

# Utjecaj korona krize na hrvatsko gospodarstvo i monetarni sustav

---

Jukić, Zdeslav

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:994098>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-25**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - Smjer Financije**

**UTJECAJ KORONA KRIZE NA HRVATSKO  
GOSPODARSTVO I MONETARNI SUSTAV**

**Diplomski rad**

**Zdeslav Jukić**

**Zagreb, srpanj, 2023.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - Smjer Financije**

**UTJECAJ KORONA KRIZE NA HRVATSKO  
GOSPODARSTVO I MONETARNI SUSTAV**

**THE IMPACT OF CORONA CRISIS ON CROATIAN  
ECONOMY AND MONETARY SYSTEM**

**Diplomski rad**

**Zdeslav Jukić, 0066255306**

**Mentor: Prof. dr. sc. Marijana Ivanov**

**Zagreb, srpanj 2023.**

## SAŽETAK I KLJUČNE RIJEČI

U ovom diplomskom radu analizira se utjecaj globalno nastalog egzogenog šoka uzrokovanog virusom COVID – 19, danas poznatog kao korona kriza, na gospodarstvo i monetarni sustav Republike Hrvatske. Pored pokidanih dobavnih lanaca, apsolutnog i naglog zastoja u trgovinskoj razmjeni te razmjeni ljudskog kapitala, uz novonastalu ugrozu zdravlja i životnog standarda stanovništva, rizici za financijsku stabilnost i stabilnost deviznog tečaja bili su glavni izazovi pred kojim su se našle hrvatske monetarne i fiskalne vlasti. Kriza sa simultanom komponentom utjecaja na agregatnu ponudu i potražnju, prvi put je natjerala svjetske ekonomije na usklađivanje smjera monetarnih i fiskalnih odgovora, kako ne bi došlo do inverznog odgovora i osigurala se dovoljna razina kako globalne tako i lokalne likvidnosti.

Evidentiranje prve službeno zaražene osobe 2020. godine prouzročilo je velike efekte u izmjenim očekivanjima i proizvodnji straha kod stanovništva, gdje se prvi put u fokus opstanka stanovništva nije stavljala samo ekonomska komponenta opstanka i životnog standarda, nego očuvanje života stanovništva i smanjivanje smrtnih slučajeva.

Kako bi se minimizirao utjecaj na stabilnost monetarnog, odnosno financijskog sustava u cijelosti, Hrvatska narodna banka je djelovala putem raznih oblika monetarnih intervencija, korištenjem tradicionalnih ali i prvi put u povijesti hrvatskog gospodarstva netradicionalnim instrumentima monetarne politike, unutar kojih je svrha korištenja primarno bila očuvanje stabilnosti dugoročnih prinosa na državne obveznice, a time i stabilnosti portfeljnih ulaganja državnih mirovinskih i investicijskih fondova koji u strukturi svojih ulaganju u velikoj većini imaju državne vrijednosnice, ali i osiguravanje dovoljne razine likvidnosti bankarskom, privatnom te državnom sektoru, kako bi se stvorila podloga za minimizaciju kapitalnih gubitaka privatnih poduzeća ali maksimizacija osigurane razine likvidnosti državnog sektora u svrhu potpore stanovništvu te povećanju fiskalnih rasterećenja. Fiskalna politika poučena greškama iz globalne financijske krize, djelovala je sa glavnim ciljem očuvanja sigurnosti te životnog standarda stanovništva, omogućavajući razne fiskalne potpore fizičkim osobama kroz nekoliko iteracija novčane pomoći, privremeni otpis potraživanja države prema poduzećima najviše pogođenim korona krizom, te osiguravanja neprekidnih linija socijalne pomoći uz zadržavanje postojećeg broja osiguranika.

Svjetske ekonomije poput SAD, Japana, te zemlje sastavnice Eurosustava odnosno europske unije, kao predvodnice smjera te reakcija prethodnih kriza, reagirale su u ne toliko različitom opsegu u odnosu na Hrvatsku, naravno ukoliko se izuzme činjenica kako je volumen hrvatskog odgovora neusporediv sa navedenim zemljama, međutim u radu se stavlja fokus na primijenjene

instrumente te pravovremeni i pravovaljan fiskalni i monetarni odgovor, ovisno o veličini te stupnju razvijenosti ekonomija. Proučavanjem navedenog, da se zaključiti kako je reakcija hrvatskih monetarni i fiskalnih vlasti bila izuzetno racionalna te adekvatna. Uvođenjem novih praksi korištenja nekonvencionalnih instrumenata monetarne politike uz kohezijsku suradnju dvije glavne razine vlasti, monetarne i fiskalne, kojima je za glavni cilj očuvanje stabilnosti financijskog sektora i hrvatskog gospodarstva, utjecaj korona krize po stanovništvo i privatni sektor daleko je smanjen nego što se predviđalo kroz razne statističke projekcije.

**Ključne riječi:** korona kriza, kohezijsko djelovanje monetarne i fiskalne politike, Hrvatska narodna banka, nekonvencionalni instrumenti monetarne politike, COVID - 19

## **SUMMARY AND KEY WORDS**

This thesis analyzes the impact of the global exogenous shock caused by the COVID-19 virus, today known as the corona crisis, on the economy and monetary system of the Republic of Croatia. Besides broken supply chains, an absolute and sudden stoppage in trade and exchange of human capital, in addition to the emerging threat to the health and living standards of the population, risks for financial stability and the stability of the exchange rate were the main challenges faced by the Croatian monetary and fiscal authorities.

The crisis, with a simultaneous component of impact on aggregate supply and demand, for the first time has forced world economies into harmonizing the direction of monetary and fiscal responses, in order to avoid an inverse response and ensure a sufficient level of both global and local liquidity. With the notation of the first officially infected person in 2020, has caused great effects in changing expectations and creating fear among the population, where for the first time the focus of the population's survival was not only the economic component of survival and living standards, but the preservation of the population's life and the reduction of deaths.

In order to minimize the impact on the stability of the monetary and financial system as a whole, the Croatian National Bank acted through various forms of monetary intervention, using traditional, and for the first time in the history of the Croatian economy, non-traditional instruments of monetary policy, within which the purpose of use was primarily to preserve stability of the long-term yields on government bonds, and thus the stability of portfolio investments of state pension and investment funds, which in the structure of their investments in the vast majority have government securities, but also ensuring a sufficient level of liquidity to the banking, private and government sectors, in order to create a basis for minimizing capital losses of private companies, but the maximization of the secured level of liquidity of the state sector for the purpose of supporting the population and increasing fiscal relief. Fiscal policy, taught by the mistakes of the global financial crisis, acted with the main goal of preserving the safety and living standards of the population, enabling various fiscal supports for natural persons through several iterations of financial aid, temporary write-off of the state's claims against companies most affected by the corona crisis, and ensuring continuous lines of social assistance while retaining the existing number of insured persons.

World economies such as the USA, Japan, and other countries forming the Eurosystem, i.e. the European Union, as the leaders of the direction and reaction of previous crises, reacted to a not so different extent compared to Croatia, of course if we exclude the fact that the volume of the Croatian response is incomparable with the aforementioned countries, however, the paper

focuses on the applied instruments and the timely and valid fiscal and monetary response, depending on the size and degree of development of the economies. By studying the above, it can be concluded that the reaction of the Croatian monetary and fiscal authorities was extremely rational and adequate. By introducing new practices of using non-conventional instruments of monetary policy with the cohesive cooperation of the two main levels of government, monetary and fiscal, whose main goal is to preserve the stability of the financial sector and the Croatian economy, the impact of the corona crisis on the population and the private sector was much reduced than was predicted through various statistical projections.

**Key words:** corona crisis, cohesive action of monetary and fiscal policy, Croatian National Bank, unconventional instruments of monetary policy, COVID - 19

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski, odnosno doktorska disertacija isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student:

U Zagrebu, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

(potpis)

## STATEMENT OF ACADEMIC INTEGRITY

I declare and confirm with my signature that this master thesis, is exclusively the result of my own work, which is based on my research and relies on published literature, as shown by the notes and bibliography used. I declare that no part of the work was written in an illegal manner, that is, that it was copied from an uncited work, and that no part of the work violates anyone's copyright. I also declare that no part of the work has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

Student:

In Zagreb, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

(signature)



## SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b> .....	1
1.1. Predmet i ciljevi rada.....	1
1.2. Metode istraživanja i izvori podataka.....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	1
<b>2. OBILJEŽJA HRVATSKOG GOSPODARSTVA</b> .....	3
2.1. Demografsko - ekonomska slika hrvatskog gospodarstva .....	3
2.2. Sektorska struktura hrvatskog gospodarstva .....	7
2.3. Utjecaj korona krize na nestabilnosti hrvatskog gospodarstva.....	9
<b>3. OBILJEŽJA HRVATSKOG MONETARNOG SUSTAVA</b> .....	15
3.1. Nositelji monetarne vlasti u Hrvatskoj .....	15
3.2. Determinante pristupanja Hrvatske euro području.....	19
3.3. Monetarna politika u uvjetima egzogenih šokova.....	22
3.4. Uloga monetarne politike u sprječavanju financijske i ekonomske nestabilnosti uzrokovane korona krizom.....	27
<b>4. SLIČNOSTI I RAZLIKE U REAKCIJAMA U MONETARNE I FISKALNE VLASTI NA FINANCIJSKU KRIZU 2008. I KORONA KRIZU</b> .....	32
4.1. Monetarna i fiskalna politika u financijskoj krizi 2008. godine.....	32
4.2. Globalni utjecaj korona krize na monetarni sustav .....	36
4.2.1. Utjecaj korona krize na monetarni sustav SAD-a .....	37
4.2.2. Utjecaj korona krize na monetarni sustav europodručja.....	39
4.2.3. Utjecaj korona krize na monetarni sustav Japana.....	41
4.3. Odgovor fiskalne politike na korona krizu .....	43
4.4. Komparativna analiza provedenih monetarnih i fiskalnih politika u razdoblju šokova 2008. godine te 2020. godine. ....	48
<b>5. ZAKLJUČAK</b> .....	53
LITERATURA .....	54
POPIS SLIKA .....	60
POPIS GRAFIKONA.....	60
POPIS TABLICA.....	60
ŽIVOTOPIS AUTORA.....	61

# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet i ciljevi rada**

2020. ostat će zapamćena po razvoju covid pandemije, zatvaranju ekonomije i promjenama koje su obilježile funkcioniranje privatnog i poslovnog života svakog pojedinca, poslovnog subjekta, institucije i države. Zatvaranje ekonomije dovelo do razvoja recesije i pokidanih dobavnih lanaca uz rizik financijske i monetarne nestabilnosti. Dio inflatornog pritiska koji osijecamo danas inicijalno je uzrokovan razvojem inflacije troškova (negativnih šokova ponude) tijekom pandemije i otvaranjem svjetske ekonomije nakon pandemije, a dio rastućim geopolitičkim napetostima i energetsom krizom 2022. koje su produžile razdoblje neizvjesnosti i nestabilnosti.

Šokovi korona krize su zahtijevali pravovremene i brze reakcije i mjere ekonomskih politika, uključujući fiskalne mjere i monetarne mjere koje se detaljnije analiziraju u radu. Kako se učinci pandemije i reakcije ekonomskih politika djelomično razlikuju od zemlje do zemlje, ovisno o specifičnosti svake zemlje pojedinačno, predmet rada je je istražiti učinke korona krize na hrvatsko gospodarstvo i mjere ekonomske politike za ublažavanje posljedica krize.

## **1.2. Metode istraživanja i izvori podataka**

Za potrebe izrade rada korištene su metode analize i sinteze, indukcije i dedukcije te klasifikacije i deskripcije. Za izvor podataka korišteni su relevantni sekundarni izvori podataka poput knjiga, znanstvenih i stručnih članaka, publikacija, web stranica središnjih banaka i međunarodnih financijskih institucija te drugih relevantnih baza podataka.

## **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Nakon uvodnog prvog poglavlja, u radu se u drugom poglavlju analiziraju demografska i ekonomska obilježja hrvatske ekonomije koja su utjecala na specifičnosti posljedica korona

krize i ekonomskih politika za ublažavanje njenih posljedica. U trećem poglavlju se analiziraju specifičnosti monetarnog sustava Hrvatske u posljednja tri desetljeća, koja su odredila potencijal korištenja monetarne politike Hrvatske narodne banke u usporedbi s akcijama središnjih banaka u drugim ekonomijama te koja su uvelike vezana uz koristi uvođenja eura za hrvatsku ekonomiju i financijski sustav.

Četvrto poglavlje daje komparativnu analizu mjera monetarne i fiskalne politike u razvijenim zemljama sa slobodno plivajućim deviznim tečajem u usporedbi s malim otvorenim zemljama poput Hrvatske ovisnim o očuvanju stabilnosti deviznog tečaja. Ujedno dana je komparacija aktivnosti središnjih banaka tijekom covid pandemije u usporedbi s reakcijama i mjerama tijekom globalne financijske krize. Posljednje poglavlje je zaključak u kojem se daju zaključna razmatranja o mogućnostima, učinkovitosti i razboritosti korištenja monetarne politike u uvjetima egzogenih šokova i rizika za ekonomsku i financijsku stabilnost male otvorene ekonomije ovisne o očuvanju stabilnosti deviznog tečaja u usporedbi s praksom u velikim razvijenim ekonomijama koje imaju daleko veći manevarski prostor za korištenje protucikličke monetarne politike u suzbijanju recesijskih učinaka na gospodarstvo.

## **2. OBILJEŽJA HRVATSKOG GOSPODARSTVA**

Korona kriza globalni je egzogeni šok izazvan širenjem virusa covid – 19. Uvjeti globalizacije, povezanosti međunarodnom trgovinom te zajednička gospodarska područja poput Europske unije uvelike su olakšali širenje virusa te rezultirali pandemijom koja je službeno proglašena od strane Svjetske zdravstvene organizacije 11. ožujka 2020. godine.

Svjetska i nacionalne ekonomije nakon tog datuma više nisu funkcionirale kao nekada. Proglašenja „zaključavanja“ ekonomija (engl. *lockdown*) ograničila su odvijanje gospodarske aktivnosti, nastave, pružanja institucionalnih usluga države i niz drugih aktivnosti u poslovnom i osobnom životu. To je značilo zasigurno i brz ulazak u recesiju te zahtijevalo niz mjera i aktivnosti države i svih nositelja ekonomskih aktivnosti kako bi se sačuvala radna mjesta i životni standard te spriječila financijska kriza.

Iako su brojne posljedice pandemije i zaključavanja ekonomija bile gotovo identični za sve zemlje, na svaku zemlju one su djelovale ipak specifično, ovisno o njenim specifičnostima gospodarstva, brojnosti stanovništva, financijskim kapacitetima i ovisnosti o deviznim priljevima te regionalnom položaju u odnosu na granice s drugim zemljama.

### **2.1. Demografsko - ekonomska slika hrvatskog gospodarstva**

Republika Hrvatska zemlja je nadzornik istočnoeuropske granice Europske unije. Obilježava je činjenica kako se radi o ekonomiji malog otvorenog gospodarstva sa sezonski ovisnom gospodarskom aktivnošću u turizmu i povezanim djelatnostima, oslonjenoj na financiranje stranim kapitalom i deviznim prihodima od izvoza roba i usluga. Strani kapital, u ovom slučaju euro novčani priljevi, važna su komponenta po pitanju kako monetarne tako i fiskalne politike jer je shodno priljevu/odljevu stranog kapitala ovisila i usmjerenost monetarne politike te održavanja tečajne razine, a i time posljedično kretanja kamatnih stopa i cijena zaduživanja države i ostalih sektora na domaćem i stranim tržištima.

Ukoliko se usporedi stupanj razvijenosti i životni standard članica Europske unije, Hrvatska se po pokazatelju bruto domaćeg proizvoda po glavi stanovnika (BDP per capita) nalazi na začelju (17.580 eura per capita, Eurostat, 2022), što je zabrinjavajuće jer se nekadašnje zemlje rivali kao što su Mađarska, Slovačka, Češka, Slovenija, nalaze daleko ispred Hrvatske. Upravo ova činjenica ukazuje kako nekadašnje tranzicijske zemlje, odnosno europske zemlje s tržištima u razvoju (engl. *emerging market economies*, u daljnjem tekstu EME) su unatoč svojoj tzv. hendikepiranoj poziciji u kojoj nemaju otvoreni pristup moru, izuzev Slovenije, uspjeli razviti

svoj puni potencijal kako bi svoju geografsko i ekonomsku poziciju iskoristili u punom potencijalu.

U pretpandemijskom periodu hrvatsko gospodarstvo bilježilo je gotovo petogodišnji neprekidni gospodarski rast, po prosječnoj realnoj stopi od skoro 3%, dok nastupom pandemije, Hrvatsku je dočekaio nagli pad kako nominalnog tako i realnog BDP – a iznosu od 8,5 %. (Eurostat), što je za gotovo 1,2 postotnih poena manje od tadašnjih projekcija Hrvatske narodne banke (u daljnjem tekstu: HNB) i projiciranog pada BDP za 11,9 % u odnosu na 2019. godinu (HNB)

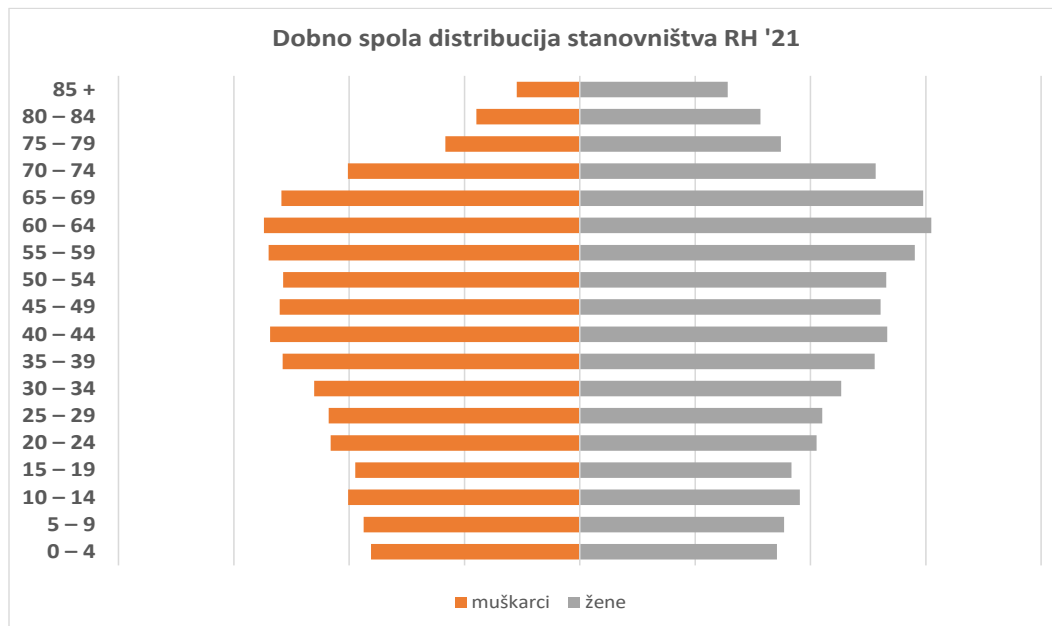
Prema popisu stanovništva iz 2021., Hrvatsku čini 3.9 milijuna stanovnika s gustoćom naseljenosti od 68 st/km<sup>2</sup> što ju prema tom pokazatelju svrstava u geografski rjeđe naseljene zemlje. Mnogi su uzroci iseljavanja stanovništva koji su doprinijeli ovako geografski rijetkoj i neujednačenoj rasprostranjenosti stanovništva i razvijenosti zemlje. Prije velikih svjetskih ratova glavni razlozi iseljavanja, ponajprije u SAD, su bile bolesti poput peronospore koja je uzrokovala siromaštvo i postepeno praznila stanovništvo na otocima. U novijoj povijesti to su posljedice razaranja i pogibije stanovništva u Domovinskom ratu, koje su dovele do iseljavanja domaćeg stanovništva ponajprije u dijelovima Slavonije i Like te, osim iseljavanja u inozemstvo, dovele do povećanja koncentracije stanovništva u velikim gradovima. Također ne treba ni zanemariti dio stanovništva koji je u razdoblju između 1960-ih i 1990-ih te potom 2010-ih godina iseljavalo u inozemstvo radi ostvarivanja većeg životnog standarda te većih poslovnih mogućnosti, što se kasnije kroz rast deviznih doznaka iz inozemstva pokazalo kao izvor još jednog dodatnog priljeva deviza domaćoj ekonomiji.

Ukoliko se pogleda distribucija dobne-spolne piramide za Hrvatsku, može se vidjeti proces starenja stanovništva, što je slučaj i za većinu europskih zemalja, gdje se medijalna distribucija stanovništva nalazi uglavnom u rangu od 50 – 70 godina, s prosječnom starosti od 44.3 godina (DZS). Ta činjenica pokazala se kao izuzetno bitnom tijekom pandemije, s obzirom kako je najugroženija skupina tokom korona krize upravo bila starija populacija. Centili su smrtnosti većinom bili na štetu starijih građana koji su češće završavali s težom zdravstvenom slikom te shodno tome bili većinski korisnici zdravstvenih usluga za koje je država trebala dodatne izvore financiranja.

