dok konkurencija stranih ponuđača prisiljava i domaća poduzeća na smanjenje kvalitete svojih proizvoda kako bi cjenovno mogli konkurirati. Već godinama dolazi do izražaja uvoz jeftinijih sirovina i poluproizvoda za koje u Hrvatskoj postoje svi prirodni uvjeti izvora za domaću proizvodnju i stvaranje lanca dodane vrijednosti od domaće poljoprivrede i stočarstva do pratećih industrija te turizma i trgovine. **U sustavu nisu dovoljno razvijene kvantitativne i kvalitativne politike koje stimuliraju poželjna domaća i strana ulaganja, odnosno mogućnost plasmana određene robe na domaće tržište**, a kakve uvelike koriste razvijene članice EU pri javnim natjecanjima i drugim situacijama, gdje se jasno definiraju **omjeri cjenovne konkurencije i kvalitativnih obilježja** (tehnički i kvalitativni viši standardi, kvaliteta i sigurnost upotrebe proizvoda u cilju zaštite potrošača, bonitet ponuđača i njegovo operativno radno iskustvo, spremnost ponuđača na kooperaciju i inovativnost njegovih proizvoda, zaštita okoliša, sigurnost na radu pa čak i nutritivni sastav proizvoda i tradicijske vrijednosti potreba potrošača iz određenih krajeva), **npr. u odnosu 60% za cjenovna i 40% za kvalitativna obilježja pri kumuliranju ukupnih mogućih bodova za prihvaćanje ponude svakog ponuđača.**

Umjesto toga u Hrvatskoj je naglasak primarno na cjenovnoj konkurentnosti, dok je posve jasno da poduzeća u malim i otvorenim zemljama kao što je Hrvatska imaju manju mogućnost korištenja prednosti ekonomije obujma i nižih operativnih troškova, a time i nižu sposobnost cjenovne konkurencije **stranim velikim proizvođačima koji dolaze iz velikih sustava te niskom cijenom istiskuju s tržišta domaće proizvođače, a kada ih jednom 'istisnu' praktično u uvjetima izostanka konkurencije dobivaju mogućnost samovoljnog određivanja cijena i kvalitete proizvoda za hrvatsko tržište.**

Zanemarena domaća poljoprivreda i industrija, uz uvoznju zavisnost hrvatskog gospodarstva i nedovoljno konkurentan izvoz već godinama dugoročno ugrožavaju ekonomski rast i budućnost zemlje. Nove investicije ograničava nepovoljno poslovno okruženje koje nije samo rezultat dugogodišnje recesije i općeg (globalnog) stanja neizvjesnosti, nego i posljedica brojnih strukturnih slabosti hrvatskog gospodarstva koje se posljedično odražavaju kako na ekonomsku stagnaciju tako i na neodržive javne financije i ukupne makroekonomske neravnoteže. **Sustav zahtjeva značajne strukturne promjene** koje će ukloniti barijere domaćih i stranih ulaganja, povećati sigurnost ugovora i naplate vjerovnika, povećati kontrolu korištenja subvencija uz njihovo smanjenje ali veće preusmjerenje prema izvoznima i tehnološkom razvoju te olakšati poslovanje poduzetnika i smanjiti rigidnost tržišta rada. Međutim, **traži i aktiviranje kanala ekonomskih politika, uključujući monetarnu i tečajnu politiku, a tim više što su kapaciteti fiskalne politike istrošeni i limitirani nužnošću smanjenja javnih rashoda i javnog duga, dok je porezna presija već danas na razini koja destimulira i potrošnju i investicije.**