Također ukoliko se uzme u obzir trend depopulacije, odnosno negativnog prirodnog prirasta koji je u 2021. godini dosegao čak -6,7 % vidljivo je kako je razvoj demografske politike esencijalan ne samo radi očuvanja stanovništva, nego i radi uravnoteženja ekonomsko – gospodarske slike stanovništva. Bitno je naglasiti kako je broj osiguranika koji svojim radom i

plaćama financiraju sustav mirovinskog i zdravstvenog osiguranja (1.639.698 osoba) tek neznatno veći u odnosu na broj korisnika mirovina (1.227.071 osoba), s ekonomski nepovoljnim omjerom od 1:1,34 zbog čega se dio državnih rashoda za mirovinski i zdravstveni sustav financira i iz drugih javnih prihoda (poglavito PDV-a) (DZS)

*Grafikon 1: – Dobno spolna distribucija stanovništva u Republici Hrvatskoj '21*



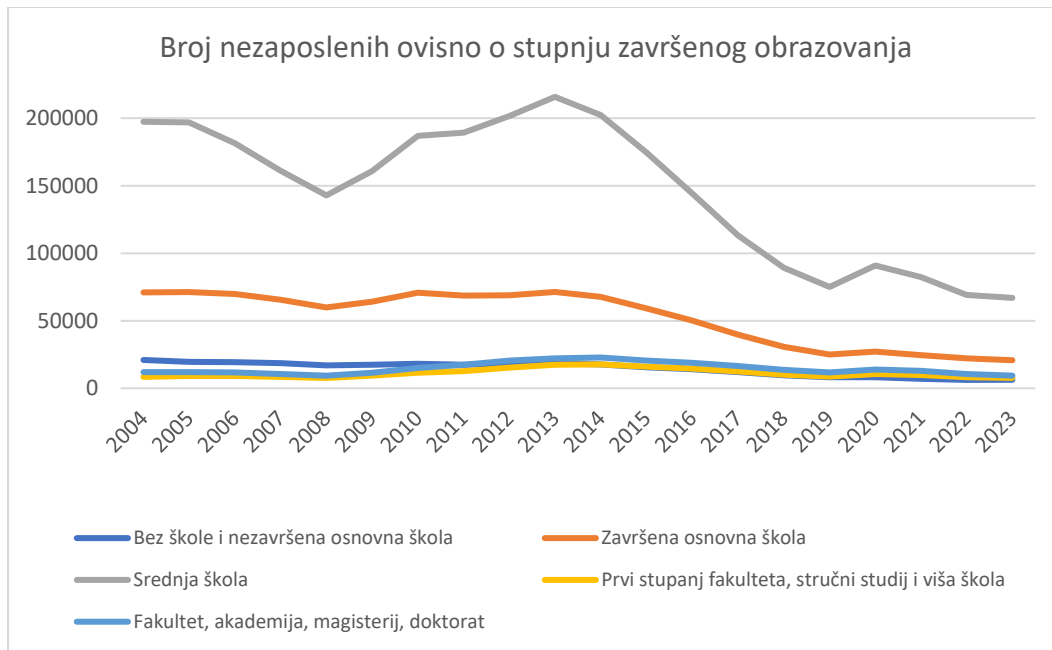
Izvor: izrada autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku

Razvojem pandemije svi javni prihodi države bili su ugroženi, odnosno pod rizikom pada uz povećanu potrebu za većim javnim rashodima što je otvorilo prostor rastu budžetskog deficita i javnog duga, upravo u razdoblju kada se Hrvatska pripremala za ulazak u Europski tečajni mehanizam II i kad je trebala zadovoljavati nominalne kriterije konvergencije radi što skorijeg uvođenja eura. 2020. tako je bila izazovna za sve nositelje ekonomskih politika (fiskalnu i monetarnu politiku), što je zahtijevalo koordinirane mjere koje će u kratkom roku spriječiti slom sustava i razvoj financijske nestabilnosti, a dugom roku polučiti optimalnim rezultatima.

S aspekta učinaka pandemije i lockdowna na Hrvatsku bitno je spomenuti još jednu činjenicu vezano uz industrijsku proizvodnju i strukturu privrede s obzirom na stupanju razvijenosti i učešće pojedinih djelatnosti. Naime, zatvaranjem pogona INE u Sisku kao jednih od posljednjih proizvodno prerađivačkih pogona, dovršena je potpuna velika deindustrijalizacija proizvodnog sektora Hrvatske koja traje još od 90-ih godina 20. stoljeća uz izraženo preusmjeravanje prema uslužnoj ekonomiji. Korona kriza pokazala se kao eklatantno upozorenje hrvatskim vlastima u pogledu stabilnog i održivog upravljanja ljudskim kapitalom. Hrvatsku obilježava sezonalnost,

a fluktuacija zaposlenosti ovisi u velikoj količini potrebama uslužnog sektora za sezonskim radnicima.

Grafikon 2. – Broj nezaposlenih osoba ovisno o stupnju obrazovanja



Izvor: – izrada autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku

Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, inicijalni šok prouzročen posljedicom korona krize na broj nezaposlenih, je bio porast broja nezaposlenih osoba s 128. 650 (2019.) u pretkriznom razdoblju na 150.824 (2020.) Porast broja nezaposlenih osoba ovisno o stupnju kvalifikaciji radnika najviše se povećao kod stanovništva sa završenom srednjom školom 90.895 (2020). s obzirom da je upravo taj segment stanovništva dominantno zaposlen u uslužnim djelatnostima, poput restorana, hotela, turističkih agencija, te fizičkih građevinskih radnika.

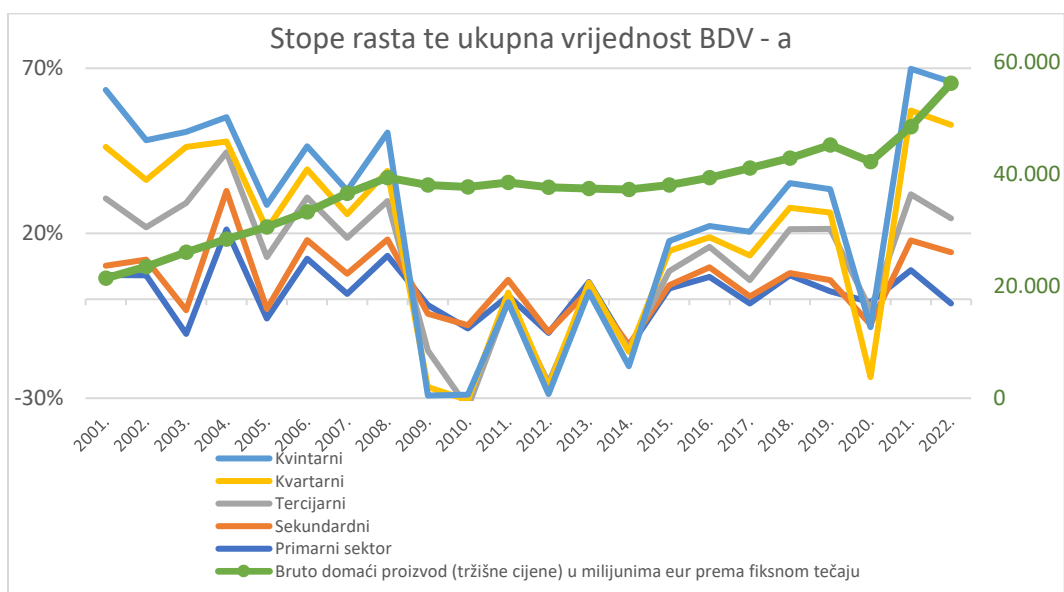
Temeljem rezultata provedenih anketa od strane HNB o očekivanjima potrošača i stupnju optimizma stanovništva zabilježen je ogroman pad povjerenja stanovništva u kako fiskalne tako i lokalne vlasti o budućim ishodima učinaka pandemije na gospodarstvo. Pad optimizma, odnosno rast pesimističkih očekivanja očitao se također i na stanju domaćeg tržišta kapitala koje je odmah na početku i tijekom pandemije zabilježilo pad CROBEX i CROBIS indeksa (HNB, bilten 21.)

## 2.2. Sektorska struktura hrvatskog gospodarstva

Kada se govori o sektorskoj strukturi, odnosno prvenstveno dekompoziciji bruto dodane vrijednosti (u daljnjem tekstu BDV) u Republici Hrvatskoj se uglavnom za metodologiju usporedbe koristi prihodovna metoda. Prema prihodovnoj metodi svakom segmentu gospodarstva se dodaje ponder u ukupnoj vrijednosti BDV, prema stupnju generiranja dodane vrijednosti.

Struktura BDV-a najbolji je prikaz stupnja razvijenosti gospodarstva i promjena koje generiraju gospodarski rast uobičajeno mjereno pokazateljem bruto domaćeg proizvoda. Prvi koji su bavili segmentacijom gospodarstva su Fisher (1939.) te Clark (1957.) koji su gospodarstva uobičajeno dijelili na 3 segmenta, to su primarni, sekundarni te tercijarni sektor, dok je Clark kasnije reklasificirao nazive u ekstraktivne, proizvodne te uslužne sektore. Uslijed razvoja svjetskih gospodarstava, inovacija, mijenjanja trendova, danas se dekompozicija BDV-a dijeli na primarni sektor, sekundarni sektor, tercijarni sektor, kvartarni sektor te kvintarni sektor.

Grafikon 3. – Dekompozicija stope rasta te ukupne vrijednost BDV – a od 2001. – 2022. godine



Izvor: izrada autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku

Prema podacima DZS-a, uslijed nastupa restriktivnih mjera zatvaranja ekonomija, pokidanih globalnih dobavnih lanaca, porasta cijena energenata te općeg pada životnog standarda, na hrvatske sektorske stope rasta najveći je utjecaj korona kriza prouzročila u kvartarnome sektoru koji uključuje financije, sektor nekretnina, razmjenu dobara, te tržišta osiguratelja, uz ukupni



pad BDV-a s pretkrizne razine od 45.118 milijuna eura, na 42.196 milijuna eura, što je pad od ukupno 6.48% posto, izraženo u tekućim cijenama po prihodovnoj metodi i fiksnom tečaju.

Najveći pad kvartarnoga sektora dogodio se u 2020 godini s negativnom stopom rasta od 20 %, a sljedeći najveći pad zabilježen je u sekundarnom sektoru u iznosu od 7 %, dok je rast ostvaren u kvintarnom sektoru kao dio BDV-a koji se primarno financira iz proračuna opće države, a tiče se djelatnosti obrazovanja i javne uprave, zdravstvenih usluga te istraživanja i razvoja u iznosu od 15 %.

Turizam u Hrvatskoj posljednjih desetljeća ima vrlo visoko učešće u gospodarstvu te je predpandemijskoj 2019. godine udio prihoda od turizma u BDP-u Republike Hrvatske bio na razini od preko 20 %, što nas stavlja na prvo mjesto po udjelu u usporedbi sa ostalim zemljama EU. Nakon implementiranja mjera donesenih od strane Stožera civilne zaštite Republike Hrvatske koja su se ticala ograničenja kretanja stanovništva i socijalne distance, a pod dodatnim utjecajem neizvjesnosti po pitanju projiciranog kraja globalne pandemije, mnoga domaća kućanstva su odlučila odgoditi planirana putovanja te planirani budžet namijenjen trošenju u turističke svrhe koristiti za vlastito povećanje štednje u slučaju nužnosti. Na isti način reagirali su i potencijalni turisti iz inozemstva koji zbog brojnosti imaju presudni učinak na uspješnost turističke sezone u Hrvatskoj.

Što se tiče samih pokazatelja u 2020., dovoljno je reći kako je utjecaj korona krize vratio hrvatski turizam ne na razine prijašnje rekordne godine po broju dolaska i noćenja stranih i domaćih turista, nego na razine početka 2000-ih godina kada se Hrvatska tek počela turistički usmjeravati. Naime, na prijelazu drugog tisućljeća postalo je izvjesno kako će se većina gospodarstva orijentirati prema turističkom sektoru, a uslijed privatizacije te akumulacije bogatstva nekretninski sektor doživjeti procvat. Stoga je i shodno toj činjenici dobar dio stanovništva počeo ulagati u razvoj kako privatnog tako i komercijalnog smještajnog kapaciteta. Izostanak očekivanih prihoda od iznajmljivanja turističkog smještaja i svih drugih aktivnosti koje se vežu uz turizam stoga je imao značajan učinak na sve komponente formiranja BDP-a.

Prema podacima DZS-a, tijekom 2020. godine ostvareno je 7,0 milijuna dolazaka te 40,8 milijuna noćenja unutar komercijalnih objekata, što je naspram rekordnih 19,6 milijuna dolazaka te 91,2, milijuna noćenja turista više nego prepolovljena brojka u odnosu na rekordnu 2019. godinu. Što se tiče domaćeg sektora turista, može se reći kako je jedan od razloga zašto nije došlo do kraha hrvatskog turističkog sektora upravo taj što se domicilno stanovništvo u manjem dijelu odlučilo za planiranje godišnjih odmora na teritoriju Hrvatske, a u tu skupinu može se ubrajati i one turiste koji su planirali odmor izvan Hrvatske pa su supstituirali

aranžmane za domaće. Hrvatski turisti 2020. godine ostvarili su 1,5 milijuna dolazaka te 5,4 milijuna noćenja, što je u konačnici rezultiralo padom od 34 % dolazaka te skoro 24 % posto noćenja.

Usljed mnoštva preporuka i propisa kojih su se turisti morali pridržavati kako bi se unatoč pandemiji omogućila turistička aktivnost, već 2021. godine dolazi do polaganog oporavka sektora turizma s skokom u broju dolazaka za 82,5 % te 72 % više noćenja u odnosu na 2020. godinu. U 2022. godini dolazi do potpunog oporavka turističkog sektora sa ostvarenim dolascima od 17,8 milijuna te 90 milijuna noćenja što i dalje nije na razinama 2019. godine ali se može smatrati kao potpuna revitalizacija turističkog sektora uslijed tzv. „novog normalnog“.

### **2.3. Utjecaj korona krize na nestabilnosti hrvatskog gospodarstva**

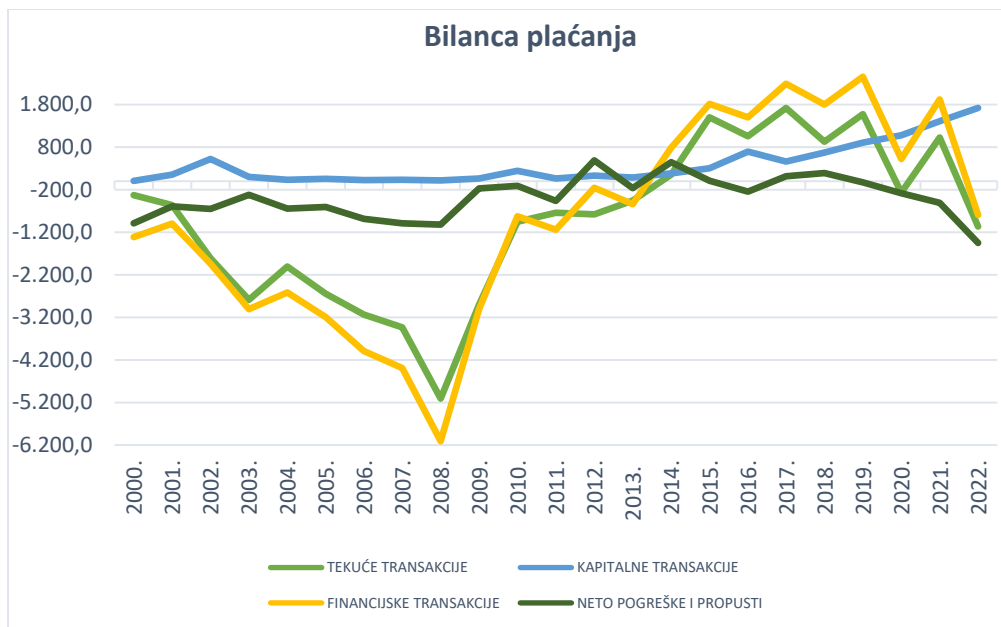
Prema pokazatelju neto međunarodne investicijske pozicije (NIIP) Hrvatska je tokom svoje povijesti uvijek bila neto dužnik inozemstvu, odnosno financirana je od strane ostalih svjetskih ekonomija. Najdublja negativna vrijednost NIIP-a ostvarena je 2011. godine kada je iznosio -97,8 % u 1Q2011 u usporedbi s najpovoljnijom pozicijom od -20,2% u 4Q2001, dok se razdoblju korona krize NIIP kao postotak BDP kretao na razini od -45,4% do 47,5% (Eurostat).

Bilanca plaćanja je sumarna slika odnosa domaćeg sektora sa inozemstvom tijekom referentnog razdoblja, odnosno pregled svih transakcija rezidenata koja jedna država ostvari sa nerezidentima. Kako se radi o bilanci, iskazuje se na dan, a sastoji se od tekućeg, kapitalnog te financijskog računa koji se za potrebe analize karaktera odnosa s inozemstvom zasebno analiziraju. U tekućem računu iskazuju se podaci o međunarodnoj trgovini roba i usluga te dohodak, dok se na kapitalnom računu iskazuju vrijednosti tokova kapitala nefinancijske imovine rezidenata u drugim ekonomijama odnosno nerezidenata u domaćem gospodarstvu te transferni tokovi kapitala opće države te svih sektora gospodarstava, a predstavljaju aktivu. Na financijskom računu koji predstavlja pasivu, bilježe se promjene strukture vlasništva imovine koja nije u vlasništvu rezidenata te potraživanja odnosno obveze prema stranim imateljima kapitala (udjelničarima).

Pogledom na graf bilance plaćanja, može se primijetiti kako Hrvatska od 2000. godina pa sve do 2014. godine bilježi negativne vrijednosti tekućeg i financijskog računa bilance plaćanja (u daljnjem tekstu TR i FK). Detaljnijom analizom te dekompozicijom TR na sastavne stavke može utvrditi kako jedna od stavki u kojoj je Hrvatska uspjela ostvariti suficiti u promatranom razdoblju jest račun usluga, što potvrđuje već prije spomenutu činjenicu kako smo izvozno orijentirano uslužno gospodarstvo (a ne izvozno orijentirano proizvodno gospodarstvo), gdje

najveću stavku izvoznih usluga dakako predstavlja sektor turizma, ali u novom razdoblju i izvoz intelektualnih usluga, pogotovo u sektoru IT tehnologija.

Grafikon 4. – Pregled stanja bilance plaćanja u promatranim godinama od 2000. – 2022.



Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske narodne banke

Također može se primijetiti kako jedina podstavka bilance koja je u konstantnom suficitu jest KR, što uključuje ulaganja nerezidenata u domaće sektore, najviše u pogledu ulaganja u nekretninski sektor, zatim stjecanje imovine u ostalim sektorima, te također dio koji se odnosi na transfer kapitala cijele ekonomije uključujući državu te plaćanje poreznih obveza. 2014. godine prvi put se počinje ostvarivati suficit TR od 155.963 milijuna eura, a taj trend održava se tijekom cijelog pretpandemijskog perioda zaključno sa 2019. godinom kada je iznosio 1.576,46 milijuna eura.

Nastupom korona krize ostvaren je manjak TR u iznosu od 268,2 milijuna eura, ponajviše zbog negativnog utjecaja salda roba u iznosu od 8.885,4 milijuna eura te pada prihoda od turizma, dok su pozitivni efekti ostvareni u stavkama primarnog i sekundarnog dohotka uslijed smanjenja rashoda i manjih kamatnih troškova na inozemne dugove, rasta doznaka privremeno uposlenih subjekata u inozemstvu i povećanja priljeva kapitala iz fondova EU. Manjak TR se također ostvaruje i 2022. godine u iznosu -1.064,2 milijuna eura na čije je dodatno povećanje (za razliku od suficita iz 2021. godine) utjecalo kumulativno povećanje uvoza roba, u odnosu na izvoz usluga.

Pregledom financijskog računa (u daljnjem tekstu FR) može se vidjeti kako se neto priljev deviza bilježilo sve do 2014. godine kada je prvi put ostvaren neto odljev FR u iznosu od 786,157 milijuna eura ponajprije zbog utjecaja portfeljnih i ostalih ulaganja te ulaganja u financijske izvedenice te smanjena međunarodnih pričuva. Pod direktnim utjecajem korona krize FR ostvarivao je neto odljev kapitala u inozemstvo zaključno sa 2021. godinom, dok je u 2022. ponovno ostvaren neto priljev kapitala.

Hrvatsko gospodarstvo se od 2014., nakon krize javnog i inozemnog duga kada je razina inozemnog duga dosegla 111,1 % BDP-a, počelo razduživati što je kulminiralo najnižom razinom inozemnog duga u iznosu od 74,1 % 2019. godine, na iznos od 40.589 milijuna eura. U trenutku razvoja korona krize uslijed pokidanih dobavnih lanaca, rasta cijena energenata, opće zdravstvene i krize održivog razvoja te posljedičnog rasta premija rizika, hrvatsko je gospodarstvo moralo posegnuti za dodatnim iznosom likvidnosti ne bi li financiralo pomoći za pokrivanje cijelog gospodarstva. 2020. godine iznos inozemnog duga narastao je na 81,8 % BDP-a, dok se već iduće godine pokazao trend smanjena za 0.7 postotnih poena u 2021. godini do konačne vrijednosti 73,5 % BDP-a u 2022. godini što je pokazatelj razboritog i pravovaljanog upravljanja politikom financiranja povećanjem inozemnog duga.

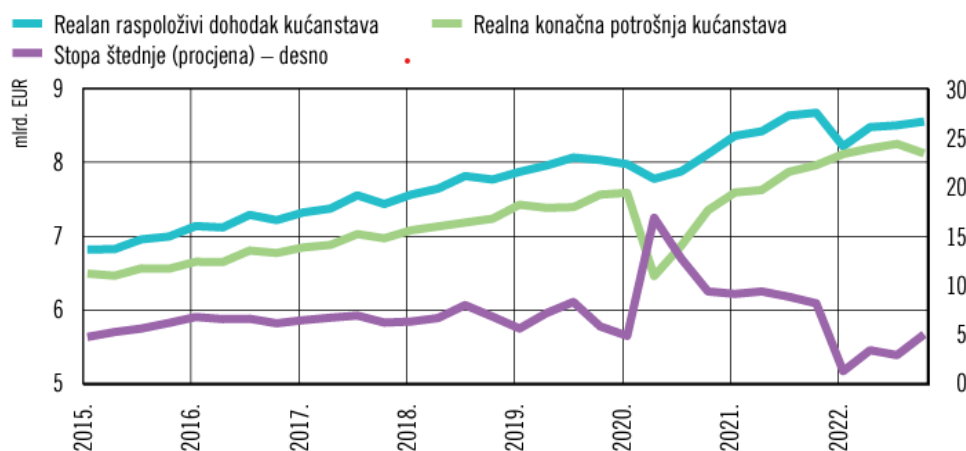
Dug opće države se povećao shodno povećanju inozemnog zaduživanja, međutim ne proporcionalno, zbog toga što se država financirala i na domaćem tržištu, u čemu je pomoglo i djelovanje monetarne politike u kojoj je HNB kupovao dužničke državne vrijednosne papire, uključujući kratkoročne vrijednosne papire s rokom dospeljeća do godine dana u koje pripadaju trezorski zapisi Ministarstva financija, eurozapisi te drugi instrumenti kratkoročnog novčanog financiranja. Dekompozicijom javnog duga opće države, središnja država te lokalna države primarno su se zaduživala putem dugoročnog kreditiranja u 2020. godini kada je dug po dugoročnim kreditima za 2020. godinu iznosio 6.267,9 milijardi eura, dok je za potrebe fondova socijalne sigurnosti korišten instrument kratkoročnog kreditiranja s najvećim iznosom obveza od 144 milijuna eura u istoj godini.

U 2023. godini dug opće države iznosi 31,7 milijardi eura, što je neto povećanje u iznosu od 1,93 milijardi eura, koje je većinom rezultat zaduživanja na domaćem tržištu u 2023. godini u iznosu 1,85 milijardi eura. Shodno tome dug opće države s pretpandemijskih razina od 71 % BDP-a, 2020 godine narastao je na 87 % BDP-a, nakon čega je zbog oživljavanja gospodarske aktivnosti došlo do njegovog relativnog smanjenja od 78,4 % BDP-a u 2021. te 68,4 posto 2022. godine (HNB).

Mjere fiskalne politike u Hrvatskoj za očuvanje stabilnosti gospodarstva, povjerenje sektora stanovništva su bile dosta inovativne i jake. Prva od nekoliko mjera bila je donesena od strane Vlade RH u kojoj su osigurana sredstva za očuvanje radnih mjesta za poduzeća kojima je profitabilnost pala za više od 20%. Ta mjera uključivala je 3.250 HRK jednokratne pomoći za ožujak, te 4.000 HRK za travanj i svibanj. Kako bi se dodatno ublažio utjecaj korona krize, Vlada je izuzela plaćanje troškova doprinosa, dok je naknade za očuvanje radnih mjesta te otpis poreznih obveza produžila do lipnja 2020. godine uz uvjet da kumulativni iznos pada prihoda mora biti veći od 50 % (Vlada RH)

Jedna od mjera koja je definitivno pomogla malim obrtnicima i poduzetnicima bila je mjera odgode plaćanja poreza na dodanu vrijednost do trenutka naplate računa. To je značilo da pravne osobe nemaju obvezu plaćanja PDV do trenutka priljeva sredstava na račun, izbjegavajući jednu od standardnih računovodstvenih pojava gdje prihod nastaje prije priljeva sredstava. U sektoru stanovništva, kako bi se osigurala postojeća razina životnog standarda usred globalne pandemije, s bankama je iskomuniciran moratorij na postojeće kreditne obveze, te zaustavljanje sustava prisilne naplate dužnika, time omogućavajući likvidnost stanovništva u razdoblju od najmanje 3 mjeseca i mogućnost reugovaranja /refinanciranja postojećih kreditnih obveza. Kako bi se stimulirao izvoz te daljnji opstanak ionako deficitarnog sektora, kroz razne aranžmane u nadležnosti Hrvatske banke za obnovu i razvoj, omogućeno je odobrenje garancija HBOR-a , te pokrivanja kolaterala novo ugovorenih kredita za SME poduzetnike u aranžmanu HAMAG – BICRO – a.

Slika 1. - Potrošačke navike u referentnom razdoblju 2015. – 2022. godine

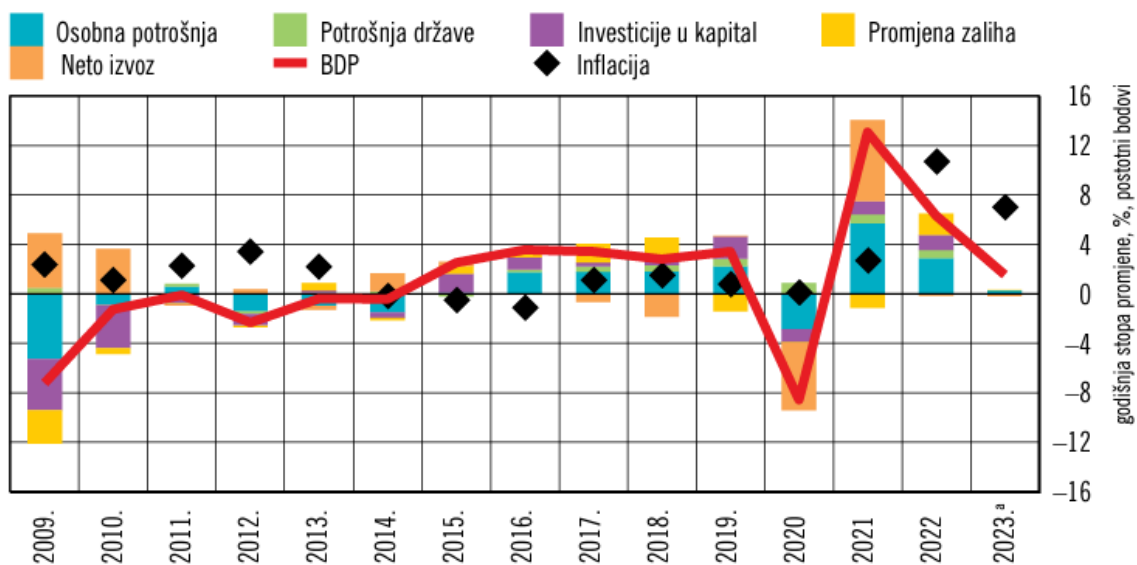


Izvor: preuzeto iz publikacije HNB–a Financijska stabilnost '24

Jedan od sektora koji je ostao gotovo nepogođen od strane globalne pandemije je definitivno sektor **nekretnina**. U trenutku nastupa krize također je došlo do naglog zastoja u emitiranim kreditima bankarskog sektora, međutim pokazalo se kako su već postojeći aranžmani ugovoreni o stambenom financiranju putem državnih potpora APN omogućile da cijene stambenih nekretnina ostanu nepogođene usred zastoja potražnje za novim kreditima ugovorenima nakon prvog evidentiranog slučaja COVID – 19 virusa u Hrvatskoj. Kumuliranje sredstava tokom krize i smanjene potrošnje rezultirali su porastom depozita sektora stanovništva. To je između ostalog omogućilo rast potražnje na tržištu nekretnina, jer su nerezidenti slobodna sredstva koristili za kupnju nekretnina obalnih dijelova Hrvatske s učincima na rast cijena nekretnina za 7,7 % u 2020. te 7,3 % u 2021. godini.

Upravo je porast kreditiranja sektora stanovništva i cijena nekretnina glavni proizvođač cikličkog sistemskog rizika, zbog kojeg je monetarna vlast 2022. odlučila povisiti stopu protucikličkog zaštitnog sloja kapitala za banke čime će se ublažiti zdravlje kreditnih institucija po pitanju izloženosti cikličkom kreditiranju i mogućim gubicima uslijed možebitnog novog kriznog razdoblja. 31. ožujka stopa zaštitnog sloja se podigla na 0,5 %, dok se krajem 2023. godine očekuje dizanje na 1 %.

Slika 2. - Pregled temeljnih odrednica rasta gospodarstva



Izvor: preuzeto iz publikacije HNB–a Financijska stabilnost 24

Zbog pokidanih opskrbnih lanaca razvoj inflacije bio je neminovan za kako svjetsko tako i hrvatsko gospodarstvo. Teško je precizno izdvojiti trenutak kada je došlo do razvoja inflacije

uslijed utjecaja korona krize i kasnijeg otvaranja svjetskog gospodarstva, te kada je prevladao utjecaj izbijanja rata u Ukrajini. Međutim, dio inflatornih učinaka bio je vidljiv i tijekom pandemije. Prema provedenoj Anketi o financijama i potrošnji kućanstava HNB - a, 2020. godine, medijalno kućanstvo prvog kvintila je uslijed porasta prehrambenih te troškova energenata, trošilo gotovo 35 % raspoloživog dohotka na osnovne režije te 45 % na prehrambene potrebe.

### **3. OBILJEŽJA HRVATSKOG MONETARNOG SUSTAVA**

Kada se govori o monetarnom sustavu, obilježava ga pripadnost cjelokupnom financijskom sustavu jednog gospodarstva. Šira definicija monetarnog sustava obuhvaća legislativno i državno monetarno uređenje (valuta, zakonski i podzakonski akti) kroz uređenu glavnu monetarnu instituciju, odnosno središnju banku i druge monetarne institucije uključujući banke, stambene štedionice i novčane fondove koji su dio sustava kreiranja novca i pridonose transmisivskom mehanizmu monetarne politike.

Središnja banka, odnosno centralna banka ( u nastavku teksta: CB) predstavlja središnje samostalno i neovisno monetarno financijsko državno tijelo zaduženo za provođenje monetarne politike države ili skupine zemalja ukoliko se pravno uređenje zemlje temelji na federalnom uređenju ili monetarnoj uniji. Bitno je naglasiti kako CB nema iste zadaće poput privatnih poslovnih banka, kojima je glavni cilj prikupljanje depozita od monetarno suficitarnih jedinica te transformacijom istih preko financijske poluge izdavanjem kredita radi ostvarivanja zarade za vlasnike prema monetarno deficitarnim jedinicama (stanovništvo, poduzeća, država) kroz sekundarnu emisiju novca.

Cilj svake središnje banke propisan i definiran je zakonom, u slučaju Hrvatske, Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci u kojem je glavna zadaća HNB-a održavanje stabilnosti cijena.

#### **3.1. Nositelji monetarne vlasti u Hrvatskoj**

22. prosinca 1991. donesen je prvi Ustav Republike Hrvatske prema kojem je zadaća monetarne supervizije dodijeljena HNB -u ( tada Narodnoj banci Hrvatske), dok je 23. prosinca 1991. donesena Uredba o Narodnoj Banci Hrvatske u kojem je kao privremenom zakonskom okviru utvrđena nadležnosti te instrumenti za očuvanje financijske stabilnosti i likvidnosti hrvatskog monetarnog sustava. Nadalje, 23. prosinca 1991. godine uveden je hrvatski dinar kao privremeno zakonsko sredstvo plaćanja, zamjenjujući tada postojeći jugoslavenski dinar uz ekvivalentnu tečajnu zamjenu 1:1. U prijelaznom periodu početkom 90 - ih godina. Hrvatska se nalazi pod velikim inflacijskim pritiscima ponajprije proizašlima iz: naslijeđene posljedice hiperinflacije u SFRJ uvjetovane propašću planskog gospodarstva te prelaska na tržišno gospodarstvo, a kasnije i zbog Domovinskog rata gdje je došlo do naglog zastoja u međunarodnim tokovima roba i kapitala utjecajući na likvidnost financijskog sektora te



povećanje javnog i vanjskog duga, uz nemogućnost pristupa deviznim pričuva akumuliranim u prethodnim godinama postojanja SFRJ.

Početak 90-ih godina prosječna stopa inflacije u Hrvatskoj iznosila je preko 1000 %, a potreba Hrvatskog gospodarstva za konsolidiranje međunarodnog monetarnog položaja te stabilizacije gospodarstva nametalo se kao imperativni preduvjet uvođenja hrvatske kune. U svrhu provođenja istoga, u listopadu 1993. godine na prijedlog Marka Škrebca te Željka Rohatinskog Vlada RH usvojila je Stabilizacijski program u svrhu oporavka hrvatskog gospodarstva i monetarnog sustava u kojem je tečaj hrvatskog dinara vezan na njemačku marku (DEM) te označava početak korištenja hrvatske monetarne politike u okviru upravljano plivajućeg deviznog tečaja sa nominalnim sidrom. Stabilizacijskim programom uspostavljena je kontrola nad inflacijom te inflatornim očekivanjima gdje možemo istaknuti kako je unutar prvih mjesec dana provođenja programa inflacija pala s mjesečne stope od 38,7 % na 1,4 % (Škreb, 1998.). Također ostale brojne provedene strukturne reforme unutar okvira programa potpomogle su uspostavljanju deviznih pričuva, liberalizaciji tržišta te uspostavljanju tržišnih načela, kao i načela oporezivanja. 30. svibnja 1994. godine službeno je uvedena hrvatska kuna kao zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja i razmjene. Bitno je naglasiti, kako dio Stabilizacijskog programa koji se odnosio na deprecijaciju domaće valute nikada nije bio proveden (Babić, 1995.) te je upravo suprotno - od studenog 1993. do listopada 1995. godine HRK aprecirala u iznosu od 24 % povećavajući troškove inozemnih kupaca hrvatskih proizvoda te smanjujući konkurentnost hrvatskih izvoznika. Navedeno je bitno spomenuti iz razloga što se upravo od tada bilježi specifičan razvoj hrvatskog gospodarstva koje je postalo izraženo uvozno zavisno, uz razvoj trenda deindustrijalizacije zemlje i rast učešća uslužnih sektora. Ujedno izrađeni su temelji monetarnog sustava i korištenja strategije nominalnog sidra deviznog tečaja uz održavanje stabilnog tečaja hrvatske kune u odnosu na euro (ranije njemačku marku) kroz naredna tri desetljeća i praktično sve do uvođenja eura u 2023. godini.

Specifičnost takve monetarne strategije su ovisnost o priljevu deviza koje omogućava očuvanje stabilnosti tečaja, a gdje se kao izvor deviza mogu javiti izvozni prihodi od prodaje robe u inozemstvo, devizni priljev od turizma, devize pribavljene inozemnim zaduživanjem, devizne doznake iseljenog stanovništva u inozemstvo i drugi, uključujući privatna vlasnička ulaganja nerezidenata koja je Hrvatska privukla u nekoliko sektora uključujući bankarstvo i financijski sektor, farmaceutsku industriju, naftnu industriju, trgovinu i druge, a posljednjih godina posebno u sektoru turizma i djelatnosti poslovanja nekretninama i te kroz vlasnička ulaganja nerezidenata u nekretninsku imovinu u Hrvatskoj.

Uvažavajući visoku razinu ovisnosti gospodarstva o robnom uvozu te visoku razinu inozemnog duga svih sektora koji se vraća uvećan za kamate, kao i visok stupanj euroizacije štednje i euroizacije domaćih kredita, jasno je da je stabilnost tečaja kune bio indirektan cilj HNB-a kako u očuvanju niske stope inflacije (kroz sprječavanje deprecijacije i blagu toleranciju prema aprecijaciji kune), tako i za očuvanje financijske stabilnosti u uvjetima visoke izloženosti ne bankovnih sektora prema valutnom riziku te visoke izloženosti banaka valutno induciranom kreditnom riziku. S aspekta HNB-a to je značilo specifičan okvir vođenja monetarne politike i primjene instrumenata visoke obvezne pričuve te učestalih deviznih intervencija kroz koje je HNB otkupljivao devize od banaka u uvjetima visokog priljeva deviza u Hrvatsku i jačanja domaće valute, te suprotno prodavao devize bankama i drugim instrumentima branio tečaj u uvjetima deprecijacijskih pritisaka na valutu (neto-odljeva deviza i/ili uvećane potražnje rezidenata za deviznom štednjom u okolnostima nestabilnosti). Prema Mishkinu (2009), stanje u kojem je upitna transparentnost vođenja monetarne politike zbog upravljanja deviznim tečajem dovoljan je uvjet za potrebu uvođenja valutnog odbora, ali koji u formalnom obliku Hrvatska nikada nije uvela, iako je sve do trenutka uvođenja eura imala određena obilježja kvazi valutnog odbora.

S tim u svezi monetarni sustav Hrvatske treba razlikovati od službenog valutnog odbora kakav postoji na primjer u susjednoj Bosni i Hercegovini ili je postojao u drugim zemljama karakterističnima po različitim oblicima ekonomske pa i političke nestabilnosti tijekom 90-ih. Međutim, zajednička karakteristika je osjetljivost ekonomskog i financijskog sustava na nestabilnost tečaja, a poglavito deprecijaciju nacionalne valute. Politika službenog uvođenja valutnog odbora definirana je 100 % pokrivenošću domaće valute stranom valutom. Najčešće se radi o nekoj od svjetskih valuta ( američki dolar, euro ) gdje je domaća valuta administrativno fiksno vezana uz sidrenu valutu te paritet održavanja tečajne razine je isključivo diskrecijska politika izdavatelja domaće valute. Vlada odnosno monetarna vlast nema nikakvu moć utjecaja na smjer kretanja tečajne razine, dok se sam alat korištenja valutnog odbora na neki način automatizira bez potrebe za dodatnom intervencijom te se razina tečaja korigira braneći fiksnu razinu tečajnog pariteta prema stranoj valuti korištenjem kupoprodaje domaće valute za stranu. Dok u valutnom odboru centralna banka nemam nikakav utjecaj na vođenje tečajne politike, jedini instrument koje je iz dalje nadležnosti monetarne vlasti jest upravljanje kamatnim stopama te tiskanje novca uz nulto djelovanje na inflaciju. Na ovaj način izbjegava se bilo kakvo vanjsko špekulativno djelovanje te inflacija održava na stabilnim razinama, dok je negativna strana vođenja politike valutnog odbora gubljenje monetarnog suvereniteta, povećan utjecaj

djelovanja egzogenih faktora na valutu koja je predmet sidrenog tečaja te nemogućnost devalviranja valute u svrhu povećanja konkurentnosti uslijed makroekonomskih šokova.

Jedne od najznačajnijih zemalja koje su u jednom periodu svoje povijesti imale takvo uređenje vođenja monetarne politike su Estonija (uvedeno 1992), Bugarska (1997), Bosna i Hercegovina (1992) te Argentina (1991). Argentina je uvođenjem valutnog odbora uspjela stabilizirati problem inflacije koja je tijekom 90-ih dosegla razina od preko 1.000 %. Međutim, uslijed zabrinutosti javnosti oko vođenja gospodarske politike, došlo je do juriša na banke te povlačenje depozita, uz konvertiranje domaće valute u dolar kao stabilne valute na koju ekonomska situacija u Argentini nema utjecaj, stvarajući oskudicu novčane ponude bez mogućnosti djelovanja monetarne politike te kontrakciju BDP-a u iznosu od 5% s utjecajem na povećanje stope nezaposlenosti na 15% (Mishkin, 2004.) što potvrđuje negativnu karakteristiku uvođenja valutnog odbora i gubitka monetarne suverenosti.

Hrvatsku je prije uvođenja eura, i tijekom razdoblja covid-pandemije karakterizirao upravljano plivajući tečajni mehanizam u kojem je HRK bila „vezana“ za EUR, te je HNB svojim operacijama djelovao na očuvanje stabilnosti financijskog sustava te razine deviznog tečaja koji je u razdoblju od kraja siječnja 2001. do kraja prosinac 2022. godine (prije ulaska u europodručje) prosječno fluktuirao +/- 1,68 % posto.

U periodu od uvođenja kune kao valute Republike Hrvatske do prestanka njenog korištenja kao službene valute, prema podacima HNB-a pokrivenost primarnog novca međunarodnim pričuvama bila je u prosjeku 160 %, što uz prosječno odstupanje tečaja blizu 1 % upućuje kako je hrvatski monetarni sustav uvelike nalikovao na karakteristike monetarnog sustava valutnog odbora, gdje maksimalna odstupanja od tečajne razine iznose do 1 % oko utvrđenog središnjeg pariteta. Upravo ovakvo vođenje monetarne politike utvrđivanjem široke monetarne baze u slučaju bankovne (valutne) financijske krize se prema Obsfeldu i dr. (2010.) smatra karakteristično za zemlje male otvorene ekonomije. Takve zemlje pretežito su ovisne o financiranju javnog duga inozemnim zaduživanjem te o priljevima deviza koji je u slučaju Hrvatske pretežito pod utjecajem sezonskog karaktera turizma i priljeva stranih investicija (dužničkih i vlasničkih ulaganja te u novijoj povijesti povlačenja EU fondova) s posljedičnim nefunkcioniranjem kanala kamatnjaka u funkcioniranju monetarne politike (Ivanov, 2014) Upravo zbog navedenog monetarna neovisnost politike HNB-a bila je više formalna nego sadržajna, a uvođenje eura ne samo da je otvorilo prostor za veće korištenje aktivne monetarne politike (koju za sve članice europodručja kreira Europska središnja banke) nego je donijelo i niz benefita poput nestanka valutnog rizika za državu, poduzeća i stanovništvo čiji je dug bio

denominiran/ indeksiran u stranoj valuti, kao i za poduzeća više uključena u međunarodnu razmjenu.

### **3.2. Determinante pristupanja Hrvatske euro području**

Hrvatska je uvela euro 2023. godine čemu je prethodio niz desetljeća prilagođavanja i harmonizacije te potom i zadovoljenja kriterija nominalne konvergencije, čije je ispunjenje u svoj završni čin ulazilo upravo 2020. godine kada je početkom srpnja hrvatska kuna ušla u tečajni režim ERM II, popularno zvanu „čekaonicu“ za uvođenje eura, u kojem zemlja mora provesti barem dvije godine prije uvođenja eura. Priprema za taj čin, međutim, trajala je znatno duže, a za sve nove i stare članice Europske unije inicijalni koraci ka stvaranju i ulasku u monetarnu uniju definirani su koncem 80-ih i početkom 90-ih.