Istodobno, zbog malog domaćeg tržišta i niske kupovne moći ograničena je mogućnost povećanja doprinosa domaće potražnje rastu BDP-a. Povećanje izvoza roba i usluga, supstitucija uvoza domaćom proizvodnjom (veća potrošnja domaćih proizvoda i usluga stimulirana vaučerima, tečajem i hrabrenjem ekonomskog patriotizma), odnosno **suficit na tekućem računu bilance plaćanja stoga je jedini faktor koji može pridonijeti većem i održivom ekonomskom rastu, povećanju zaposlenosti, kao i stabiliziranju neravnoteže mjerene negativnom neto međunarodnom investicijskom pozicijom.** (U



tom kontekstu treba promatrati namjeru budućeg povećanja energetske neovisnosti Hrvatske i investicije koje su s tim u svezi planirane, ali i neto tokove dohotka u zemlji i prema inozemstvu koji će kasnije uslijediti.) Namjera monetarne i ukupne ekonomske politike stoga treba biti **dostizanje i kontinuirano održavanje suficita na tekućem računu bilance plaćanja (prvenstveno u vanjskotrgovinskoj razmjeni) u narednim godinama u razmjeru 4 posto BDP-a, koristeći pri tome sve dostupne kanale mogućeg povećanja konkurentnosti domaće proizvodnje.** Konkurentnost izvoza i domaće proizvodnje ne ovisi samo o uspješnosti menadžmenta poduzeća, tehnološkoj produktivnosti i prilikama na domaćem i stranim tržištima (roba, rada i kapitala), već uvelike ovisi o općem ambijentu **uvjeta poslovanja koje u svakoj zemlji pojedinačno kreira država kroz zakonsku regulativu, norme i funkcioniranje institucija**, ali na koje djeluju i **monetarna i fiskalna politika s direktnim ili indirektnim učincima na kretanje deviznog tečaja, kamatnjaka, inflacije, dostupnosti kredita, poreznog tereta i niz drugih ekonomskih varijabla.**

Od 2000. do 2007. Hrvatska je ostvarivala relativno veće stope rasta realnog BDP-a, ali uz razvoj atipičnog gospodarskog modela temeljenog na potrošnji, uvozu, trgovini, tržištu nekretnina, zaduživanju i inozemnom financiranju, a sve zajedno popraćeno i povezano s tržišnim učincima i tolerancijom prema jakoj domaćoj valuti te stvaranju dužničke ovisnosti o stranom kapitalu. Propusti ekonomskih politika i sve slabosti sustava došle su do izražaja u kriznim godinama, a pokazuju ih i usporedbe s drugim europskim tržištima u nastajanju poput Poljske, Slovačke, Rumunjske, Češke i brojnih drugih, koji su posljednjih deset godina zabilježili znatno veće prosječne stope rasta realnog BDP-a u odnosu na Hrvatsku te su i u pretkriznom razdoblju imali znatno veći udio industrije u dodanoj vrijednosti, daleko bolje pokazatelje relativne konkurentnosti izvoza i rasta udjela u svjetskom izvozu, bolje pokazatelja bruto investicija u prerađivačkoj industriji, ali istodobno i znatno niže bruto investicije u građevinarstvu (sektor nekretnina) na koje se (uz snažnu kreditnu podršku domaćih i inozemnih banaka) u pretkriznom razdoblju ekstremno orijentirala Hrvatska.

Podaci o **strukturi inozemnih izravnih ulaganja** u Hrvatsku od 1993. do 2014., pokazuju da ona **nisu bila usmjerena u izvozno orijentirane industrijske djelatnosti**, nego u financijsko posredovanje, trgovinu, telekomunikacije, nekretnine ... , sa snažnim učincima na rast uvoza i produbljivanje brojnih drugih makroekonomskih neravnoteža. Objašnjenje takvih kretanja najčešće se nalazi u:

- 1) nedovoljnim kapacitetima za održiv rast i
- 2) dugogodišnjim **strukturnim slabostima Hrvatske**, uključujući pretjeranu birokratiziranost i normiranost sustava, malo tržište, demografsko starenje i nisku stopu aktivnosti radne snage, visoke troškove rada (bruto 1 i bruto 2 koji snose poslodavci), visok porezni teret koji poglavito snose građani, poreznu i pravnu nesigurnost i nezaštićenost vjerovnika, orijentiranost države na PDV kao najvažniji izvor javnih prihoda uz koje rast uvoza i potrošnje (financirane u značajnoj mjeri zaduživanjem) ima pozitivne efekte na punjenje proračuna neovisno o svim drugim nepovoljnim makroekonomskim podacima.

No, isto tako se može postaviti pitanje: koliko su **izostanku izvozno orijentiranih inozemnih izravnih ulaganja** pridonijeli:

- 3) ovisnost monetarno-kreditnih kanala o inozemnom zaduživanju uz emisiju domaće valute uz stopostotno pokriće u devizama (sustav tzv. kvazi valutnog odbora) i
- 4) **jaka domaća valuta** (na koju djeluju kako tržišni faktori neto-priljeva stranog kapitala i deviza, ali i devizne intervencije središnje banke u cilj sprječavanja deprecijacije, posebice od 2009. do danas) **koja destimulira izvoz i potiče uvoz, a u terminima protuvrijednosti u eurima čini visokima ukupne troškove rada i proizvodnje u Hrvatskoj.**

Dugogodišnjem stvaranju makroekonomskih neravnoteža (vezanih uz bilancu plaćanja, tržište nekretnina, nedostatak pozitivnih multiplikativnih učinaka na rast BDP-a i druge) pridonosile su sektorske i namjenske strukture kredita banaka u Hrvatskoj do 2008. koje su favorizirale kreditiranje stanovništva (u novijoj povijesti dominantno države) i indirektno poticale rast uvoza, potrošnje i rasta cijena nekretnina, a



zanemarivale potrebu povoljnog i dostupnog financiranja domaćih poduzeća u izvozno orijentiranim aktivnostima (industriji, poljoprivredi, turizmu, prijevozu ....), kao i nužnost dugoročnog kreditiranja kupaca u inozemstvu (15 do 25 godina, što je uz državna jamstava uobičajena praksa u razvijenim zemljama) kako domaći proizvođači kapitalne opreme velike vrijednosti ne bi na svjetskom tržištu bili u lošijoj poziciji od konkurencije. To je između ostalog jedan od razloga **važnosti povećanja temeljnog kapitala HBOR-a** te općenito jačanja uloge HBOR-a i HAMAG-a te njihovih programa za izvozno-orijentirana poduzeća, kao i razvoj malog i srednjeg poduzetništva kao prirodne baze za razvoj inovativnih i tehnološki orijentiranih novih proizvoda.

## 2. Pitanje deviznog tečaja

U stanju nedostupnosti povoljnih uvjeta financiranja na domaćem tržištu, odnosno nižih kamatnih troškova i dostupnijih mogućnosti financiranja u inozemstvu, poslovni sektor dominantno se financira kod stranih kreditora sa svim posljedičnim efektima na jačanje domaće valute i rast inozemnog duga RH zbog čega su gotovo **sva pa i izvozno orijentirana poduzeća danas značajno ovisna o stabilnosti tečaja**. Pri tome dodatni problem predstavlja valutna klauzula u domaćim kreditima poduzećima (od kojih većina nema izvozne prihode) i stanovništvu - koji su stoga visoko zainteresirani za održavanje jake valute, ali ne razmišlja o konkurentnosti gospodarstva i posljedicama na buduće dohotke.

Kao rezultat svih nabrojanih problema i međuuzročnosti, **cijelo hrvatsko gospodarstvo je u zamci makroekonomskih neravnoteža koje su iz razdoblja u razdoblje sve veće i teže**. Pri tome poseban problem predstavlja činjenica da su inozemni dug u značajnoj mjeri kumulirali država i poduzeća koja nemaju devizne izvozne prihode, koji su neto-uvoznici ili ne sudjeluju u međunarodnoj razmjeni, što postavlja pitanje kvalitete izvora kumuliranja međunarodnih pričuva RH (praktično su dominantno kumulirane iz inozemnog zaduživanja) te sposobnosti ekonomskog sustava da bez novog inozemnog zaduživanja servisira dug prema inozemstvu (glavnice i kamate), ali i ogroman javni dug. **Nositelji monetarne i ukupne ekonomske politike stoga konačno trebaju prihvatiti činjenicu da su devizni priljevi od izvoza jedini zdravi temelj kumuliranja međunarodnih pričuva zemlje i sposobnosti dugoročnog održavanja stabilnosti deviznog tečaja, kao i stvaranja kapaciteta za ekonomski rast kako bi teret inozemnog duga i javnog duga bio manji.**