1989. godine u Madridu prihvaćen je plan kreiranja zajedničkog valutnog područja koje bi se ostvarilo kroz tri faze osnivanja gospodarske i monetarne unije. Jedan od uvjeta koje te faze uključuju su potpuno i slobodno kretanje kapitala, što implicira ukidanje mjera devizne kontrole, ekonomsku konvergenciju kroz monitoring individualnih gospodarskih politika zemalja pristupnica, uspostavljanje Europskog monetarnog instituta, pravila ograničavanja proračunskog deficita javnih financije, transparentna monetarna odgovornost, te kao zadnja i posljednja prihvaćanje eura kao službene valute te utvrđivanje tečajnih razina zemalja članica monetarne unije i korištenjem zajedničke monetarne politike. 1. siječnja 1999. godine 11 članica Europske unije prihvatilo je euro kao zajedničku valutu. Europodručje simbolizira zajedničko gospodarsko područje članica Europske unije unutar kojih je euro službeno zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja i razmjene. Potpisivanjem Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju te podnošenjem zahtjeva za članstvo 21. veljače 2003. godine, Hrvatska se obvezala kao potencijalna članica Europske unije i EMU-a na provođenje ključnih gospodarskih zakonodavnih promjena radi ostvarivanja punopravnog članstva. Punopravnom članstvu u Europskoj uniji Hrvatska je pristupila 1. srpnja 2013. godine. Kako bi ostvarila mogućnost ulaska u EMU, Hrvatska je morala ispuniti niz kriterija od kojih su najistaknutiji kriteriji iz Maastrichta, u službenim dokumentima često navođeni pod nazivom kriteriji konvergencije.

Kriteriji konvergencije odnose se na pet kategorija fiskalne i monetarne odgovornosti, točnije, inflaciju, tečajnu razinu, proračunski deficit, razinu javnog dug te kretanje dugoročnih kamatnih stopa čijim bi se ispunjavanjem ostvarila makroekonomska stabilnost zemlje te izbjegla veća odstupanje od usporedivih zemalja članica EMU. Kriterij inflacije odnosi se na održavanje razine cijena koje maksimalno mogu odstupati 1, 5 postotna boda od prosjeka tri

zemlje članice EU s najmanjom stopom inflacije. Što se tiče deviznog tečaja, već je ranije istaknuto kako politika HNB nalikuje na kvazi valutni odbor održavanjem prosječnog razine tečaja maksimalnim odstupanjem u prosjeku od 1,68 postotna boda čime se ovaj kriterij zadovoljavanja fluktuacije tečaja u iznosu od +/- 15 % oko utvrđenog tečajnog pariteta vezane valute većinom smatrano samom formalnošću. Naime, ovaj kriterij posebno je bitan zbog same činjenice kako zemlja kandidat za članstvo euro područja ima obvezu provesti 2 godine unutar europskog tečajnog mehanizma II (u daljnjem tekstu: ERM II) koji utvrđuje zadane razine, kako bi se dokazala ozbiljnost i sposobnost vođenja monetarne politike vezivanja domaće valute na euro.

Kriterij održavanja dugoročnih kamatnih stopa odnosi se na desetogodišnje državne obveznice čiji prinosi mogu odstupati od prinosa tri zemlje s najnižom stopom inflacije u maksimalnom iznosu do 2 postotna boda. Ovaj kriterij je zapravo i pokazatelj zdravlja financijske stabilnosti i tržišnih očekivanja koji govori o stupnju rizika zemlje. Naime, ukoliko je stupanj rizičnosti (kreditni rejting) ocijenjen od strane stranih rejting agencija kao rizičniji, trošak rizičnosti zemlja snosi u obliku premije rizika koju plaća u slučaju zaduživanju na međunarodnom tržištu kapitala i predstavlja njen trošak zaduživanja. Na zahtjev Ministarstva financija iz 2018. i nakon dobivanja suglasnosti tijela Europske unije, Hrvatska je 2020. službeno ušla u ERM II što je uz pretpostavku o zadovoljenju svih ostalih nominalnih kriterija otvorilo put da se u skoroj budućnosti uvede euro kao službena valuta.

Preostala 2 kriterija konvergencije često se nazivaju fiskalnim kriterij iz razloga što se tiču transparentnog i odgovornog vođenja fiskalne politike. Prvi fiskalni kriterij vođenja javnog proračuna definira maksimalnu razinu proračunskog deficita u iznosu od 3 % BDP-a, te održavanja visine javnog duga u iznosu do 60 % BDP-a.

Ukoliko zemlja u godinama makroekonomske stabilnosti održava potrebne razine fiskalne odgovornosti, a pod utjecajem je nepredviđenih globalnih ekonomski šokova kao što je bila korona kriza, potrebna je komunikacija i dokaz fiskalnih vlasti od konvergiranju prema zadanim razinama. Ovim kriterijem pokušava se ocijeniti fiskalna odgovornost u situacijama šokova, poput bankarskih kriza ili kriza javnog duga, kakve su u primjernima pojedinih država kroz povijest dovodile do pokušaja države da utječe na neovisnost monetarne vlasti, prisiljavajući ju na kontra ciklično djelovanje povećanjem novčane mase u sustavu putem direktnog ili indirektnog financiranja države uslijed posljedica fiskalne neodgovornosti. Takvim oblikom direktne intervencije središnja banka može stvoriti hiperinflatorne učinke, narušavajući očekivanja stranih investitora te povećavajući sistemski rizik zemlje stvarajući plodno tlo za špekulativne napade izvana. Izbijanje korona krize bila je jedna od takvih rizičnih situacija kada

je inflatorne učinke i rizike za gubitak neovisnosti središnje banke trebalo izbjeći, ali isto tako i stvoriti uvjete za funkcioniranje tržišta javnog duga radi izbjegavanja sistemskih poremećaja u financijskom sustavu.

Ujedno monetarna politika trebala je održati stabilnost tečaja kune koja je bila ugrožena u prvim mjesecima korona pandemije zbog povećane potražnje rezidenata za supstitucijom kunskih depozita deviznim depozitima, kao i zbog nižeg priljeva deviza iz inozemstva u uvjetima pogoršanja uvjeta za izvoz roba i turizam ovisan o dolascima i noćenjima stranih turista. S aspekta mjera i instrumenata monetarne politike HNB-a na početku pandemije, može se reći da su bitniji poremećaji za stabilnost tečaja i financijskog sustava izbjegnuti te je u srpnju 2020. Hrvatska ušla u ERM II što joj je otvorilo prostor da u slučaju eventualnih budućih valutnih kriza može računati i na pomoć Europske središnje banke u održavanju stabilnosti tečaja unutar gornje i donje interventne točke dopuštenih fluktuacija tečaja.

Glavne prednosti ulaska u EMU tiču se nižeg valutnog rizika te izostanka dijela transakcijskih troškova. Naime, kako je struktura banaka u Hrvatskoj dominantno u stranom vlasništvu, te ukoliko se kreditiranje odvija u domaćoj valuti, kamatna stopa koju strani vlasnik traži, a domaća banka obračunava na kunske kredite je u većini slučajeva tromjesečni ili šestomjesečni EURIBOR + kamatna marža u čiju je kalkulaciju ugrađen premija rizika zemlje. Taj rizik se ponajprije odnosi na održavanje tečajnog paritet, odnosno ukoliko dođe do aprecijacije domaće valute, glavnica inozemnog duga se smanjuje time nanoseći gubitke kreditorima odnosno njihovim inozemnim investitorima, iz čega i proizlazi zaračunavanje veće kamatne stope na strana sredstva izvora financiranja. S druge strane slabljenje domaće valute otežava otplatu inozemnog duga i domaćeg duga denominiranog u stranoj valuti što znači veći valutno inducirani kreditni rizik.

Prije uvođenja eura, hrvatsko gospodarstvo je bilo visoko euroizirano, a struktura štednje domaćeg stanovništva dominantno je u stranoj valuti, što se tokom razdoblja korona krize manifestiralo kao dodatni pritisak zbog porasta potražnje za deviznim depozitima te utjecaja na slabljenje kune uz već postojeća loša povijesna iskustva u bivšoj državi kada je dolazilo do velikih devalvacija te pojavi hiperinflacije. U razdoblju korona krize uslijed bijega stanovništva u stabilnu valutu došlo je do porasta deviznih depozita u iznosu od 6,6 milijardi kuna uz pad kunskih depozita, dok je udio deviza u ukupnim likvidnim sredstvima banaka (monetarnom agregatu M4) porastao s prethodnog stanja u veljači 2020. od 55,8 na 57,3 % (HNB)

Pojava neslužbene financijske euroizacija direktno dovodi u svezu i povećani valutni rizik i rizik rasta troškova života i troškova otplate kredita koje snose potrošači. Ukoliko dođe do rasta tečaja, odnosno deprecijacije HRK, teret otplate duga raste jer su nadnice stanovništva

denominirane u domaćoj valuti dok je velik dio duga denominiran u stranoj. U tom slučaju dolazi do rasta kreditnih obveza i duga prema inozemstvu, što je scenarij koji je monetarna politika HNB-a svakako sprječavala i u stabilnim okolnostima, a posebno u okolnostima rizika razvoja recesije kojima je prijetila i korona pandemija.

1.1.2023. Hrvatska nakon svih ispunjenih kriterija pristupa europodručju te službeno zamjenjuje hrvatsku kunu novom valutom eurom, čime nestaju valutni rizici kojima je sustav ranije bio izložen. Slijedom toga, nadležnost vođenja monetarne politike se mijenja, a HNB postaje dio Eurosustava s unitarnim i centraliziranim djelovanjem pod vodstvom Europske središnje banke (u daljnjem tekstu: ECB) sa sjedištem u Frankfurtu. Eurosustav čine nacionalne središnje banke članica EU koje koriste euro te ECB kao vrhovna monetarna vlast koja donosi odluke kroz Upravno vijeće i preko Izvršnog odbora svakodnevno provodi jedinstvenu monetarnu politiku sa primarnim ciljem održavanja stabilnosti cijena. Odluke o smjeru vođenja monetarne politike, sukladno globalnim ekonomskim trendovima i promjenama u makro okruženju europodručja, revidiraju se svakih 6 tjedana, a sastanci Upravnog vijeća odvijaju se u ciklusima od 2 puta mjesečno, a u izvanrednim okolnostima i situaciji šokova i češće.

### **3.3. Monetarna politika u uvjetima egzogenih šokova**

Svjetske su ekonomije kroz svoj povijesni tijek svjedočile raznim oblicima šokova sa posljedičnim utjecajima na njihovo gospodarstvo. Ekonomske šokove može se definirati kao poremećaje u gospodarskom ciklusu s posljedicama na glavne ekonomske varijable poput inflacije, stope nezaposlenosti i BDP-a, odnosno proizvodnosti. U praksi, uglavnom je riječ o makroekonomskim poremećajima koji prouzroče nestabilnosti u gospodarstvu, na primjer pojavom proračunskog deficita s uvjetom da se deficit pojavljuje najmanje 3 uzastopna kvartala.

Osim pada BDP-a, prema definiciji američkog nacionalnog ureda za ekonomska istraživanja (u daljnjem tekstu: NBER ) recesiju karakterizira pojava nekoliko faktora: visoke nezaposlenosti, nagli pad cijena i tržišta nekretnina, pad tržišta kapitala te stagnacija ili rastući trend smanjivanja razine plaća uslijed rezanja operativnih troškova poduzeća. Razlika u definiranju krize i depresije jest što je depresija najdublji i najjači oblik recesije (najbolji primjer jest Velika depresija iz 1929. godine) te može dovesti do pomicanja ravnotežnog outputa odnosno prirodne proizvodnosti uz prestanak međunarodne razmjene kapitala, dobara i usluga, te srednje do dugoročne pojave visoke stope nezaposlenosti. Američko se gospodarstvo od

depresije iz 1929. oporavljaio dugih 14 godina kad je stopa nezaposlenosti dosegla prethodne razine prije pojave depresije. Ukoliko se govori u terminima srednjoročnog vremenskog horizonta svjetskog gospodarstva, unatoč pojavama nestabilnosti i šokova, svjetska gospodarstva uvijek imaju tendenciju vraćanja na svoju prirodnu razinu proizvodnosti.

**Šok potražnje** odnosi se na bilo kakav pozitivni ili negativni događaj koji za posljedicu ima povećanje ili smanjenje ravnotežne razine unutar AS – AD modela, pomicanjem AD krivulje. **Pozitivni šokove** najčešće se navodi u kontekstu kada globalno, a i time lokalno vođenje monetarne politike teži k poticanju ekonomskog ciklusa kako bi se povećala agregatna potražnja, omogućavajući investitorima lakši pristup financijskim tržištima, smanjene poreznih opterećenja, povećanje osobne potrošnje, smanje kamatnih stopa, povećanje proizvodnosti uslijed razvoja novih tehnologija, nova medicinska otkrića za bolesti koje prethodno nisu bile izlječive povećavajući životni standard stanovništva i slično. **Negativni šokovi** se odnose događaje koji za posljedicu imaju pomicanje AD krivulje na nižu razinu, a uključuju restriktivnu monetarnu politiku odnosno povećanje kamatnih stopa, poreznih opterećenja, smanjene ekonomske aktivnosti gospodarstva, povećanje stope štednje stanovništva, pandemije, terorističke napade, prirodne katastrofe, slom tržišta kapitala i nekretnina te ratove.

**Šok ponude** odnosi na događaj koji rezultira promjenama u količini ili cijenama ponuđenih proizvoda ili usluga, a utječe na ravnotežni položaj krivulje AS. Takvi događaji su uglavnom kratkotrajnog karaktera jer se poremećaji uglavnom svode na negativne šokove vezna uz poteškoće u opskrbnom lancu poput nestašice poluvodiča potrebnih za proizvodnju računalnih komponenata, umjetno proizvedena oskudica nafte uslijed odluka Europske komisije o sankcijama prema Rusiji i rigoroznijim standardima potrošnje naftnih derivata na području Europske unije, a primjer je i prekid teretnog prometa te posljedično međunarodne trgovine zbog posljedica nasukanja teretnog broda u Sueskom kanalu.

Pozitivni šokovi uglavnom se svode na smanjene troškovne komponente cijene proizvoda inoviranjem novih jeftinijih načina proizvodnje, tržišnog natjecanja, uslijed stvaranja veće koncentracije konkurenata na tržištu te povećane količine proizvoda na tržištu. Primjeri pozitivnih šokova ponude su veoma plodna godina s obiljem kiša koja je prouzročila odlične uvjete za proizvodnju žitarica, povrća i voća. Najpoznatiji šok ponude jest pojava interneta, šok nastao 90 – ih godina prošlog stoljeća, koji je utjecao na povećanje proizvodnosti te dostupnosti informacija korištenjem informacijskih tehnologija. Takva razina povećanja ponude nije samo utjecala na linearno povećanje agregatne ponude nego i na nagib same krivulje povećavajući efekt buduće promjene agregatne potražnje na svjetski output.



Promatranjem utjecaja šokova na gospodarstvo bavile su se dvije najpoznatije škole ekonomskih misli uzimajući različite pretpostavke vezane uz tržište ponude rada i kreiranja novčane mase od strane monetarnih vlasti i njihov utjecaj na ravnotežno stanje gospodarstva, odnosno outputa. Neoklasični model pretpostavlja kako su cijene (P) i nadnice (W) savršeno fleksibilne u odnosu na očekivanu promjenu razina cijena uslijed djelovanja radničkih sindikata, dok su potrošači racionalni. Naime, neoklasičari tvrde kako jedino neanticipirana ekspanzivna monetarna politika ima utjecaj na povećanje outputa (Y) u kratkom roku. Uslijed povećanja ponude novca Ms, CB kreiranjem nove novčane mase snižava kamatna stopu te povećava potražnju za jeftinim novcem, pomičući AD krivulju u novu ravnotežnu razinu uz povećanje outputa te utjecaj povećanja cijena (P) odnosno kreiranja inflacije. Razlog tome je što radnici i poduzeća unutar ovog modela (neanticipirane monetarne politike) ne ugrađuju svoja inflatorna očekivanja o promjeni razini cijena, roba i usluga, time potvrđujući efektivnost monetarne politike u kratkom roku.

Suprotno, ukoliko se u model ugrađuje pretpostavka o nesavršenoj fleksibilnosti cijena i nadnica s očekivanom promjenom razine cijena, onda se radi o neokeynesijanskom modelu efektivnosti monetarne politike. Ovaj model također polazi od pretpostavke o postojanosti racionalnih očekivanja poduzeća i radnika, dok su cijene i nadnice definirane dugoročnim terminskim i spot ugovorima, ugovorima o robnoj razmjeni te isporuci dobara i slično. U neokeynesijanskom modelu ne anticipirane monetarne politike u nepromijenjenu ravnotežu krivulje AS, dolazi do pomicanja krivulje AD time povećavajući output i efekt kreiranja inflacije. Međutim, unutar toga modela zbog pojave financijske nepismenosti stanovništva, pojavljuje se efekt novčane iluzije. Tim efektom, ljudi postaju žrtve prividnog nominalnog povećanja nadnica povećanjem agregatne potražnje čime dolazi do nominalnog povećanja outputa, ali pada realnih nadnica uslijed inflatornih pritisaka koji rastu brže od povećanja nadnica. U anticipiranom modelu, neokeynezijanci tvrde kako uslijed efekta ljepljivosti cijena i nadnica zbog postojanosti eksplicitnih ugovora, ekspanzivna monetarna politika u kratkom roku neće prouzročiti pomicanje krivulje agregatne ponude, odnosno kontrakciju ponude tržišta dobara i usluga te posljedično manji utjecaj na povećanje outputa u odnosu na ne anticipiranu monetarnu politiku. Kao što je vidljivo, efekt djelovanja monetarne politike može se promatrati s nekoliko strana uzimajući različite pretpostavke modele, s naglaskom na ugrađivanje očekivanja sudionika na tržištu rada i usluga.

**Zemlje malog otvorenog gospodarstva** koje ovise o količini stranog novca u optjecaju, (posebno uz naglasak na sezonski tip uvozne ovisnosti deviza u optjecaju) u vremenima

financijske nestabilnosti i deprecijacijskih pritisaka uz mogućnost odljeva kapitala u zemlje s većim prinosom, sklone su obrani tečaja i odustaju od glavnog monetarnog alata protuciklične monetarne politike što predstavljaju ciljani kratkoročni kamatnjaci putem kreiranja primarnog novca (ex nihilo). Hrvatska je prije uvođenja eura bila primjer zemlje s praksom upravljano plivajućeg deviznog tečaja koja je provođenje svoje monetarne politike provodila putem nekoliko temeljnih poluga monetarnog djelovanja kao što su minimalno potrebnih devizna potraživanja, devizne aukcije te visoka obvezna pričuva (Ivanov, 2014. ). Prema Angeliniju (2012.) ovakvi instrumenti monetarne politike koji za svrhu imaju sprječavanje akumulacije sistemskog rizika te ublaživanje kontraktivnog efekta kreditnih potraživanja monetarno deficitarnih jedinica (smanjujući utjecaj monetarnog reduktora na kanale monetarno - kreditne transmisije), spadaju u makroprudencijalne instrumente vođenja monetarne politike.

Globalna financijska kriza (u daljnjem tekstu GFC) najveća je egzogena kriza koja je pogodila hrvatsko gospodarstvo. Mihaljek (2009) kao jedan od pionira razmatranja utjecaja GFC – a na gospodarstva male otvorene ekonomiju, točnije Hrvatske, izdvaja četiri važna egzogena događaja. To su: propast američkih investicijskih fondova u vlasništvu Bear Stearnsa 2007. godine, propast Lehman Brothera 15. rujna 2008. godine, nacionalizacija islandskih banka kako bi se riješio problem nelikvidnosti koja se odvijao u listopadu 2008. godine te notifikacija američke rejting agencije Moody's o mogućem smanjivanju kreditnog rejtinga banaka zapadne i istočne Europe koje u svojim bilancama imaju veliku portfeljnu izloženost prema tržištima u nastajanju.

Visok stupanj pokrivenosti primarne emisije i novčane mase ( M1 ) međunarodnim pričuvama HNB-a, generiran je nakon uvođenja kune kao službene valute, posebno od početka 2000-ih. Rezultat visokog priljeva deviza očitovao se usred priljeva doznaka iz inozemstva, razvoja i bujanja turističkog sektora, stranih vlasničkih ulaganja te inozemnog zaduživanja privatnog i bankarskog sektora. Ovakvi tečajni aprecijacijski pritisci rezultirali su nužnom kontraktivnom intervencijom HNB putem otkupa deviza iz bankarskog sektora te posljedično kontrakcije kredita s valutnom klauzulom. Dodatni razlog za održavanjem visokih razina devizne pričuve odnosi se i na inozemnom državno zaduživanje. Naime, razvojem financijske integriranosti u europsko tržište kapitala, Hrvatska je često pribjegavala zaduživanju na inozemnom tržištu zbog manjih troškova zaduživanja, mogućeg utjecaja na financijsku stabilnost domaćeg sektora izbjegavanjem deprecijacijskih pritisaka te održavanja kreditnog boniteta i povjerenja stranih investitora na inozemnom tržištu. Praksom zaduživanja na inozemnom tržištu i održavanja visoke razine međunarodnih pričuva, država omogućava monetarnim vlastima (unutar okvira

strategije sidra deviznog tečaja) djelovanje na bilo kakve egzogene šokove te možebitnu valutnu krizu, paralelno održavajući niske kamatnjake na domaćem međubankovnom tržištu, što država često koristi kao oblik zaduživanja putem emisije trezorskih zapisa ministarstva financija.

Nadalje, razdoblje od 2002. – 2007. godine prije razvoja Globalne financijske krize predstavljalo je razdoblje olakšanih monetarnih uvjeta na svjetskoj razini te je i u Hrvatskoj taj period obilježen priljevima viškova likvidnosti iz inozemstva. Niske premije rizika uz monetarnu ekspanziju ECB-a između 2002. i 2006. dovelo je do priljeva stranog kapitala uz pad kamatnjaka na hrvatskom bankovnom tržištu te rast kreditnih plasmana banaka, a velik dio dugoročnih stambenih i drugih kredita iz tog vremena u otplati je još uvijek i danas. To znači da su se njihove otplate odvijale u uvjetima dva velika egzogena šoka – Globalne financijske krize 2008. i kovid krize 2020., a oba slučaja nestabilnosti imaju i određene zajedničke karakteristike te zasebne specifičnosti koje su se odražavale na akcije monetarne politike u kriznim uvjetima.