Hrvatska je platila visoku cijenu prilagodbe za ulazak u Europsku uniju kroz relativno naglu liberalizaciju međunarodnih tokova roba i kapitala (započetu krajem 90-ih), uz istodobnu nemogućnost korištenja administrativnih instrumenata i mjera kojima bi se izbjegli njihovi nepovoljni učinci barem do trenutka dok se ne provedu potrebne strukturne promjene - kako bi veća uključenost u međunarodne tokove postala prednost a ne šteta. Međutim, uz dugogodišnji i duboko ukorijenjen otpor javnosti prema strukturnim promjenama, restrukturiranju i provedbi interne devalvacije, uz visoku pregovaračku moć sindikata, udruga građana, uvoznika, banaka i drugih interesnih skupina, kao i populizam u ekonomskim politikama (kako u fiskalnoj kroz visoke javne rashode, tako i u monetarnoj politici po pitanju konsenzusa o stabilnosti tečaja), **pitanje je da li se strukturne reforme uopće mogu provesti, a ako se i provedu njihovi rezultati bit će vidljivi kroz pet i više godina, što za mnoga poduzeća, izvoznike, zaposlenost i ukupno gospodarstvo može biti prekasno.**

**Veća monetarno-kreditna ekspanzija, niži kamatnjaci** (niža cijena pribave kapitala na domaćem tržištu) **i tolerancija prema nešto slabijoj domaćoj valuti - izostanak deviznih intervencija HNB-a kojima se sprječava tržišna/ prirodna deprecijacija**, zasigurno su manje popularna i za financijsku stabilnost više rizična rješenja, **ali su s druge strane jedina dostupna rješenja povećanja konkurentnosti domaćeg gospodarstva (izvoza i proizvodnje) koja se mogu provesti u kratkom i srednjem roku**. Osim toga svi dužnici i vjerovnici čije su obveze i potraživanja denominirani u stranoj valuti ugovorno su prihvatili valutni (tečajni - tržišni) rizik i posljedice koje on donosi na njihove neto prihode i primitke, odnosno vrednovanje pozicija bilanci (poduzeća, banaka i drugih).

Iz postojeće vremenske točke gledišta **prilično je upitno kada će i da li će Hrvatska ispuniti uvjete za uvođenje eura** i to, kako zbog fiskalnih neravnoteža (prekomjerni budžetski deficit i javni dug), tako i zbog ozbiljnih makroekonomskih neravnoteža, što razumnim čini promišljanje i o deviznom tečaju i



nužnosti **veće afirmacije aktivne monetarne politike u svrhu povećanja konkurentnosti gospodarstva i lakšeg savladavanja spomenutih neravnoteža**. Za članice EU koje nisu uvele euro smatra se prihvatljivom daleko veća promjenjivost realnog efektivnog tečaja (npr. +/- 11% u tri godine prema Proceduri za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža, MIP), a **HNB se formalno nije niti obvezao braniti tečaj** (ni nominalni, ni realni, ni efektivni), iako je opće poznato da to praktično radi kroz devizne intervencije i sve druge instrumente monetarne i makroprudencijalne politike. Rezultat takvog okruženja je da su ekonomski subjekti usidрили svoja očekivanja na stabilnost nominalnog tečaja (u terminima valutnog para kuna/euro) kao da je Hrvatska dio eurozone ili će to uskoro postati. S druge strane, **Hrvatska i dalje ima mogućnost korištenja samostalne i aktivne monetarne politike sukladno ovlastima i neovisnosti koje HNB ima po zakonu, ostvarujući svoj osnovni formalno zacrtani cilj stabilnosti cijena** (niske inflacije, ali ne i deflacije), **'djelujući u skladu s načelom otvorenog tržišnog gospodarstva, slobodne konkurencije i dajući prednost učinkovitoj raspodjeli sredstava'**.

S obzirom da su domaći krediti građanima, poduzećima i državi u značajnoj mjeri odobreni s valutnom klauzulom, dok zbog uvozne zavisnosti ekonomije stabilnost cijena uvelike ovisi o stabilnosti deviznog tečaja (očuvanju jake domaće valute), jasno je da monetarna politika ima uzak manevarski prostor za toleranciju prema većoj deprecijaciji domaće valute, kao i ekspanzivnijem korištenju kanala primarne emisije bez osiguranja istodobnih izvora pribave deviza u sustav (a upravo to mogu biti **potraživanja od izvoza korištena kao kolateral u primarnoj i sekundarnoj emisiji novca**). Zbog valutno inducirano kreditnog rizika banka, ukupna financijska stabilnost (primarno stabilnost bankovnog sustava) ovisi o stabilnosti tečaja, dok je administrativna provedba deeuroizacije sustava (npr. ukidanjem valutne klauzule) rizičan potez sve dok se ne promjeni valutna struktura štednje (ako je to uopće moguće), uz veću afirmaciju domaće valute u svim funkcijama novca. Međutim, **ekonomski gledano rizičan potez su i devizne intervencije 'umjetnog' održavanja tečaj kune za euro na razini koja dugoročno i kontinuirano destimulira izvoz i doprinosi rastu uvoza, stvara uvoznju zavisnost i istiskuje domaću poljoprivredu i proizvodnju te obeshrabruje nove investicije i tehnološki napredak**, dok je pitanje vremena kada će se **u kombinaciji s visokim poreznim teretom nepovoljni učinci tečaja odraziti i na turizam i brojne druge djelatnosti s većom dodanom vrijednošću (IT sektor) koje se intenzivnije razvijaju u Hrvatskoj posljednjih godina**.

Sve navedeno indirektno nepovoljno utječe i na strukturu zaposlenih i promjenu obrazovne strukture potencijalne radne snage (radnih vještina mladih) koja se dominantno opredjeljuje za obrazovanje u društvenim znanostima i za zapošljavanje u javnom sektoru i administrativnim poslovima (pridonoseći problemu nezaposlenosti sa strukturnim obilježjima), čime se stvaraju dugoročni nepovoljni učinci na potencijale za rast domaće poljoprivrede i industrije, budući izvoz, a učinci su i daleko širi uključujući unutarnje migracije stanovništva (prema velikim gradovima i Zagrebu kao središtu), iseljavanje mladih i obrazovanih osoba u inozemstvo (gubitak ljudskog kapitala) i negativne posljedice na regionalni razvoj (ekonomsku, socijalnu i financijsku isključenost pojedinih poljoprivredno i industrijski orijentiranih, a danas siromašnih dijelova Hrvatske).

### 3. Monetarno-kreditni kanali i uloga monetarne politike

Na nužnost razumnog promišljanja o spomenutim pitanjima ukazuju i **ciljevi Europske unije** - pa tako i svake članice EU, koji se odnose i na ekonomske politike koje se u njima provode (ciljajući konkretno na monetarnu politiku): „ona (Unija) 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.“

**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 uvjet za dugoročno očuvanje financijske stabilnosti. Uzimajući sve navedeno u obzir, **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, a u čemu posebnu važnost ima dostupnost povoljnih uvjeta financiranja na domaćem tržištu za domaća poduzeća, izvoznike, državu i građane - kako oni ne bi bili dominantno ovisni o ponašanju interesnih skupina iz inozemstva i kako hrvatski dužnici ne bi plaćali vrlo visoku cijenu novca i kapitala u razdoblju kada u brojnim zemljama postoje vrlo niski pa i negativni kamatnjaci.