Kako bi se smanjio rast plasmana uz visoke financijske poluge banaka, HNB je prije GFC-a banke penalizirao po stopi od 4% kvartalno, što se već u 2003. godini penaliziralo obveznim upisom blagajničkih zapisa na iznose kredita koje su banke odobrile iznad prihvatljive razine, a takva praksa se implementirala i u samom kraju pred kriznog razdoblja 2007. godine kada se rast plasmana penalizirao po 1 % mjesečno, te kasnije 0,5 %, s prestankom korištenja tog instrumenta 2009. godine kada je i rast kredita banaka prirodno usporen zbog razvoja recesije. Također uz prethodno navedenu protucikličku mjeru, HNB je u razdoblju od 2004. – 2006. godine implementirao graničnu obveznu pričuvu (GOP) kako bi smanjio inozemno zaduživanje banaka, što je posljedično rezultiralo većim financiranjem banaka kroz dokapitalizacije – a time i ojačavanjem financijske stabilnosti banaka. Glavni instrumenti kojima se HNB koristio u razdoblju od listopada 2008. godine do studenog 2013. godine kako bi upravljao proizvedenim egzogenim šokom uslijed GFC-a, odnose se na upravljanje administrativnim instrumentima monetarne politike te inozemnom aktivom banaka.

Prema istraživanju putem studije slučaja, Galac (2010) je analizirajući utjecaj mjera monetarne politike HNB-a u vremenima krize na volatilnost tečaja kune i hrvatskog novčanog kamatnjaka zaključio kako je HNB otpuštanjem zaliha devizne likvidnosti te konvencionalnim deviznim intervencijama uspješno ublažio šok od pada tečaja koncem 2008. godine te mitigirao rizik juriša na banke. Kako bi se spriječio kreditni slom te nelikvidnost države te očuvala stabilnost tečaja, HNB je u razdoblju između 2008. – 2009. godine oslobodio likvidnost u iznosu 4,5 milijardi eura. Kumulativno smanjene odnosi se na smanjivanje minimalno potrebnih deviznih

potraživanja sa 32 % na 20 %, smanjivanje obvezne pričuve sa 17 % na 14 % posto te ukidanje granične obvezne pričuve.

Jankov (2009.) u svom istraživanju navodi kako je zaduživanje države kod domaćih banaka u promatranom razdoblju apsorbiralo gotovo 50 % pričuva koje je monetarna vlast oslobodila tijekom 2009. te 25 % pada depozita banaka krajem 2008. godine, navodeći kako je titula HNB-a kao kriznog menadžera u Hrvatskoj opravdana. Ujedno 15. listopada 2008. godine Vlada je povećava iznos osiguranja depozita od prijašnjih 15.000 eura na 56.000 eura što je za cilj imalo očuvanja stabilnosti financijskog sektora unutar sustava osiguranja depozita te smanjenje straha od propasti banaka te nemogućnost namire deponenata u slučaju insolventnosti banaka. Sve navedeno je kroz kombinaciju većeg broja rezultiralo očuvanjem financijske stabilnosti u Hrvatskoj, i u očuvanju stabilnosti tečaja i cijena, unatoč učincima GFC-a na nestabilnosti u realnom sektoru ekonomije.

Bokan et. al (2009) komuniciraju nekoliko mjera koje su bile usmjerene na mitigiranja straha kod stanovništva, od kojih izdvajaju mjere poduzete koncem 2008 godine te u veljači 2009. godine, a odnose se na ukidanja GOP-a na inozemno zaduživanje, smanjivanje pokrivenosti deviznih obveza banaka istoimenim potraživanjima s 28,5 % na 20 % te prije spomenuto smanjene OP sa prethodnih 17 % na 14 %, odnosno na 11 % u 2010. s kumulativnih učinkom od dodatnih 9 milijardi kuna. Trećina tog iznosa oslobođena je samim snižavanjem stope obvezne pričuve u 2010., dok je ostatak likvidnosti oslobođen kroz efikasni mehanizam kreditiranja poduzeća od strane fiskalnih vlasti, HBOR-a te poslovnih banaka. Nažalost prethodno spomenute monetarne mjere uvjetovane i fiskalni odgovorom pokazale su se nedovoljnima pa je HNB kao odgovor na nedostatnu količinu likvidnosti dodatno 2011. godine spušta stopu minimalno potrebnih deviznih potraživanja sa 20 na 17 posto i time oslobađa 850 milijuna eura.

### **3.4. Uloga monetarne politike u sprječavanju financijske i ekonomske nestabilnosti uzrokovane korona krizom**

Pretpandemijsko stanje hrvatskoj monetarnog sustava može se usporediti sa stanjem na europskom tržištu novca. Korištenjem politike smjernica te projekcija budućih reakcija upravljalo se stabilnom i niskom razinom inflacije (Ivanov, 2022), posljedično i jeftinim zaduživanjem koju je odlikovala tzv. 0% stopa kamata na zaduživanje („zero floor“). Određivanje promjenjivih kamatnih stopa vezivanjem na referentnu kamatnu stopu (na primjer EURIBOR koji se prije pandemije često nalazio na negativnim razinama), banke su većinom

provodile na način da poslovnim subjektima nudile opcije izračunavanja kamatnih stopa dodatkom fiksne marže na visinu ugovorenog parametra referentne stope. Ukoliko dođe do iznenadnoga pada referentne stope, sukladno ugovorima, za orijentir se svejedno uzima prethodno ugovorena referentna kamatna stopa, koja je u većini slučajeva bila 0%. Korištenjem takvog načina izračunavanja kamatnih stopa na ugovorene kredite, omogućilo je bankama još jednu dodatnu vrstu prihoda, na koje je kasnije HNB mogao računati kao oblik stvaranja još jednog „amortizera likvidnosti“ ili rezerve u bankovnom sustavu tijekom pandemije.

Upravljanje vlastitim očekivanjima o kretanjima trenda zaraze te posljedičnog utjecaja na monetarni sustav i gospodarsko u cijelosti, HNB je vršio niz akcija kako bi olakšao građanima korištenje vlastitih sredstava uslijed restriktivnih epidemioloških mjera. HZZ, ograničavajući fizičke kontakte na javnim mjestima, nastojao je spriječiti daljnje širenje epidemije koje bi uvjetovalo daljnje dublje posljedice prvenstveno po stanovništvo, a onda po gospodarstvo. U travnju 2020. godine HNB izlazi sa preporukom za banke, kojom bi se potrošačima olakšalo korištenje vlastitih novčanih sredstva te zadržala postojeća razina životnog standarda bez ugroze od zaraze virusom COVID – 19.

Preporuke upućene bankama odnosile su se na povećanje inicijalnog limita kartičnog plaćanja s početnih 100 na 200 HRK, te ukidanje naknade obračunate pri podizanju gotovine na bankomatima izvan sustava matične banke. Kako bi se minimizirao utjecaj posljedice krize na bonitet građana, te posljedično životni standard, implicirajući na povećanje stope nezaposlenosti uslijed pada profitabilnosti poduzeća te tendenciju istih na smanjena operativno troškovne strane, omogućen je moratorij na postojeća potraživanja, odnosno obveze građana prema kreditnim institucijama te uvedena mogućnost reugovaranja bez utjecaja na kreditnu sposobnost potrošača uz mjeru odgode prisilne naplate potraživanja. Na sjednici Savjeta HNB-a striktno vezanoj uz volatilitnost financijskog tržišta uzrokovanu korona krizom, HNB već u ožujku 2020. donosi odluke o namjeri održavanja financijske stabilnosti tokom kriznog perioda, te dovoljne likvidnosti kako ne bi došlo do juriša na banke uslijed šoka ponude i potražnje, te moguće ukupne stagnacije i kolapsa financijskog sektora.

U intervalu između 9. i 13. ožujka 2020. godine, kako bi se spriječio kolaps financijskih tržišta zbog mogućeg bijega kapitala u inozemstvo te špekulativne aktivnosti domaćih i stranih investitora, HNB provodi prve monetarne reakcije kroz tri intervencije u svrhu odgovora na egzogene šokove. Prve devizne intervencije, kao najvažniji kanal kreiranja te steriliziranja primarnog novca, uključivale su prodaju deviza poslovnim bankama čime je sustavu omogućeno 1.214,35 milijuna eurske likvidnosti, sprječavajući time deprecijacijski učinak

tečaja na domaću valutu. Također istog tjedna, instrumentom fine prilagodbe putem aukcije izravne kupnje od poslovnih banaka provodi se kupnja vrijednosnih papira Republike Hrvatske volumena 212, 88 milijuna kuna.

Budući da uloga HNB nije samo proaktivna putem intervencija, već je i upravljanje očekivanjima investitora i potrošača kroz kanal komunikacije smjera kretanja monetarne politike, HNB je 16. svibnja putem priopćenja za javnost, najavio strukturne operacije na rok od 5 godina uz kamatnu stopu od 0.25 %. Već idućeg ponedjeljka provodi se još jedna devizna intervencija volumena 411,05 milijuna eura prodaje deviza u svrhu izbjegavanja učinka neravnoteže na volatilitet te očuvanje stabilnosti deviznog tečaja. Istog dana provedene su još dvije operacije na otvorenom tržištu, jedna se odnosi na redovitu transakciju kojom je injektirano 750 milijuna kuna na rok od tjedan dana, dok je strukturnom operacijom otpušteno 3,8 milijardi kuna na vremenski horizont od 5 godina.

17.3.2020. godine je održana sjednica Savjeta HNB-a na kojem su donesene dopune i izmjene odluka o instrumentima monetarne politike omogućavajući sudjelovanje mirovinskih društava, društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima te društvima za osiguranje u operacijama kupoprodaje državnih vrijednosnih papira. Također istog datuma je održan sastanak sa predstavnicima Vlade RH na kojoj je guverner iznio očekivanja o efektima novonastale krize te o dostatnom višku likvidnosti potrebnom za očuvanje financijske stabilnosti cjelokupnog gospodarstva.

U tom izlaganju guverner je istaknuo kako se utjecaj prvenstveno očekuje na financijskom tržištu dugoročnih vrijednosnih papira te deviznom tržištu, implicirajući na tečajne pritiske, dok se na strani gospodarske likvidnosti očekuju pritisci vezani uz reugovoranje postojećih potraživanja/obveza kako bi se olakšao tranzitivni period šoka. Kako bi se spriječilo administrativno opterećenje, te adekvatno operativno upravljanje bankovnim sustavom, donesena je odluka o zaustavljanju procesa ispitivanja likvidnosti banaka u RH simulacijom otpornosti na stres, neposrednog nadzora poslovanja te ublažavanje zahtjeva za dostatnom razinom kapitala u svrhu likvidnosne pokrivenosti klijenata sa povećanom izloženošću uslijed novonastale globalne situacije. 18.3.2020. godine provodi se operacija fine prilagodbe kojom se povećavala likvidnost svih sudionika na financijskom tržištu koji u svom portfelju imaju značajniji udio vrijednosnica RH, a odnosi se na mirovinske i investicijske fondove, društva za osiguranje te poslovne banke.

Intervencija u iznosu 4,075 milijardi kuna imala je za posljedicu održavanje povjerenje investitora u tržište kapitala i očuvanja cjelokupne financijske stabilnosti putem izbjegavanja devaluacije vrijednosnica najvišeg bonitetnog ranga. Idući Savjet HNB-a održan je 23. svibnja 2020. godine na kojem je donesena odluka o smanjenju stope obvezne pričuve s tadašnjih 12 % na 9 %. Ovim javnosti vrlo poznatim i uhodanim instrumentom, povećana je likvidnost bankovnog sustava za dodatnih 10,45 milijardi kuna, dok se višak izdvojenog dijela kunske OP u dodatnom iznosu od 6,33 milijardi kuna obvezao pustiti u sustav 27. ožujka 2020. godine. Dodatno, 31. ožujka, kako bi se spriječio deprecijacijski pritisak na domaću valutu dolazi do intervencije na međubankovnom tržištu u svrhu očuvanja stabilnosti tečaja i minimalnih tečajnih odstupanja potrebnih za ispunjavanje kriterija konvergencije. Instrumentom je plasirano 618,15 milijuna eura pri tečajnoj razini od 7,608 HRK/EUR.

Uzimajući u obzir mogućnost nepredviđenih događaja uslijed presedana u svjetskom monetarnom okruženju, HNB radi korak dalje ne bi li maksimalno brzo i efektivno očuvao stabilnost hrvatskog gospodarstva i cjelokupnog financijskog sustava. 15. ožujka monetarna vlasti pristupa ECB-u u svrhu otvaranja dodatne mogućnosti za amortiziranje efekata šoka na gospodarstvo. Kako bi se omogućila dovoljna likvidnost deviza za potrebe redovitih operacija te novo implementiranih operacija otkupa državnih vrijednosnica, u suradnji sa Europskom središnjom bankom ugovara se otvaranje linije o valutnom swapu. Takva ugovorno valutna kreditna linija omogućila je pribavljanje dodatnih 2 milijarde eurske likvidnosti u slučaju nelikvidnosti hrvatskog financijskog sustava, uz održavanje potrebnih razina vlastitih međunarodnih pričuva i osiguranja povjerenja cjelokupne javnosti u mogućnost pravovaljanog i pravovremenog djelovanja ukoliko dođe do dodatnog šoka. Sljedeće tri intervencije monetarne vlasti odnosile su se na operacije fine prilagodbe kojima se otkupljuju vrijednosni papiri države, a odvijale su se u intervalu od 28. travnja do 30. lipnja 2020. godine. Kroz te tri transakcije, kumulativno je otkupljeno 13.598 milijardi kuna vrijednosnih papira te su se učvrstila očekivanja o kretanjima cijena državnih vrijednosnih papira. 17. studenog održana je jedna od posljednjih imanentnih strukturnih akcija centralne banke kojom je putem dugoročnog kolateraliziranog kredita po kamatnoj stopi od 2,5 % uz vremenski horizont od 5 godina do dospjeća, pušteno 470 milijardi kunske likvidnosti.

Ukoliko se Hrvatska promatra u konteksta jačine i razvijenosti globalnog monetarnog sustava, može se reći kako se ona nalazi negdje između razvijenih zemalja te zemalja u razvoju (engl. emerging markets economy ). Prema Cantu et al. (2021.) sama specifičnost korona krize zahtijevala je korištenje netipiziranih monetarnih instrumenata kako bi se utjecaj instantne

blokade imovine i poslovne aktivnosti maksimalno minimizirala. Prema istraživanju u kojem je uzeto u uzorak 39 ekonomija, 90 % EME ekonomija implementiralo je novije prakse kupnje imovine, dok je istu praksu koristilo 40 % naprednih ekonomija, pri tome naglašavajući važnost korištenja instrumenta kvantitativnog labavljenja i dodavanjem još jedne validitativne značajke i efektivnosti u vremenima zastoja transfernog kapitala od razvijenih prema manje razvijenim zemljama.

Po svojim obilježjima Hrvatska je nedvojbeno uvozno ovisna mala otvorena ekonomija, sa karakteristikom uvoza stranog kapitala kao oblika likvidnosti koji omogućava jeftino zaduživanje u stranoj valuti na domaćem tržištu. Dovoljno je kazati kako je razina, te stabilnost EURIBOR -a na koji se vežu domaća inflatorna i investicijska očekivanja glavni pokazatelj smjera kretanja monetarne politike u vremenima nestabilnosti. Nadalje, ukoliko se nadoda činjenicu kako Hrvatska ima neospornu želju sudjelovanja u koheziji sa smjerom kretanja monetarne politike u europodručju da bi održala povjerenje stranih investitora te europskih regulatora o zdravlju i spremnosti na sudjelovanje u kreiranju europske monetarne politike, može se reći kako je tijekom pandemije postojalo malo manevarskog prostora za bilo kakvo inovativno djelovanje, ukoliko se isključi uhodane i već inovirane instrumente korištene za vrijeme prethodnih kriza ekonomija čiji korišteni instrumenti uvijek za posljedice imaju globalne implikacije. Slijedom navedenog, ponašanje HNB-a kao centralne banke orijentirano je proaktivnoj primjeni i učenju na prethodnim iskustvima ostalih svjetskih „igrača“ koji zapravo kroje stupanj dubine i trajanja nestabilnosti financijskih tržišta.

Zbog toga, izostanak pohvale HNB-u kao jednoj od središnjih banaka manje ekonomije sa takvom razinom proaktivnosti i primjenom bio bi u krajnju ruku neozbiljan te neutemeljen. Kroz svoje djelovanje bitno je istaknuti cjelokupnu sliku koje su monetarne vlasti imale u vidu, pogotovo ukoliko se govori o proaktivnom kohezijskom djelovanju monetarne politike sa smjerom kretanja fiskalne politike, s ciljem minimiziranja posljedica šoka prvotno fokusirajući se na stanovništvo bez pogubnog utjecaja na gospodarstvo i privatni sektor, što bi neminovno dalje povećalo stopu nezaposlenosti, produbilo recesiju te dovelo do daljnjeg pada životnog standarda.



## **4. SLIČNOSTI I RAZLIKE U REAKCIJAMA U MONETARNE I FISKALNE VLASTI NA FINACIJSKU KRIZU 2008. I KORONA KRIZU**

### **4.1. Monetarna i fiskalna politika u financijskoj krizi 2008. godine**

U stranoj literaturi navođena pod imenom „Subprime mortgage crisis“ ili kod nas zvana globalna financijska kriza (u daljnjem tekstu: GFC) drugorazrednih hipotekarnih kredita nastupila je između kraja 2007 godine te 2009. godine. Pojam se odnosi na globalni sociološko - ekonomski šok kojem je uzrok bio slom tržišta nekretnina u SAD-u koji je kroz globalnu povezanost transmisivnim kanalima financijskih institucija i tržišta kapitala zahvatio i ostatak svijeta uzrokujući najveće financijsku krizu od 1929. godine. Brzina prelijevanja ovisila je ne samo o stupnju povezanosti financijskih tržišta kapitala nego i veličini trgovinske razmjene koju je pojedina zemlja ostvarivala sa SAD-om.

Početak 2000. godina svjetsko makroekonomsko stanje bilo je vrlo stabilno. Svjetske stope inflacije bile su na stabilnim i niskim razinama, broj nezaposlenih bio je stabilan i relativno nizak, a prema IMF – u, u razdoblju od 2000. – 2010. godine realna stopa rasta (korigirana za stopu inflacije) svjetskog gospodarstva iznosila je 3.7 %, stvarajući povoljne uvjete i pozitivna očekivanja investitora na tržištu kapitala. Svjetska se ekonomija okretala prema novim inozemnim investicijskim prilikama, većoj trgovinskoj razmjeni, novim proizvodima te većoj sklonosti riziku. Dvije gospodarski i ekonomski najveće i najjače sile SAD i Kina kroz svoje kanale trgovinske razmjene imale su nedvojbeno najveći doprinos stabilnosti svjetskog gospodarstva. Kina je jedno od glavnih emitivnih tržišta američkog izvoza s naglaskom na usluge povezane s turizmom, intelektualnim vlasništvom i licencijama te financijskih usluga. S druge strane Kina je jedan od najvećih izvoznika proizvoda i usluga u SAD stavljajući naglasak na glavne kategorije poput usluga istraživanja i razvoja, transporta, posredničkih usluga, elektroničkih proizvoda, strojeva, igračaka te sportske opreme te raznih drugih tekstilnih proizvoda.

U pretkriznom razdoblju bilanca tekućeg računa dviju najvećih svjetskih sila SAD-a i Kine se nalazila u inverznom odnosu. Prema statističkim podacima Svjetske banke, Kina je 2007. godine ostvarivala suficit u bilanci plaćanja u iznosu od 9.9 % BDP-a dok je SAD bilježio deficit bilance plaćanja u iznosu od – 5.1 % BDP-a što nije najmanja razina u kojoj je bilježi takvu stopa deficita. Takvi nesrazmjer u trgovinskog razmjeni dodatno je doprinio neravnoteži na tržištu kapitala uzrokujući dodatnu razinu neizvjesnosti. Glavno obilježje gospodarske slike

SAD-a u pretkriznom razdoblju jest velika sklonost potrošnji, zaduživanje uz financijsku polugu te investiranje na tržištima sa što većim prinosima, koja su često bili slabo regulirana ili uopće ne regulirana, dok je privatni i javni sektor u Kini bilježio visoke stope štednje, konzervativnije ponašanje te manju sklonost riziku od američkih investitora.

Upravo tu činjenicu potvrdio je i sam Bernanke (2005) izjavivši kako je jedan od glavnih razloga stvaranju neusklađenosti između SAD-a (kao izvora nestabilnosti i financijske krize 2008. godine) s ostatkom svijeta proizlazi iz prevelike sklonosti štednji svjetskog gospodarstva, a ne u premaloj averziji prema riziku gospodarstva SAD-a. Nadalje, Bosworth i Flaaen (2009)<sup>i</sup> tvrde kako prevelik priljev kapitala stvara višak na tržištu, tjerajući realne kamatne stope na niske razine i posljedično stvarajući veću potrošnju i špekulativne aktivnosti u SAD-u. Kraj 20. stoljeća okarakteriziralo je razdoblje druge modernizacije i velikog tehnološkog napretka u pogledu razvoja informatičkih rješenja, pojava interneta te brzih i učinkovitijih komunikacijskih kanala. Slijedom toga dolazilo je i do porasta cijena na tržištu nekretnina gdje je uslijed velike stope raste investicija te posljedično rasta dohotka već 2000. godine došlo do „spreada“ između stope rasta dohotka i cijena nekretnina.