**Tome treba biti podređeno i pitanje deviznog tečaja** i njegove korekcije u mjeri koja pretjerano ne ugrožava cjenovnu i financijsku stabilnost (odnosno teret otplate duga denominiranog u stranim valutama i kvalitetu aktive banaka), a ima pozitivne učinke na rast neto-izvoza, očuvanje i povećanje domaće proizvodne baze te ne dovodi u pitanje egzistenciju preživjelih izvoznika. **Kontrolirana deprecijacija kune u razmjeru 2% godišnje, odnosno ukupno do 10% u narednih pet godina** (što znači dvostruko veći intenzitet deprecijacije kune nego u proteklih pet godina) relativno je održiva za financijsku stabilnost, sposobnost otplate inozemnog i domaćeg duga države, poduzeća i banaka te sprječavanje pretjeranog rasta uvoznih cijena inputa i gotovih proizvoda (barem do trenutka dok se ne osnaže kapaciteti za supstituciju uvoza domaćom proizvodnjom). **Osim toga deprecijacijski efekti na teret otplate domaćeg duga denominiranog u stranoj valuti mogu se** (uz ionako visoku likvidnost bankovnog sustava koju podržava politika HNB-a, ali likvidnost ostaje 'zarobljena' u bankovnom sustavu) **dijelom kompenzirati nižim kamatnim stopama na kredite banaka na domaćem tržištu, što bi trebala biti uloga ne samo monetarne politike, nego i interes banaka radi:**

- 1) **povećanja novih plasmana odobrenih privatnom sektoru** (povećanja potražnje za kreditima za što je nužan daljnji pad kamatnjaka na kredite),
- 2) **povećanja realne količine novca u optjecaju** (u svrhu poticanja gospodarskog rasta i kako bi se mogle otplatiti glavnice i kamate postojećih kredita, pri čemu su banke osnovni kanal kojim novac dolazi u optjecaj), kao i
- 3) **s obzirom na visoke iznose potraživanja banaka koja će banke teže naplati ukoliko hrvatsko gospodarstvo nastavi stagnirati bez potencijala za veći ekonomski rast.**

Uz postojeći instrumentarij monetarne politike HNB-a, navedeno traži i određenu nadogradnju kroz **vrlo povoljne i dugoročnije kredite bankama koje su spremne uz niže kamatne stope povećati kredite domaćim poduzećima, poglavito izvoznicima**, ali i građanima (radi oživljavanja domaćeg tržišta nekretnina); aktiviranje izravnih i repo operacija na otvorenom tržištu uz širi repertoar prihvatljivih vrijednosnica i potraživanja te druge tržišne i selektivne instrumente pribave jeftinih novih izvora likvidnosti banaka (kao alternative smanjenju obvezne rezerve kroz vraćanje bankama njihovih vlastitih rezervi koje drže na primljene depozite), a po potrebi traži i **određene sporazume s bankama**, ali bez daljnjeg smanjenja stope obvezne rezerve kako bi se, u uvjetima kumuliranih makroekonomskih neravnoteža i potrebe za ulaskom veće količine novca u realni sektor, spriječio odljev kapitala banaka u inozemstvo. **Pored sveg navedenog, nižim kamatnjacima na kredite banka u Hrvatskoj trebalo bi pridonijeti i globalno okruženje pada percepcije rizičnosti te prelijevanje učinka likvidnost kvantitativnog labavljenja u praksi ECB-a** koje bi, kao što je najavljeno, trebalo biti aktualno do rujna 2016., a utječe na cijenu pribave likvidnosti matica hrvatskih banaka u većinskom stranom vlasništvu, može biti opravdanje za daljnji pad kamatnjaka na domaće depozite te po **potrebi daje priliku i samoj središnjoj banci da se povoljno inozemno zaduži na euro-tržištu i u nastavku selektivno namjenski usmjerava kvalitetno korištenje i učinkovitu alokaciju sredstava inozemnog zaduživanja**. Pri tome jasno treba voditi računa da prilika korištenja potencijala za niže kamatnjake i kontroliranu deprecijaciju kune neće trajati dugo, odnosno može se očekivati kroz narednih jednu do dvije godine.

S druge strane ako hrvatska središnja banka ocjenjuje da zbog tolerancije prema većoj deprecijaciji postoji rizik za financijsku stabilnost zemlje, u tom slučaju primjereno je privremeno zaključiti stand-by aranžman s MMF-om ili ECB-om, odnosno uz njihovu pomoć provoditi reforme za ispravljanje tečajnih, kamatnih, strukturnih, fiskalnih i ukupnih makroekonomskih neravnoteža. Tim više što stanje ogromnih makroekonomskih neravnoteža Hrvatske nije samo posljedica propusta domaćih ekonomskih politika, strukturnih problema te pretjerane sklonosti hrvatske javnosti ka zaduživanju i većem rastu životnog standarda (plaće, zdravstvene usluge, socijalne država) u odnosu na kretanje ključnih ekonomskih pokazatelja, nego je i posljedica globalne prakse liberalizacije međunarodnih tokova roba i kapitala te



interesnog ponašanja kreditora iz inozemstva (poglavito iz razvijenih članica Europske unije) koji su u relativno kratkom roku omogućili snažnu monetarno-kreditnu ekspanziju (i rast cijena imovine i životnih troškova u Hrvatskoj) u pretkriznom razdoblju, a s druge strane (kroz nedovoljnu kreditnu aktivnost i visoke kamatnjake na kredite) sudjelovali u monetarno-kreditnoj redukciji u godinama recesije.

**Porast deviznog priljeva od izvoza roba i usluga jedini je zdravi temelj povećanja međunarodnih pričuva RH, a tome treba pridonijeti i monetarno-kreditna politika s obilježjima selektivnog djelovanja kroz definirana kvalitativna obilježja za sudjelovanje u aukcijama kreditne ili druge emisije primarnog novca** (kreacije nove kunske likvidnosti) kod kojih je potrebno posebno voditi računa o potrebama financiranja domaćih proizvodnih poduzeća (kao u slučaju obveznog upisa blagajničkih zapisa), **neto-izvoznika odnosno one proizvodnje koja može supstituirati uvoz i povećati zaposlenost, a omogućuje afirmaciju izvrsnosti i promicanje uspješnih.** Kroz uobičajene kanale monetarne komunikacije središnje banke s bankama i drugim financijskim institucijama, navedeno može uključiti primarnu emisiju na temelju:

- **otkupa potraživanja od izvoznog plasmana roba i usluga** (direktno ili posredstvom banaka, za solventna i perspektivna poduzeća) odnosno njihovo korištenje kao kolaterala u obratnim repo transakcijama (kako bi se u svojim kreditnim politikama i suradnji s gospodarstvom, banke više orijentirale na poduzeća izvoznike);
- **otkupa dugoročnih potraživanja za investicije u proizvodnji za izvoz**, odnosno tehnološki napredak i kvalitativna poboljšanja u poduzećima radi stjecanja referenci za izvoz;
- **provođenje transakcija otkupa deviza od banka uz definiranje kvalitativnih zahtjeva za sudjelovanje u aukcijama**, a kvalitativne zahtjeve definirati učešćem banaka u financiranju poduzeća i izvoznika;
- **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;
- **korištenja državne imovine** (nekretnina i druge) kao kolaterala za emisiju domaćeg novca posredstvom poslovnih banaka i uz reotkup kod središnje banke (umjesto toga pokriće primarnog novca već godinama čine devize izvorno pribavljene inozemnim zaduživanjem, a potom uložene u vrijednosnice tuđeg javnog duga denominiranog u EUR, USD ...);
- **aktiviranja izravnih operacija na otvorenom tržištu** s ciljevima povećanja optjecaja novca u realnom sektoru, razvoja domaćeg tržišta kapitala (osim banaka na 'otvoreno tržište' uključiti i nebankovne financijske institucije, te osim državnih vrijednosnica uključiti i kvalitetne vrijednosnice domaćih poduzeća) te veće afirmacije vlasničkog financiranja poduzeća radi smanjenja nepovoljnog omjera duga i kapitala poduzeća;
- **odnosno veće aktiviranje domaćeg kanala kamatnjaka, kanala bankovnih kredita i imovinskih kanala u transmisivskom djelovanju monetarne politike** kako bi domaća valuta bila ne samo sredstvo plaćanja, nego počela u većoj mjeri obavljati i ostale funkcije novca (sredstvo izražavanja duga, mjera vrijednosti, sredstvo štednje), a tim više što stanje fiskalnih i makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj dugoročno odgađa mogućnost uvođenja eura (kao domaće valute) redovnim putem.