2006. godine cijena nekretnina bile su za 50 % više od povijesno povezane korelacije kretanja prihoda i cijena nekretnina što je ukazivalo na već iznimno visok stupanj pregrijavanja tržišta. Na stranu monetarne politike, Taylor (2007) tvrdi kako je FED 2003. godine nakon „Dot – com“ financijske krize držao stope federalnih rezervi u 50 % manjem iznosu od razine na kojoj su trebale biti sukladno Taylorovom pravilu i dobroj ekonomskoj politici koja je provedena od 80-ih godina i doba modernizacije. Takvom pretjeranom stimulativnom ekspanzivnom monetarnom politikom i jeftinim novcem stvoren je preduvjeti za dodatno zaduživanje stanovništva, odnosno ekspanziju bilance poslovnih banaka kroz emitiranje novoodobrenih stambenih kredita te stvaranje tzv. tržišta nepokrivenih hipotekarnih stambenih kredita.

Ekspanzijom tržišta, kreditori su izdavali veliku količinu hipotekarnih kredita, osiguravali ih 90 dana te po isteku osiguranja prodavali takve plasmane privatnim aranžerima odnosno državno sponzoriranim kompanijama (GSE) poput „Fannie Mae i Freddie Mac koji bi takve sekuritizirane plasmane sličnih karakteristika i rizičnosti, strukturirali u „pool“ – ove i prodavali na sekundarnom tržištu u obliku pokrivenih hipotekarni obveznica. U strukturi obveznica u većini slučajeva radilo bi se o velikom broju dugoročnih hipotekarnih kredita s ročnosti od 30 godina sa fiksnom kamatnom stopom. GSE bi garantirali za takve kredite, odnosno novčane tokove koje bi proizlazili temelju kupljenih MBS-ova. Pošto se radi o GSE-ovima kako bi uspješno upravljali rizikom sekuritizacije i strukturiranja takvih proizvoda, za potrebe izdavanja

MBS-ova i prihvaćanja obveza kao „garanta“ potrebna je bila ekstenzivna pokrivenosti dokumentacijom o kreditnoj sposobnosti klijenata, adekvatnoj strukturi kolaterala, potencijalnoj kreditnoj izloženosti u slučaju nesolventnosti kredito-primca te razborito upravljanje novčanim tokovima svrhu otplate kredita u slučaju nemogućnosti otplate kredita.

Prednost sekuritizacije je bila što se na taj način mitigirao rizik poslovnih banaka izdavanjem takvih plasmana iz bilanci i stvarajući prostor za nove kredite kroz disperziju rizika na više investitora odnosno kupaca MBS-ova te ostvarivanja profita od sigurnog novčanog toka pokrivenih kredita, što je podupiralo razvoj sekundarnog tržišta MBS-ova te većom transparentnosti plasmana na tržištu aranžiranjem putem GSE-ova. Međutim, nakon što je tržište uvidjelo kako bi se ovakav model transferiranja rizika mogao primijeniti i na tržište manje likvidnih, odnosno više rizičnih hipotekarnih kredita, a da pritom ne uključuju aranžere poput Freddie Mac – a ili Fannie Mae, financijske institucije su kao garantno jamstvo osmislili proizvod pod nazivom kolateralizirane dužničke obveznice „CDO“. Takvi CDO-evi su prodavani u tranšama ovisno o stupnju rizičnosti od „junior“ do „senior“ obveznica koje bi dobivale oznaku AAA kreditnog rejtinga. Samo tržište nepokrivenih hipotekarnih kredita je bilo izuzetno neregulirano, ulazak i izlazak sa tržišta je bio iznimno jeftin sa minimalnim kapitalnim zahtjevima, a <sup>ii</sup>aranžeri takvih proizvoda, kako su standardni „underwritinga“ opadali, težili sve više strukturiranju proizvoda u čijem su portfelju bili ne likvidni ili ne solventni krediti sa često nepotpunom ili nepostojećom dokumentacijom te neadekvatnim kolateralom pritom ostvarujući ogromne bonuse za strukturiranje takvih proizvoda.

Kako je dolazilo do sve većeg obujma takvih proizvoda na tržištu tako je konkurencija tri najvećih rejting agencija bila sve izraženija. Standard & Poor's, Fitch i Moody's su takvim proizvodima davali najbolje kreditne rejtinge, dobivajući naknade direktno od samog izdavatelja takvih instrumenta dovodeći sebe u direktan sukob interesa te također često ne pregledavajući strukturu proizvoda u dubinu te njegovog kolaterala zbog mogućnosti odlaska aranžera kod susjedne rejting agencije i dobivanju bolje ocjene. Do 2005. godine volumen nepokrivenih hipotekarnih kredita dosegao je \$ 2.500 milijardi dolara od ukupnih \$ 11.000 milijardi stambenih hipotekarnih kredita. Kako bi financirali kupnju takvih dugoročnih instrumenata financijske institucije su izdavale kratkoročne pokrivenene komercijalne papire („ABCP“) te prekonoćne repo ugovore. Baily, Litan i Johnson tvrde kako je 2008. godine volumen takvih instrumenata iznosi \$ 80 milijardi dolara s dospijecem između jednog i četiri dana. Pošto su se takvi instrumenti nalazi izvan bilance banaka u strukturiranim investicijskim fondovima („SIV“) bez pokrivenosti u proporcionalnom rastu kapitala zbog smanjenih

kapitalnih zahtjeva za takve fondove, poslovanje CDO-sima je bilo uz veliku financijsku polugu i veliki rizik nesolventnosti.

Kupovina CDO-sa najviše se financirala posuđivanjem kratkoročnih sredstava putem prekonoćnih repo ugovora. Takav oblik financiranja putem kratkoročnog zaduživanja za financiranje dugoročnog ulaganja nije predstavljalo problem sve dok tržište nije doseglo svoj limit time povećavajući premiju, odnosno trošak zaduživanja. Time je zapravo i započela lančana reakcija kada su banke zbog nemogućnosti kratkoročnog zaduživanja bile prisiljene takve SIV fondove preseliti u svoju bilancu koja je time postala vremenski, rizično i kapitalno neusklađena, stvarajući problem solventnosti i posljedično bankrota Lehman Brothersa, Merrill Lynch, AIG, Bear Stearns Freddie Mac, Fannie Mae itd. Već je 2007. godine FED uvidjevši kako se tržište nekretnina urušava počeo smanjivati kamatne stope prema te je tokom 2008. godine kamatna stopa gotova pa izjednačena sa 0 % .

Kako bi osigurao potrebnu likvidnost monetarnog sustava FED provodi instrument valutnog swapa koji ugovara sa stranim bankama. Također, okreće se jedinom tradicionalnom kanalu koji mu preostaje na raspolaganju, a to je kanal signaliziranja. Tim instrumentom monetarne politike, često nazivan i QE1 FED je najavio kupovinu velike količine dugoročnih instrumenata pokrivenih imovina „LSAP“ između kraja 2008. godine i početka 2013. u iznosu \$ 1.750 milijardi dolara kojim je utjecao na pad kamatnih stopa na 10-godišnje obveznice upravljajući očekivanjima investitorima o produljenu period niskih kamatnih stopa. Taj instrument je koristio još jednom sredinom 2010. godine, poznato kao QE2, kada je otkupio \$ 600 milijardi dolara trezorskih zapisa od privatnog sektora.

U situaciji kada dolazi do zamke likvidnosti odnosno „zero floora“ kad kada su kamatne stope niske ili idu ispod nule, monetarna se politika prema Taylorovom pravilu pokazala neučinkovitom, odnosno pružanje dodatne likvidnosti ne bi imali proporcionalan učinak na gospodarstvo te transmisijski mehanizam monetarne politike postaje ugrožen. Nekonvencionalni kanali kao alternativa tradicionalnim politikama uključivali su širenje bilanci središnjih banaka putem kreditnog labavljenja kojom je FED utjecao ne samo na kratkoročne kamatne stope svojim intervencijama nego i na strukturu svoje bilance. U operacijama zamjene FED prodavao je kratkoročne državne obveznice te zamjenjivao za dugoročne obveznice podizajući vrijednost dugoročnih obveznica i inverzno smanjujući kamatnu stop na dugoročne plasmane pritom ne mijenjajući količinu novca u optjecaju.

Kvantitativno labavljanje označava instrument targetiranja kvantitativnih pokazatelja. Tim instrumentom FED je kupovao razne vrste državnih obveznica te pokrivenih obveznica u vlasništvu banaka koji su bile osigurane od strane državnih agencija. Kasnije su ti programi uključivali otkup komercijalnih papira („CPFF“), uzimanje kolaterala od banka u zamjenu za kredit u svrhu očuvanja likvidnosti („TAF“) te direktni otkup MBS – ova od GSE-ova te putem „TALF“ programa. Odgovor vlade SAD može se okarakterizirati kao „klasično stimulatívno Keynesianskim putem“ izglasavanja višegodišnjeg programa ekspanzivne monetarne politike koja je bila u iznosu 2% BDP-a te programa otkupa duga propalih banaka.

*Trouble Asset Relief Program* ( u daljnjem tekstu: TARP) fiskalna je intervencija američke vlade u vrijednosti od \$ 700 milijardi dolara kojom se smanjivao volumen toksičnih instrumenata te posljedično utjecalo na smanjivanje kamatnih stopa. Početkom 2008. godine američki kongres izglasava višegodišnji ekspanzivni stimulatív američkom gospodarstvu vrijedan 787 milijardi dolara koji je uključivao porezne olakšice, povećanje transferni plaćanja te povećanja državnih izdataka putem ulaganja u infrastrukturne projekte.

Važno je naglasiti da je tim paketom mjera fiskalne politike, Kongres djelovao na kompletni vremenski horizont, od kratkoročnog efekta smanjivanja poreza povećavajući dohodak stanovništvu te smanjujući poreze na dobit privatnim kompanija, do dugoročnog efekta povećanja ulaganja države u infrastrukturne projekte što ima daleko veći i dugotrajniji multiplikativan učinak na gospodarstvo. Takve mjere ekspanzivne fiskalne politike dovele su američko gospodarstvo do \$ 2.000 milijardi deficita BDP-a u 2009. godini.

#### **4.2. Globalni utjecaj korona krize na monetarni sustav**

Početkom 2020. godine jačina utjecaja globalizacijskih transportnih i međunarodno trgovinski lanaca ogledala se u intenzitetu te vremenu nastupa pandemijske situacije. Efekt prelijevanja utjecaja korona krize na svjetske ekonomije prvenstveno je ovisilo o stupnju trgovinske integracije u međunarodnoj ekonomiji, a onda posljedično i financijske u kontekstu očuvanja zdravlja financijskih tokova uslijed pokidanih trgovinskih dobavnih lanaca, odnosno zastoja globalnog međunarodnog transporta. Glavna karakteristika trenda uslijed minimizacije efekta monetarne nestabilnosti jest što su se većina svjetskih monetarnih vlasti odlučivale na ekspanziju svojih bilanci te korištenje nestandardiziranih instrumenata, od kojih su neki već prije implementirani tijekom globalne financijske krize (Cavallino; De Fiore, 2020).

#### 4.2.1. Utjecaj korona krize na monetarni sustav SAD-a

Što se tiče monetarne situacije u SAD-u, FED kao nadležni regulator odgovoran je za održavanje domaće financijske stabilnosti, a posljedično kroz globalizacijske procese te integracije američke valute, kao „Last resort“ valute financijske stabilnosti mnogih drugih zemalja ima utjecaj na monetarne trendove većine razvijenih i EME zemalja. Glavnina zabrinutosti FED-a odnosila se na utjecaj nestabilnosti na kreditno tržište.

FED ujedno, za razliku od ostalih središnjih banaka, ima najviše iskustva sa posljedicama ekonomskih kontrakcija sa posljedičnim dugoročnim utjecajem na ekonomsku stabilnost. Kao predvoditelj svjetske monetarne politike FED je koristio mnoštvo instrumenata koje je imao na raspolaganju, neke čak korištene i u GFC 2008. godine, a uključivalo je kupovinu državnih te imovinom pokrivenih obveznica (ABS), omogućavanja kreditnih transfera putem osiguravanja dodatne razine likvidnosti stanovništvu te poslovnom sektoru u svrhu očuvanja radnih mjesta te izbjegavanje rezanja operativnih troškova. Također valja istaknuti i uspostavu dodatne likvidnosti kroz produženje dospijeca na kredite ostvarene putem korištenja instrument diskontnog prozora bankovnom sektoru. Kako bi očuvao već postojeće niske kamatne stope na dugoročne trezorske zapise te „zero floor“ na hipotekarne kredite, te kratkoročne kamatne stope federalnih fondova koji su se isto tako kretali oko nula posto, FED je tijekom korona pandemije nastavio sa politikom korištenja kvantitativnog labavljenja kao oblika nekonvencionalnih instrumenata monetarne politike, te politike budućih smjernica.

Jedan od inoviranih instrumenata monetarne politike u korona krizi ogleda se u kombinaciji politike „Last resort“ kreditora na novčanom tržištu te kreditnog popuštanja. (D. Bordo et al. 2021) Povod za korištenje ovog instrumenta proizlazi iz nemogućnosti pribavljanje dodatne likvidnosti putem izdavanja komercijalnih zapisa najprofitabilnijih poduzeća. Osmišljeni instrument je oblik kratkoročnog zaduživanja, pod nazivom CPFF (engl. Commercial Paper Funding Facility) prvenstveno korišten u svrhu zadovoljavanja operativne kratkoročne likvidnosti.

Na svojim redovnim sastancima u ožujku 2020. godine, donesena je prva od niza mjera u očuvanju monetarnog integriteta SAD-a. Rezanjem stope federalnih fondova u iznosu od 1,5 %, snižena je stopa na razine gotovo ništice u rasponu od 0 % - 0,25%. Mora se istaknuti kako se ova stopa federalnih fondova koristi kao *benchmark* u određivanju stope kratkoročnih i dugoročnih financijskih instrumenata, odnosno dionica te obveznica. Jedan od bitnijih instrumenata s ciljem upravljanja očekivanja tržišta, javnosti te privatnih investitora o budućem

smjeru kretanja monetarne politike odnosi se na politiku budućih smjernica. Guverner FED-a u redovnim izjavama javnosti, komunicirao je kako će FED održavati kamatne stope na postojećoj niskoj razini, dok je u rujnu 2020. godine prema javnosti komunicirao kako će se održavanje niskih razina kamatnih stopa kretati proporcionalno povoljnom okruženju na tržištu rada, s težnjom maksimalne zaposlenosti, gdje se ciljana inflacija očekuje na razinama 2 posto.

Američko tržište kapitala najrazvijenije je tržište kapitala na svijetu, te ukoliko se uključi poveznica tržišta kapitala sa bankarstvom u sjeni, potencijalni negativni signal na američkom tržištu uvijek za posljedicu ima prelijevanje na ostale države svjetske ekonomije. Kako bi se omogućila transparentnost, te potrebna likvidnost uz minimalni utjecaj na portfolio investitora, FED je nastavio praksu korištenja monetarnog instrumenta kvantitativnog popuštanja putem kupovine državnih, municipalnih te imovinom pokrivenih obveznica (eng. ABS i MBS).

Putem komunikacije u nekoliko navrata tokom veljače 2020. godine FED je najavio kupnju 700 milijardi dolara trezorskih zapisa te MBS-ova. Tokom lipnja omogućena je dodatna injektirana likvidnost sustavu putem kupovine u najmanjem iznosu dodatnih 80 milijardi dolara trezorskih zapisa te 40 milijardi dolara ABS-ova. Do kraja 2021. godine, kako je FED ostvario svoje ciljeve postizanja stabilne inflacije i maksimalne zaposlenosti, dinamika otkupa vrijednosnica polako je kopnila, sa kulminacijom u prosincu 2021. godine kada je otkupljeno 30 milijardi dolara vrijednost trezorskih zapisa te obveznica.

Program kreditiranja primarnih dealera (engl. Primary Dealer Credit Facility) (napomena: korišten u GFC), za svojstvo je imao omogućavanja jeftinih kolateraliziranih kredita na rok dospijeca od 90 dana, a obuhvaćao je 24 financijske institucije poznate kao primarni dileri. Cilj ovog instrumenta bio je omogućavanje kretanja tokova kapitala na burzama SAD-a, a sam program ugašen je u veljači 2021. godine. Program pod nazivom MMMFLF (eng. Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) omogućavao je pokrivanje troškova gubitka banaka, uslijed povlačenja investitora stoga i izvora financiranja. Iznos pokrivenog troška, odnosno povučenih sredstava potrebnih za neometano servisiranje potražnje ovakvog oblika financiranja iznosio je 10 milijardi dolara, a program je ugašen na kraju prvog kvartala 2021. godine. Što se tiče korištenja repo ugovora, FED je putem svog FOMC odbora, svojim djelovanjem dodatno povećao obujam korištenja preko noćnog zaduživanja na raspoloživu razinu od 500 milijardi dolara, a između ostalog ugovaranjem dodatnih swap linija osigurana je dodatna likvidnost u slučaju potrebe. Od ostalih instrumenata bitno je istaknuti kreditiranje banaka putem korištenja instrumenta diskontnog prozora, kojim je snižavanjem kamatne stope sa postojećih 2,25 % na

četvrtinu omogućena likvidnost u slučaju juriša na banke i povlačenja deponiranih sredstava deponenata.

Jedan od bitnih instrumenata, već dobro poznat američkog javnosti jest TALF program. Ovim instrumentom omogućeno je kreditiranje sudionika na financijskom tržištu koji su u svom portfolio u posjedu imali postojeće izdane kolateralizirane vrijednosnice. Volumen korištenja ovog programa iznosio je 100 milijardi dolara, a primarno su se njima kreditirali postojeći krediti za svrhu financiranje kupnje vozila, studentskih participacija i slično. Bitno je spomenuti kako je on bio važan u svrhu osiguravanja likvidnosti manjim federalnim teritorijalnim jedinicama. Također jedan od manjih programa usmjeren lokalnoj vlasti odnosi se na aranžman pod nazivom MLF (Municipal Liquidity Facility) kojom je omogućeno zaduživanje lokalne države.

#### **4.2.2. Utjecaj korona krize na monetarni sustav europodručja**

2020. godine Europska središnja banka (ECB) našla se pred najvećim izazovima od svog osnutka kao centralne monetarne vlasti europodručja. Postojeće veće niske kamatne stope, te niske stope inflacije u okruženju olakšanih monetarnih uvjeta stvarali su dodatne pritiske na monetarne vlasti u pogledu pravovremenog i pravovaljanog odgovora na simultani šok ponude i potražnje što i jest glavno obilježje korona krize. Komponente gospodarstva koje se odnose na likvidnost privatnog i javnog sektora, potencijalne kreditne krize dužnika s obvezama pod utjecajem varijabilne kamatne stope te potencijalnu insolventnost dužnika uslijed povećanja stope nezaposlenosti te povećanje sistemskog rizika, glavni je fokus djelovanja ECB i njegove monetarne politike.

Transmisijski mehanizam monetarne politike je kanal koji se u svakom eksternom šoku nađe prvi na udaru. Sposobnost kreiranja te transformiranja novčane mase u optjecaju iz primarnog novca emitiranog kreditnim institucijama esencijalna je komponenta provođenja monetarne politike u europodručju te zemalja koje konvergiraju monetarnom uređenju po uzoru na isti. S aspekta kanala transmisijskog mehanizma, ECB jedna je od svjetskih monetarnih vlasti koja je odstupala od klasičnog korištenja alata politike snižavanja kamatnih stopa u razdoblju pandemije. Naime, tijekom svog ekspanzivnog razdoblja, odnosno razdoblja financijskog uzleta i oporavka kada su stope inflacije bile na prosječno izuzetno niskim razinama, a postojao je prostor za restriktivno djelovanje i podizanje prosječnih dugoročnih kamatnjaka, ECB to nije učinio pa se za ESB pretpandemijski period smatra svojevrsnim oportunističkim troškom. (Ivanov, 2022). Činjenica jest kako u razdobljima ekonomskog uzleta malo koja monetarna vlast



pribjegava politikama „stezanja remena“ kako bi kumulirala rezerve za uzlet u svojim bilancama i spriječila pregrijavanje ekonomije pa središnje banke dugoročnu linearnu stabilnost i održavanje razina BDP uz minimalne jazove često zamjenjuju za postojeće kratkoročne uzlete.

Koncem 2020. godine kao rezultat kontracikličkog djelovanja monetarne politike, bilanca Eurosustava narasla je na iznos od 7 bilijuna EUR, od kojih je gotovo 79% posto imovina sadržana u aktivni kumulirana direktno mjerama namijenjenima borbi protiv korona krize. Na samom početku pandemije, 12. ožujka 2020. godine održan je sastanak Upravnog Vijeća na kojem se diskutiralo o promjena u ekonomskom okruženju te novonastaloj korona situaciji te kako pravilno odgovoriti na izazove pred kojima se ECB našao. Kako bi se omogućila dovoljna razina likvidnosti donesena je odluka o provođenju daljnjih aktivnosti refinanciranja po kamatnoj stopi koja je izjednačena s kamatnom stopom na stalno raspoložive mogućnosti deponiranja kod središnje banke. ( ECB ).

Što se tiče ciljanih operacija dugoročnog refinanciranja (TLTRO III) odlučeno je kako će iznos mogućeg financiranja biti povećan za 50 % prihvatljivih kredita, a kasnija prilagodba je omogućila čak 55 %, dok će kamatna stopa na korištena sredstva, u razdoblju od lipnja 2020 godine do lipnja 2021. godine biti smanjena za 25 baznih bodova s mogućnošću dodatnih povoljnijih uvjeta koji za isti iznos mogu podilaziti kamatu na stalno raspoložive mogućnosti. Ovim načinom se osiguralo bankovnom sektoru mogućnost jeftinog refinanciranja u svrhu omogućavanja neprekidnog toka kapitala i minimizirao utjecaj na stranu ponude i dostupnosti kredita. Putem programa APP, Eurosustav je otkupljivao vrijednosne papire privatnih poduzeća za dodatnih 120 milijardi EUR s direktnom implikacijom na poboljšanje zdravlja realnog gospodarstva.

18. ožujka s obzirom na sve goru epidemiološku i gospodarsku sliku, ECB na svom Upravnom Vijeću donosi odluku o osnivanju programa hitne kupnje vrijednosnih papira zbog utjecaja pandemije ( PEPP), čija je vrijednost 750 milijardi eura, a uvjeti otkupa vrijednosnih papira su bili preuzeti od već poznatog APP programa uz dodatno proširivanje spektra prihvatljivih vrijednosnica. Unutar novog proširenja, kao prihvatljivi vrijednosni papiri uzimali su se i oni sektora poduzeća odnosno trgovačkih društava, a odnosi se na nefinancijske komercijalne zapisi s dospijecem do jedne godinu s minimalno preostalih 28 dana do dospijeca. Slična odluka donijeta je i u pogledu javnog sektora, s razlikom u minimalno potrebnom dospijecu vrijednosnih papira koje je iznosilo 70 dana.

Glavni ciljevi PEPP programa usredotočeni su na ostvarivanje srednjoročne stabilnosti cijena te omogućavanje manevarskog prostora centralne banke u svrhu ostvarivanja horizontalne preraspodjele slobodnih i dodatnih tokova likvidnosti kroz na cijelo gospodarstvo. 22. travnja proširena je paleta prihvatljivih kolaterala za izdavatelje koji su zadovoljavali minimalne bonitetne zahtjeve do 7. travnja za korištenje likvidnosti putem sustava TLTRO III, te u slučaju pada rejtinga istih prouzročenog nastalom situacijom, takva poduzeća se ne bi sankcionirala od pristupa dodatnoj likvidnosti te bi njihov kolateral i dalje bio važeći.

U travnju 2020. uslijed dodatnog pogoršanja globalnog okruženja te dodatnih pritisaka prouzročenih padom cijenom nafte, Upravno Vijeće provodi dodatno smanjene kamatne stope na sredstva korištena putem TLTRO III za razdoblje od lipnja 2020. do lipnja 2021. godine na 50 baznih bodova ispod referentne kamate na stalno raspoložive mogućnosti. Ta mjera je dodatno produžena u kasnijim iteracijama sve do lipnja 2022. godine. Također istog mjeseca donesena je odluka o uspostavi likvidonosne linije putem dugoročnog financiranja propisanog novim programom za borbu protiv pandemije pod nazivom PELTRO.

Tijekom prvog kvartala 2020. godine uspostavljena je ugovorena swap linija sa središnjim bankama izvan euro područja, dok je simultano uspostavljen program za raspolaganje stalno raspoloživim mogućnostima putem repo operacija, namijenjen centralnim bankama unutar Eurosustava u svrhu minimiziranja efekta prelijevanja na ostale ekonomije Europske unije. 2020. godine došlo je do još 2 dodatna rebalansa raspoloživih sredstava unutar PEEP programa gdje je početni 750 milijardi eura povećan prvi put za 600 milijardi eura, dok bi konačna vrijednost tog programa iznosila 1.850 milijardi eura sa krajnjim rokom korištenja krajem prvog kvartala 2022. godine. Koncem 2020. godine kao rezultat kontracikličkog djelovanja monetarne politike, bilanca središnje banke narasla je na iznos od 7 bilijuna EUR, od kojih je gotovo 79% posto imovina sadržana u aktivi kumulirana direktno mjerama namijenjenima borbi protiv korona krize.

#### **4.2.3. Utjecaj korona krize na monetarni sustav Japana**

Ukoliko se pogleda na istok, glavna monetarna vlast na koju se većina zemalja dalekog istoga oslanja jest Centralna banka Japana (u daljnjem tekstu engl. Bank of Japan, BoJ). Problem ekonomije u Japanu jest ta što unatoč naporima, Japanu već dugi niz godina ne polazi za rukom generiranje ciljane stabilne inflaciju u iznosu od ili blizu 2 % što se prema ekonomskoj teoriji smatra zdravom te potencijalnom varijablom za ekonomski rast. Ugrađena očekivanja javnosti

uglavnom su se svodila na održavanje očekivane inflacije od 1 % posto, a razlika između ostvarene, odnosno očekivane inflacije i težnje japanske vlasti smatraju se oportunističkim troškom. Nadalje, promatranjem monetarne intervencije, BoJ se također kao većina svjetskih monetarnih vlasti orijentirala na utvrđivanje financijske stabilnosti putem korištenja nekonvencionalnih instrumenata monetarne politike te politike upravljanja kamatnim stopama. Svoje je monetarne odgovore na korona krizu provodila kroz dva segmenta, od kojih se prvi odnosi na povećanje aktivnosti otkupa korporativnih obveznica te komercijalnih zapisa, te drugi dio koji se odnosi na instrumente korištene u svrhu osiguravanja dodatne likvidnosti poslovnim bankama sprječavajući već dobro znane rizike juriša na banke, pada kreditne aktivnosti i slično.

Početkom veljače 2020. godine, nastavlja se praksa BoJ u kojoj se dodatno koristi instrument monetarnog labavljenja s posljedičnim utjecajem na pad referentnih kamatnjaka za 25 bodova, te povećanje otkupa komercijalnih zapisa uz već dobro poznati otkup udjela u ETF fondovima te J-REIT ima. Ovim se načinom osiguravanja financijske stabilnosti želi postići minimalno odstupanje kretanja prinosa na novčanim tržištima uz smanje premije rizika, te osiguravanju dovoljne razine likvidnosti za podupiranje nekretninskog sektora. U veljači 2020. BoJ provodi također dodatne akcije u svrhu održavanja stabilnih dugoročnih prinosa. Centralna banka Japana se kao i ostale CB koristi uvjerenjem u buduću stabilnost financijskog sektora kroz politiku budućih smjernica kojom se obvezala provoditi otkup ETF ova i J-REIT vrijednosnica uz držanje prinosa na dugoročne 10 godišnje državne obveznice unutar 25 baznih bodova u odnosu na ciljane prosječne razine čak i po završetku korona krize.

Jedan od posebnih programa namijenjenih kao podrška sektoru poduzeća odnosi se na paket specijaliziranog programa za korporativno financiranje vrijednosti od 120 bilijuna (trillion) JPY donesen u travnju 2020. godine. Ovaj program prvenstveno se odnosi na otkup dugoročnih vrijednosnih papira privatnih poduzeća sa maksimalnim kumulativnim iznosom od 20 bilijuna JPY (trillion) dok je ostatak namijenjen za korištenje kroz specijalne likvidonosne fondove. Specijalni likvidonosni fond namijenjen je financijskim institucijama koji imaju poteškoće u svom poslovanju, a direktni je uzrok posljedica je korona krize. Ovim im se omogućava dostupnost jeftine likvidnosti ostvarene putem kredita sa nešto nižim troškom financiranja.

Od mjera bitnih za istaknuti je također uspostavljanje dugoročnog beskamatnog financiranja putem fondova u slučaju hitnih situacija, sponzoriran od strane države u protuvrijednosti 30 bilijuna (trillion) JPY uspostavljen u svibnju 2020. godine. Posljednji paket mjera odnosi se na daljnju kupovinu Japanskih državnih obveznica JGB koji je prvi put najavljen u travnju 2020. Ovaj monetarni alat osigurava likvidnost državnom i privatnom sektoru, koja svoje obveze imaju u stranoj valuti. Pošto se radi o najsigurnijem obliku podupiranja financijske stabilnosti,

japanska je monetarna vlast osigurala mogućnost dostupnosti likvidnosti u neograničenoj količini ukoliko to bude potrebno, a također je javnosti iskomunicirano kako će centralna banka Japana prinose na 10 godišnje državne obveznice držati pri razinama „zero floora“ odnosno +/- 0,25 posto ( H.E.Christensen et al 2022)

### **4.3. Odgovor fiskalne politike na korona krizu**

Fiskalna politika europodručja ne može se promatrati kao unilateralna apsolutna vlast na području Europske unije. Fiskalna politika temeljem potpisani pristupnih ugovora europodručju ostaje u nadležnosti država, te je direktno pod utjecajem diskrecijskih odluka vlada država članica. Kako je svaka članica Europske unije po jačini BDP, stanovništvu, glavnim odrednicama prihoda, sektorskoj strukturi i ograničenju djelovanja fiskalne politike drugačija, za bolju koordinaciju i razmjenjivanje mogućih rješenja oko problema pitanja stabilnosti europodručja, 1997. godine ustanovljeno je tijelo pod nazivom Euroskupina. Euroskupina jest tijelo unutar Vijeća Europske unije koje čini ministri pojedinih zemalja članica europodručja, a na sastancima tijela koji se održavaju jednom mjesečno, raspravlja se o distribuciji i podjeli zajedničkih odgovornosti u pogledu eura te poticanju rasta i razvoja gospodarstva europodručja, strukturnim reformama te mogućem proširenju (Vijeće Europske unije). Uloga i odgovornosti Euroskupine propisana je u Protokolu br. 14 Lisabonskog ugovora važećeg od 1. prosinca 2009. godine. Članovi sudionici Euroskupine su predstavnici ECB-a, predstavnici Europskog stabilizacijskog mehanizma, predstavnik Europske Komisije, već prije spomenuti ministri zemalja europodručja te predsjednik Euroskupine.

U travnju 2020. godine održan je prvi sastanak Euroskupine po pitanju reakcije na izazove korona krize. Na sastanku je donesena prva lepeza mjera pomoći državama članicama u svrhu sprječavanja daljnjeg širenja virusa i očuvanju zdravlja stanovništva uz minimalni utjecaj po gospodarstvo. Paket mjera pod potporom Europske investicijske banke, Europskog stabilizacijskog mehanizma, te Europskog instrumenta za privremenu potporu radi smanjenja rizika od nezaposlenosti ( SURE) iznosio je 540 milijardi EUR – a, a dostupnost instrumenta je ponuđena kroz kredite i jamstva javnom i privatnom sektoru.

Ožujkom 2020. godine aktivirana je stipulacija unutar opće klauzule o odstupanju iz Pakta o stabilnosti rastu čime se privremeno dopustilo upravljanje nacionalnom fiskalnom odgovornosti shodno izazovima korona krize bez posljedičnih sankcija od strane nadležnog supranacionalnog kontrolnog tijela.

U svibnju 2020. godine prezentirano je izvješće komisije o usklađenosti pojedinih država s fiskalnim kriterijima deficita u 2020. godini. Prema njemu 19 država članica je odstupalo od poznatog fiskalnog kriterija konvergencije od 3 % BDP, međutim protiv istih je odlučeno kako se neće provoditi bilo kakav postupak sankcije, ostavljajući prostora fiskalnoj vlasti za odgovarajuće stabilizacijske mjere.

Srpanj 2020. godine značajan zbog same činjenice da je to period u kojem se donosi proračun EU te revidiraju odluke ukoliko je zaokret u makroekonomskom okruženju prisilio šefove članica euro području odnosno euro skupine na izvanredne poteze pa je potrebno provesti koordinaciju na najvišoj razini kao što je Europsko Vijeće. Krajem mjeseca donesena je odluka o uspostavi fonda za oporavak (engl. Next Generation EU“, u daljnjem tekstu NGEU) čija je vrijednost određena na 750 milijardi eura. Glavna usmjerenost programa je na one članice Europske unije koje imaju najmanji manevarski prostor za djelovanje protiv pandemije, a učinak korona krize je imao najveći utjecaj na stabilnost gospodarstva u usporedbi s ostalim zemljama. Zemlje kojima je i primarno namijenjen program karakterizira omjer duga/BDP preko 100% .

Potprogram, odnosno alat naziva RRF (eng. Recovery and Resilience Facility) veličine do maksimalno 312 milijardi EUR namijenjen je korištenju u obliku bespovratnih sredstva te do maksimalno 360 milijardi u obliku kredita u sklopu financiranja lokalno donesenih programa država članica za odgovor na korona krizu. Determinante korištenja programa primarno se odnose na stupanj uspješnosti ostvarivanja predefiniраниh ciljeva, dok se investicije i lokalne reforme moraju implementirati zaključno sa 2026. godinom. Bitno je naglasiti kako je preko trećina programa namijenjena financiranju projekata prelaska na ekološko te manjim dijelom digitalizirano gospodarstvo. Ovim načinom unilateralnoga fiskalnog odgovora, smanjuje se opterećenje na javne financije država članica, te intermedijarno potpomaže se zemljama najviše pogođenim korona krizom, s glavnim ciljem očuvanja stabilne stope zaposlenosti te potenciranje gospodarskog rasta bez povećanja javnog duga država korisnica ovog fonda.

Slične, ali ipak dijelom drukčije fiskalne mjere donesene su i u drugim svjetskim gospodarstvima, ovisno o njihovim specifičnostima. Gospodarstvo SAD je po mnogo čemu specifično, tako i po načinu provođenja svoje fiskalne politike. Kako što je poznato, jedan od glavnih ciljeva monetarne politike SAD-a je maksimalna zaposlenost, pa se može reći da je u vremenima eksternih ekonomskih šokova upravo ta varijabla jedna od glavnih odrednica usmjerenost fiskalnog djela odgovornosti kako bi se očuvalo povjerenje javnosti u predsjednika SAD-a i njegovo pravovaljano vođenu politiku. Jedan od važnih legislativnih okvira koji

predefiniraju veličinu budžet i namjensko trošenje, odnosno rashode države po pojedinim programima i stavkama jest Akt o fiskalnim izdvajanjima (eng. Government Appropriations Act).

2020. godine pokazalo se da je korona kriza jedan od najvećih kratkotrajnih egzogenih šokova ikad pronastao u SAD-u. Od trenutka prvog potvrđenog zaraženog pojedinca u Kini do prvog potvrđenog slučaja zaraze u SAD-u pokazalo se kako posljedice globalizacije i nisu u potpunosti samo pozitivno orijentirane nego imaju u negativan aspekt u pogledu prijenosa virusa koji unatoč kontaminacijskih i preventivnim mjerama je teško obuzdati. Kako bi shvatili magnitudu šoka korona krize, dovoljno je kazati o 6 milijuna ljudi koji su podnijeli zahtjev za potporama za nezaposlene samo unutar jednog tjedna, do kumulativno preko 23 milijuna korištenih direktnih tako i indirektnih pomoći za nezaposlene samo unutar početnih mjeseci pandemija u SAD-u.

Fokusirajući se na najznačajnije fiskalne odgovore u SAD-u, zaključno sa 2021. godinom može ih se podijeliti u nekoliko iteracija, odnosno skupina ovisno o vremenskom horizontu razvijanja same pandemije i veličini donesenih legislativnih stimulansa.

Prva iteracija fiskalnog odgovora donesena na samom početku pandemije odnosi se na paket mjera kumulativnog iznosa 2.400 milijardi dolara. Prvi od nekoliko programa odnosi se na mjeru unutar Akta o fiskalnom izdvajanju za preventivni i adekvatni odgovor na korona krizu (engl. Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations ACT, CPRSAA) u iznosu od 10 milijardi dolara. Bitno je naglasiti kako je ova mjera donesena neposredno prije proglašenja epidemije od Svjetske zdravstvene organizacije, a fokus osiguranih sredstva putem federalnih agencija odnosi se na kupnju testova, medicinskih potrepština, financiranje istraživanje i ostalih aktivnosti povezanih uz osiguranje zdravlja stanovništva te pružanje kredita za mala poduzeća (eng. SBA loans).

Druga mjera odnosi se na Akt o obiteljskom prioritetu unutar odgovora na korona virus (eng. Families First Coronavirus Response Act, FFCRA) u iznosu od 20 milijardi dolara. Ova mjera donesena je u okviru Akta o planiranim fiskalnim izdvajanjima za 2020. godinu, a tiče se poreznih rasterećenja te generalno povećanja transfernih izdvajanja. Posljednja 2 paketa mjera unutar prve fiskalne iteracije u iznosu od 1.750 milijardi dolara, odnose se na program Akt o pomoći, stimulansima i ekonomskoj sigurnost (eng. Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, CARES) te Akt o očuvanja plaća te unaprjeđenje zdravstvene zaštite (eng. Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act, PPPHCEA) uz dodatni

program pružanja likvidnosti putem kredita ekonomske katastrofe (eng. Economic Injury Disaster Loans, EIDL) kojim se kroz razne oblike bespovratnog ili beskamratnog kreditiranja, stimuliraju poduzeća koja ne pribjegavaju otpuštanju svojih zaposlenika. Kao najrašireniji paket CARES je pokrивao gotovo sve horizontalne stimulanse koje je država u mogućnosti ponuditi, a od nekih uključuje davanja za unapređenje ekonomske aktivnosti poduzeća, kreditne linije federalnim i lokalnim vlastima, transferna plaćanja za nezaposlene i u svrhu očuvanja radnih mjesta i mnoge druge.

Druga iteracija odgovora donesena krajem 2020. godine u iznosu od 900 milijardi dolara odnosi Akt o izdvajanju za fiskalni odgovor i rasterećenje (eng. Coronavirus Response and Relief Supplemental Appropriations Act, CRSAA), kojim bi se omogućili stimulanse ne samo federalnim vlastima nego i sektoru stanovništva, i poduzeća kroz povećanje participacije federalne vlasti u troškovima oboljelih iznosu od 0.9 bilijuna dolara.

Treća iteracija u iznosu od 1.9 bilijuna veže se uz najvećih ikad fiskalno izglasani paket mjera za spas američkog gospodarstva (eng. American Rescue Plan Act, ARPA). Paket mjera donesen u ožujku 2021. godine kao primarni cilj ima usmjeravanje pomoći sektoru stanovništva te lokalnih zajednica uz dodatnu razinu investiranja u sektor zdravstva. Također neke od značajka ovog programa osim različitih poreznih rasterećenja te direktnih transfernih plaćanja kao što su jednokratne naknade od 1.400 dolara, te povećanja dječje porezne olakšice sa 2.000 na 3.000 dolara, jesu osigurana sredstva od preko 450 milijardi dolara likvidnosti pružene Federalnim rezervama u svrhu omogućavanja financiranja velikih i malih poduzeća, neprofitnih udruga, te svim razinama vlast uz dodatne beneficije i fiskalna olakšanja lokalnih te federalnih vlasti.

Akcije ublažavanja posljedica korona krize provođene su i u drugim zemljama, prilagođeno njihovim povijesnim ekonomskim, demografskim i drugim specifičnostima. Japan je jedna od geografski najizdvojenih zemalja na svijetu, sa relativno dugom poviješću uvažavanja autoriteta fiskalne i monetarne politike. S obzirom na relativnu blizinu Kine kao izvorišta pronastale globalne pandemije, Japan je relativno brzo uspio reagirati na eksterni šok zatvaranjem svoje ekonomije u obliku prekida dobavnih lanaca te obuzdavanja broja zaraženih. Povećanje stope nezaposlenosti, pad BDP-a već je postao uobičajen utjecaj na globalne ekonomije. Ukoliko se uzme u obzir dugovječni japanski problem niske inflacije, korona kriza je japansku ekonomiju zahvatila u vrijeme kada su se fiskalne i monetarne vlasti usredotočivala na deregulaciju ekonomije te povećanje stope zaposlenosti. Za razliku od ostalih zemalja, Japan je po svojoj povijesnoj karakteristici na svojim listama prioriteta uvijek navodi zaposlenost, te radnu etiku. Činjenica je kako je Japan jedan od rijetkih razvijenih zemalja čije se stanovništvo teško

privikavalo na uvjete rada od kuće, kako bi se spriječila daljnja zaraza stanovništva te ograničenjima kretanja.

Prema OECD-u prvi slučaj zaraze korona virusom u Japanu evidentiran je već sredinom siječnja 2020. godine. Vlada je počela sa mjerama za suzbijanje širenja, s posljedičnim utjecajem na pad privatne potrošnje i potrošačkih očekivanja. Već u travnju 2020. godine broj novo nezaposlenih narastao je gotovo milijun, s pretpandemijskih 2,5 % na 3,1 % krajem 2021. godine, a oporavak te povratak na pretkrizno stanje traje još i danas. Japanski fiskalni odgovor bio je sistematičan i relativno konstantan. Svojim reakcijama u travnju te listopada 2020. godine te tri rebalansa proračuna Japanska je vlada djelovala proporcionalno razvijanju jačine krize. Kao i većina zemalja, ožujak je prijelomni mjesec u kojem fiskalne vlasti nude svoje prve odgovore. Upravo tako je reagirao i Japan putem 300 milijardi JPY (0,05 % BDP-a 2019) korištenja postojećih rezervi prošlogodišnjeg proračuna u svrhu financiranja malih poduzeća, sektora stanovništva te zdravstva kao najvažnijeg štita od daljnjeg širenja pandemije.

U travnju donesen je rebalans proračuna za 2020. godinu u iznosu od 25.7 bilijuna JPY unutar kojeg su predviđene različite mjere fiskalnog rasterećenja. Među jednom od bitnijih stavki valja spomenuti 1 bilijun JPY namijenjen poboljšanju zdravstvene zaštite i standarda, 6,1 bilijuna JPY za svrhu financiranja malih i srednjih poduzetnika te potpora za poduzeća sa poteškoćama u svom poslovanju, osigurana sredstva u iznosu od 12,9 bilijuna dolara u obliku jednokratne pomoći od 100,000 JPY svakoj fizičkoj osobi, te uspostava fonda, odnosno rezervi za nepredviđene troškove u borbi korona krizom u iznosu od 1,5 bilijuna JPY. Upravo taj fond bio je izvor sredstva za financiranje studentskih zajmova te potporu zdravstvenom sustavu korištenih u svibnju. 27. svibnja vlada Japana ponovno donosi rebalans proračuna u iznosu 31.9 bilijuna JPY unutar kojeg je predviđen trošak subvencija za program očuvanja radnih mjesta u iznosu od 0,5 bilijuna JPY, također 2 bilijuna JPY garancija u svrhu očuvanja tržišnih cijena zakupa za male i srednje poduzetnike, pružanje beskamatnih kredita u iznosu od 11,6 bilijuna te dodatnog povećanja rezervi za nepredviđene troškove u iznosu od 10 bilijuna JPY.