Nasuprot svem navedenom, u domeni netržišnih mjera moguća je monetarna praksa korištenja posebnog **povlaštenog tečaj za neto-izvoznike (na teret neto-prihoda središnje banke iz upravljanja međunarodnim pričuvama)**, što zasigurno nije popularna ideja i nosi sa sobom rizik kritike krajnje netržišnog postupanja, ali je način kako osnažiti izvozni sektor bez da se kroz snažniju monetarnu ekspanziju i toleriranu kontroliranu deprecijaciju istodobno ugrožava teret otplate duga denominiranog u stranim valutama ili ugrozi pozicija uvozno orijentiranih poduzetnika u trgovini i drugim djelatnostima s visokom zaposlenošću. (Odnosno alternativa je zahtjevima za ukidanjem valutne klauzule i provođenjem deeuroizacije financijskog sustava.) **Međutim, poznato je da svako netržišno postupanje rezultira neravnotežama, a jedna od njih je i uplitanje monetarne vlasti na deviznom tržištu i umjetno održavanje stabilnosti deviznog tečaja, odnosno jake domaće valute, u uvjetima kada se od svih drugih tržišta traži veća fleksibilnost.**

**Prilika da se provedu mjere povećanja konkurentnosti izvoza kroz kontroliranu deprecijaciju i niže domaće kamatnjake trajat će još relativno kratko vrijeme**, a idu im u prilog tekuća deflacijska zbivanja (barem do sljedećeg vala rasta cijene nafte i energenata), niži troškovi financiranja u eurozoni (stanje nultih pa i negativnih kamatnjaka), mogućnost da se dio inozemnog duga dužnika refinancira po povoljnijim uvjetima, relativno bolji pokazatelji stabilnosti u domaćem bankovnom sektoru, zaustavljanje negativnog trenda kretanja u domaćoj ekonomiji, očekivanja većeg rasta eurozone i drugi faktori koji mogu pozitivno djelovati na rast ponude i potražnje za kreditima, odnosno ekonomski rast hrvatskog gospodarstva.

#### 4. Zaključno

U posljednjih nekoliko godina monetarna, fiskalna i druge ekonomske politike posvetile su puno pažnje u promišljanju rješavanja socijalnih pitanja, posebice problema dužnika s valutnom klauzulom (konkretno ponajviše dužnika s valutnom klauzulom u CHF) te uopće problema prezaduženih (i revoltiranih) građana Hrvatske. Sada, a posebno prije nego što krene novi val inozemnog zaduživanja s aprecijacijskim efektima na domaću valutu i daljnjim rastom neto-uvoza i istiskivanja domaće proizvodnje, **krajnje je vrijeme da se ekonomske politike ozbiljnije pozabave vapajem perspektivnih domaćih proizvođača neto izvoznika, jer o njima ovisi budući ekonomski rast i zaposlenost; da oni konačno prestanu biti žrtve atipičnog modela gospodarstva koji je u Hrvatskoj izgrađen posljednjih dvadeset godina** kada se veći dio ekonomije uglavnom fokusirao na prekomjernu potrošnju, prekomjerni uvoz i prekomjerno zaduživanje – produbljujući stanje makroekonomskih neravnoteža, a istodobno stvarao moralni pritisak na središnju banku da brani tečaj i jaku valutu – **držeci tako kao 'taoce' one grane i proizvodno-izvozničke aktivnosti o kojima ovisi ekonomija** (uključivo ogroman javni sektor) **i budućnost cijele zemlje. Krajnje je vrijeme da se teret dubioza prošlosti prestane stavljati na leđa onih (neto-izvoznika) koji jedini mogu izvesti Hrvatsku iz krize. U protivnom ćemo svi zajedno propasti.**