Krajem 2020. godine donesen je zadnji rebalans proračuna u toj godini. Njime su izglasane 2 bitne stavke od kojih se prva odnosi na osiguranje sredstva zdravstvenom sustavu za obuzdavanja širenja virusa u iznosu od 4,4 bilijuna JPY, te drugi dio koji se odnosi na sredstva u svrhu provođenja strukturnih reformi te oporavak od posljedica korona krize u post covid periodu iznosu od 11,7 bilijuna JPY. Ovaj dio rebalansa proračuna izuzetno je važan zbog činjenice kako je vlada Japana uvidjevši slabosti u svojoj ekonomiji pod djelovanjem korona krize, donijela niz programa za financiranje digitalne transformacije, uspostavu fonda za



financiranje istraživanja i razvoja, uspostavu linije subvencija za potrebe restrukturiranja poduzeća pogođenih korona krizom te dodatnih sredstva financijske pomoći malim i srednjim poduzećima, te također povećanje subvencija za razvoj lokalnog turističkog sektora omogućavajući jeftine i povoljne programe putovanja unutar Japana. Zadnji dio ovog rebalansa odnosi se na povećanje sredstava upravljanja katastrofama u iznosu 3,1 bilijuna JPY.

Pred kraj 2020. godine donesen je prijedlog novog proračuna za 2021. godine kojim je osigurano 5 bilijuna JPY rezervi za nepredviđene troškove koji je tijekom 2021 godine korišten u tri navrata u svrhu zdravstvene zaštite, novčanih potpora mali i srednjih poduzeća te sektoru stanovništva. 19. studenog Japanska vlada donosi novo legislativno rješenje i paket mjera sa svrhom prevladavanja posljedica korona krize u iznosu od 43,7 bilijuna JPY, čija su sredstva osigurana zaključno sa 2022. godinom.

#### **4.4. Komparativna analiza provedenih monetarnih i fiskalnih politika u razdoblju šokova 2008. godine te 2020. godine.**

U odnosu na financijsku krizu 2008. godine, korona kriza odnosno kriza uvjetovana virusom COVID – 19 je prva globalna egzogena kriza koja je imala globalni unilateralni horizontalni učinak na svjetska gospodarstva (Fernandes, 2020), odnosno njihove monetarne sustave. Obilježje svjetskog monetarnog sustava prije korona krize jest da je to jedan je od najdugoročnijih ekspanzivnih perioda svjetskog gospodarstva uz povijesno niske kamatne stope i obilje viška likvidnosti.

U periodu između 2010. – 2018. godine, vodeća svjetska gospodarstva imala su prosječnu stopu rastu BDP -a od 1,6 % godišnje (izdvajajući Kinu). Nagli pad globalne ekonomske aktivnosti rezultanta je zatvaranja svjetskih gospodarstava odnosno „lockdowna“ u svrhu očuvanja zdravlja i sigurnosti stanovništva. Nastupom pandemije 2019. godine promatrane zemlje ostvarile su prosječan pad BDP-a u iznosu od 6,5 % što je neto promjena u odnosu na ostali promatrani period od 8,1 postotnih poena.

Zbog same specifičnosti simultanog udara na agregatnu ponudu i potražnju kako bi se ublažili efekti udara na gospodarstva, fiskalne su vlasti djelovale u koordinaciji s monetarnim vlastima, za razliku od ranijih povijesnih slučajeva kada ta koordinacija nije bila uspješna (Ćorić et al, 2015). Kako bi se omogućilo neometano funkcioniranje javnog i privatnog sektora monetarne vlasti koristile su sve moguće alate dostupne na raspolaganju uključujući konvencionalne i

nekonvencionalne instrumente. Provođenje takvih vrsta instrumenta rezultiralo je povijesno do sada nezabilježenim povećanjem bilanci monetarnih institucija uz očuvanje stabilnosti financijskog sustava. Glavna komparativna distinkcija koja se može povući između Hrvatske 2020. te velikih monetarnih sila jesu veličina, odnosno otvorenost gospodarstva te tečajni režim, a koji su utjecali i na razmjer korištenja monetarne politike u doba korona krize.

*Tablica 1. – Pregled korištenih instrumenata monetarne politike tijekom GFC i korona krize*

Pregled ugovorenih i korištenih monetarnih instrumenata		GFC				Korona kriza			
		SAD	ECB	Japan	Hrvatska	SAD	ECB	Japan	Hrvatska
Referentni kamatnjaci		+		+		+		+	
Operacije na otvorenom tržištu		+	+	+	+	+	+	+	+
Swap linije	EUR		+		+		+		+
	USD	+		+		+		+	
Politika upravljanja obveznom pričuvom		+	+		+	+	+		+
Program otkupa vrijednosnica		+	+	+		+	+	+	+
Upravljanje očekivanjima (politika budućih smjernica)		+	+	+	+	+	+	+	+
Stalno raspoložive mogućnosti		+	+	+	+	+	+	+	+
Kreditno popuštanje		+	+	+		+	+	+	

Izvor: Izrada autora prema podacima FED ( 2008. ), ECB ( 2020., 2021.), Boj ( 2008., 2021.), HNB ( 2021.)

Ukoliko se pogleda tablica pregleda korištenih instrumenata monetarne politike odabranih zemalja u usporedbi s Hrvatskom vidljivo je kako u usporedbi sa ostalim zemljama koji su pod režimom slobodno plivajućeg tečaja, Hrvatska ima ograničenije prostor djelovanja. Pretkrizno razdoblje GFC u Hrvatskoj obilježeno je procikličkom fiskalnom politikom te nerazboritim fiskalnim upravljanjem stvarajući preduvjet za neadekvatne reakcije koje su se dogodile u

vremenima kada se dogodio slom na tržištu hipotekarnih kredita u SAD-u s efektom prelijevanja na ostatak svijeta.

Prema istraživanju Deskar-Škrbića i Raosa (2018), upravo je i to glavni razlog što se Vlada RH u kriznom razdoblju od 2009 . - 2012. godine u jeku oporavka od GFC, vodila nizom procikličkih odluka koje su dodatno produbljivale krizu, prvenstveno odnoseći se na rezanje rashodovne komponente proračuna, umjesto razboritog i namjenskog upravljanja prihodima. Mjere na koje se to odnosi prvenstveno se tiču povećanju stope PDV-a u nekoliko navrata od postojećih 22% u prvoj iteraciji na 23 % te kasnije na 25 %, uz postojeća smanjena rashodovne komponente proračuna, a prvenstveno se tiču naknada za očuvanje radnih mjesta, te kapitalnih investicija u vremenima kada se proračunom trebalo razborito i odgovorno protuciklički ponašati kako bi se stimulirala potrošnja i ulaganja. Također u istom razdoblju dolazi do kumulativnog smanjenja plaća zaposlenima u državnim i javnim poduzećima u iznosu od 8%, direktno dovodeći u pitanje stope štednje kućanstva, te sposobnost servisiranja postojećih dugovanja stoga se i Hrvatski odgovor tijekom GFC može navesti kao eklatantan primjer inverznog djelovanja monetarne i fiskalne suradnje.

Što se tiče monetarne politike, 2008. godine uslijed prelijevanja GFC na hrvatsko gospodarstvo, HNB je reagirao rigidnije braneći tečaj i sprječavajući utjecaj na likvidnost bankovnog sustava. Konvencionalni instrumenti monetarne politike te ukidanja GOP-a, smanjivanje stope OR uz povećanje iznosa depozita obuhvaćenih sustavom osiguranja kako bi se vratilo povjerenje deponenata u likvidnost i stabilnost financijskog sustava, glavne su pozitivne eksternalije proizišle iz financijske krize 2008. godine.

Glavno razgraničenje monetarne intervencije u dva promatrana razdoblja prvenstveno se odnosi na HNB-ove pouke naučene u GFC. Korištenje instrumenta kvantitativnog labavljenja pokazalo se kao učinkoviti alat u smanjivanju prijenosa utjecaja egzogenih šokova na realno gospodarstvo. Slijedom navedenoga, nastupom korona krize HNB je kao jedina monetarna vlast male otvorene ekonomije sa upravljano plivajućim devizni tečajem prvi put implementirao nekonvencionalne instrumente monetarne politike za očuvanje financijske stabilnosti kojima je kao i sve ostale monetarne vlasti širio svoju bilancu, ali u daleko manjem obujmu kroz kupovinu vrijednosnica u usporedbi s središnjim bankama naprednih ekonomija.

Krajem 2015. godine, kao referentne godine početka oporavka od GFC te krize javnog duga, iznos aktive HNB iznosio je 8,5 milijardi EUR – a, dok je na početku 2021. godine na početku oporavka od korona krize veličina aktive iznosila 29,8 milijardi EUR -a, što je povećanje za

350 %, s konačnim iznosom aktive u 2022. godini od 32,7 milijardi (HNB). Pritom je najveći dio rasta aktive bilance HNB-a bio rezultat otkupa deviza od banaka i države, kao posljedica snažnog priljeva deviza u hrvatsko gospodarstvo, a u znatno manjoj mjeri posljedica otkupa vrijednosnica i kreditnih plasmana bankama.

Ukoliko se stavi u kontekst samo monetarni odgovor ECB-a putem programa hitne kupnje u ukupnom iznosu od 1.350 milijardi eura, rast plasmana HNB se čini kao neprimjetan, međutim ne smije se zaboraviti kako je i tržište kapitala Hrvatske u nepovoljnijem položaju naspram europskog, japanskog te pogotovo američkog tržišta. Činjenica je kako Hrvatska kao manje razvijeno gospodarstvo u odnosu na Japana nije imala potrebu korekcije ponašanja sudionika na tržištu kapitala kao što je to 2008. godine napravio BoJ zamrzavajući trgovanje dionicama i obveznicama u vlasništvu financijskih institucija kako bi smanjio efekt prelijevanja GFC na stanje javnog duga te privatni sektor. Međutim, može se naglasiti kako je jak odgovor politike Japana u korona krizi s gotovo 15 % BDP-a izravnih fiskalnih stimulansa te 28 % osigurane likvidnosti doista potvrda da su svjetske centralne banke odlučno, skoro pa i kohezijski djelovale protiv korona krize (BoJ)

Dodatno, pošto je korona kriza šok s obje strane, pritom misleći na šok ponude i potražnje (Bekaert, 2020)., suradnja fiskalne i monetarne politike se pokazala kao održivim modelom za očuvanje kako monetarne tako i gospodarske stabilnosti. 2020. godine hrvatska fiskalna politika je pokazala snažnu odlučnost u smanjenju utjecaja po stope nezaposlenosti te održavanja životnog standarda kućanstva, očuvanju stabilnosti javnih financija te stabilnosti financijskog sektora u cijelosti.

Instrumenti gospodarske potpore na razini Europske unije tijekom covid pandemije odnose se na niz programa koji u financijskoj krizi 2008 godine nisu bili toliko u fokusu supranacionalne vlasti. Programi poput Next Generation EU (750 milijardi €), donošenje proračuna na dugi rok s fokusom na potporu digitalne transformacije i zelene tranzicije u vrijednosti od 1.074 milijardi eura, sa kumulativnim ukupnim iznosom potpora za oporavak od pandemije virusa COVID 19 te očuvanja radnih mjesta, stabilnost privatnog sektora te potpora država članica najviše pogođenih krizom u vrijednosti od 2.364,3 milijardi eura (Europska komisija) pokazuju koliko su europske vlasti shvatile ozbiljnost simultanog šoka s obje strane.

U usporedbi s monetarnom politikom, fiskalna politika, odnosno paket mjera ili potpora prema dosadašnjem iskustvu u većem je fokusu javnosti zbog toga što posljedice djelovanja smjera fiskalne politike građani mogu direktno vidjeti po često banalnom pokazatelju, a to su njihovi

transakcijski računi. Transferna plaćanja, smanjivanje poreza, olakšice i potpore za očuvanje radnih mjesta mjere su koje su po prvi puta u odnosu na GFC donesena u gotovo svim zemljama uzetim u uzorku promatranja. Tokom GFC, fokus fiskalne politike SAD i Japana uglavnom se odnosio na akcije u smjeru minimizacije utjecaja po ostatak privatnog bankarskog sektora, što je često uključivalo donošenje zakona i paketa mjera za spašavanje nesolventnih banaka, zamrznuće trgovanja dionicama i udjelima na Japanskim burzama u vlasništvu financijskih institucija te programe vezane uz kvantitativno labavljenje.

S druge strane Europska unija je tokom GFC donijela paket pomoći za oporavak gospodarstva pod nazivom Ekonomski plan oporavka (eng. Economic Recovery Plan), međutim to nije uključivalo konkretne mjere, nego preporuke po pojedinim državama kako bi se stimulirala potražnja te povećala potrošnja. Prema Jurčiću (2010), volumen ponderiranog paketa mjera fiskalnog odgovora na razini EU iznosio je tek 0,9 % BDP-a u 2009. godini te 0,5 % BDP-a u 2010. godini

Hrvatska je tokom korona krize imala privilegiju kao i ostalih 18 država članica, korištenje namjenskih sredstava za očuvanje radnih mjesta čijim se kreditiranjem unutar okvira SURE uspjelo dobiti 1,6 milijardi eura potpora za operativno sufinanciranje te pokrivanje eventualnih gubitaka poduzeća. Vlada Republike Hrvatske je ta sredstva koristila upravo u nekoliko navrata u iznosu od 3.250 HRK jednokratne pomoći u ožujku, te 4.000 HRK pomoći u travnju i svibnju.

Nadalje, može se naglasiti i mjere kojima je Vlada pokušavala spasiti poslovanje privatnog sektora putem odgode poreznih obveza pravnih osoba, zamrzavanje stečajnih postupaka i prisilnih naplata pa sve do mogućnosti re-ugovaranja postojećih kreditnih potraživanja banaka. Dakako je bitno naglasiti kako su najveći paketi fiskalnih mjera i potpora doneseni upravo u SAD-u. Ukoliko se stavi u odnos iznos fiskalnih mjera od 24,6 % BDP provedenih kroz najmanje 3 iteracije programa i fiskalnih stimulansa u odnosu na samo 7 % BDP u GFC, zasigurno se može reći kako su i takve mjere jedan od uzroka današnjeg globalnog problema inflacije. 2020. godine iznos fiskalnih stimulansa i odgovora na zahtjeve korona krize dostigao je gotovo 6.000 milijardi EUR, što je preko 7 % svjetskog BDP-a, od kojih je većina te sume donesena na području najrazvijenih zemalja G20 (Komunikacija Komisije Vijeću Europske unije) što je gotovo dvostruki iznos u odnosu na GFC. Također, uz ovakvu magnitudu direktnih fiskalnih stimulansa, neminovna je posljedica proizvodnja svjetske inflacije koja je već iduće godine iznosila 3,5 % dok je 2022. godine dosegla gotovo 8,3 % uz povećanje globalnog javnog duga koji se koncem 2020. godine kretao oko 98 % BDP-a.

## 5. ZAKLJUČAK

Sadržaj diplomskog rada odnosi se na utjecaj i posljedice prelijevanja egzogenog šoka korona krize na hrvatsko gospodarstvo i monetarni sustav. 2020. godina je prijelomno razdoblje kad se po prvi put u modernoj povijesti dogodio globalni egzogeni šok koji nije proizašao iz endogeno lošeg vođenja makro i mikroekonomskih politika.

Hrvatska je mala zemlja, stručno definirana kao zemlja malog otvorenog gospodarstva sa malim brojem stanovnika, na maloj geografskoj površini i relativno malom monetarnom bazom, u usporedbi s monetarnim velesilama kao što su Japan, SAD te Europska unija, koje vođenjem svojih ekonomskih i monetarnih politika kroje svjetsku makroekonomsku sliku te imaju utjecaj na kretanje poslovnih ciklusa.

Dosadašnja povijesna iskustva većinom su utjecale na jednu stranu makroekonomskih modela ovisno o tome gdje je kriza prvenstveno i nastala. Glavno obilježje korona krize jest kako se radi o globalnom egzogenom šoku sa simultanim utjecajem na agregatnu ponudu i potražnju koji je horizontalno unilateralno djelovao na sve svjetske ekonomije, a brzina prelijevanja šoka je prvenstveno ovisila o stupnju integracije sa ostalim državama svijeta, trgovinskim vezama te stupnju globaliziranosti zemlje.

Hrvatska je jedna od zemalja koja je prva pravodobno i pravovaljano odgovorila na izazove korona krize. Od samog početka krize evidencijom prvog zaraženog, HNB je raspolažući svojom relativno velikom deviznom pričuvom s obzirom na veličinu gospodarstvu u svojim preko 14 intervencija uspio obuzdati pritiske na tečaj, i unatoč tome što su uvjeti propisanog tečajnog pariteta izuzeti za razdoblje korona krize, uspio ostati unutar propisanih oscilacija osiguravajući financijsku i gospodarsku stabilnost. Svakako treba naglasiti kako je po prvi put korištenjem netradicionalnih instrumenata monetarne politike putem otkupa državnih vrijednosnica, uspio održati i stabilnost financijskog sustava u cjelini, imajući za utjecaj stabilnost dugoročnih kamatnih stopa te stabilnost prinosa mirovinskih fondova koji u strukturi svojeg portfelja imaju veliku većinu državnih vrijednosnih papira.

Što se tiče fiskalne politike, poučeni neiskustvom te neadekvatnom reakcijom u GFC – u, Vlada Republike Hrvatske se obvezala djelovati u svrhu očuvanja radnih mjesta kroz razne programe potpora poduzećima najviše pogođenima krizom, povećanjem transfernih plaćanja te očuvanja broja osiguranika unutar sustava mirovinskog i zdravstvenog osiguranja. Upravo zbog toga može se reći kako je Hrvatska jedna od zemalja s najbolje pokazanim modelom kohezijskog

djelovanja fiskalne i monetarne politike, te je unatoč najvećoj globalnoj krizi uspjela očuvati zdravlje svog lokalnog stanovništva, uz minimalni utjecaj po gospodarstvo i monetarni sustav.

## LITERATURA

1. Angelini, P.; Neri, S., Panetta, F. (2012): Monetary and macroprudential policies, ECB, Working Paper Series, No 1449, Srpanj, dostupno na <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1449.pdf>
2. Baker R., S., Bloom, N., Davis, S.J., Terry, S.J. (2020) „COVID-INDUCED ECONOMIC UNCERTAINTY“ National bureau of economic research, Cambridge, Working Paper, No. 26983, April
3. Bank of Japan (2021), Our policy and operations, Annual review 2021, preuzeto s <https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/data/ar2021.pdf> )
4. Bank of Japan (2023), Statistics (2023), preuzeto s <https://www.boj.or.jp/en/statistics/pi/index.htm>
5. Bekaert G., Engstrom E., Ermolov A. (2020) COVID ECONOMICS: Demand and supply shocks, volume 25/2020. Preuzeto s <https://cepr.org/content/covid-economics-vetted-and-real-time-papers-0>
6. Blanchard, O. (2005) Makroekonomija: udžbenik treće izdanje. Zagreb: Mate
7. Bokan, N., Grgurić, L., Krznar I., Lang., M., HNB, (2009) The impact of the Financial Crisis and Policy Responses in Croatia, Zagreb, HNB
8. Bokan, N.; Gregurić, L.; Krznar, I.; Lang, M. (2010), Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj, Istraživanja, I-25, veljača, preuzeto s <https://www.hnb.hr/-/utjecaj-financijske-krize-i-reakcija-monetarne-politike-u-hrvatskoj>
9. Bordo, Michael D., Duca, John V. (2021), An overview of The Fed's New Credit Policy Tools and Their Cushioning Effect on the COVID-19 Recession, Journal of Government and Economics 2021, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jge.2021.100013>
10. Bosworth, Barry P., Flaaen, A., (2009), America's Financial Crisis: The end of an Era, DOI:10.1093/acprof:oso/9780199660957.003.0002
11. Brinca P., Duarte, J. B., Castro, M.F. (2020) Decomposing demand and supply shocks during COVID-19. Preuzeto s <https://voxeu.org/article/decomposing-demand-and-supply-shocks-during-covid-19>
12. Cantu, C., Cavallino, P., De Fiore, F., Yetman, J. (2021), A global database on central banks monetary response to Covid-19, BIS Working papers, No 934
13. Cavallino P., De Fiore, F., (2020), Central banks response to COVID-19 in advanced economies, BIS bulletin, No 21, preuzeto s <https://www.bis.org/publ/bisbull21.htm>



14. Chadha, Jagjit S., Corrado, L., Meaning, J., Schuler., Tobias S. (2021), Monetary and fiscal complementarity in the COVID-19 pandemic, ECB, Working Paper Series, No 2558, Rujan
15. Ćorić, T., Šimović, H. i Deskar-Škrbić, M. (2015) „Monetary and fiscal policy mix in a small open economy: the case of Croatia“, Economic reasearch, Zagreb
16. Dean, P. (2022), The Unprecedented Federal Fiscal Policy Response to the COVID-19 Pandemic and Its Impact on State Budgets, University of Utah, Svibanj, DOI: <https://doi.org/10.5070/P2cjpp14157320>
17. Deb, P., Furceri, D., Ostry, J. D., Tawk, N., (2020), The Effect of Containment Measures on the COVID-19 Pandemic, IMF, Working paper, no. 20/159, 2020
18. Deskar-Škrbić. M.; Raos, V. (2018). Karakter fiskalne politike i politička ekonomija fiskalne konsolidacije u Hrvatskoj u post-kriznom razdoblju, EFZG Working Papers Series 1802, Faculty of Economics and Business, University of Zagreb.
19. ECB (2023), Consolidated balance sheet of the Eurosystem as at 21 December 2019, preuzeto s <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/ecb.eurosystembalancesheet2019~fed8c5244a.en.html>
20. EUROSTAT ( 2023), Gross domestic product at market prices, preuzeto s Statistics | Eurostat (europa.eu)
21. Federal Reserve Bank of San Francisco (2020), Central Bank Credibility During COVID-19: Evidence from Japan, Working paper 2021-04, preuzeto s <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2021/24/>
22. Federal reserve bank of St. Louis (2020), Economic synopsis: Is the COVID-19 Pandemic a Suplly or a Demend Shock, No 31., preuzeto s <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2020/05/20/is-the-covid-19-pandemic-a-supply-or-a-demand-shock>
23. Federal Reserve Economic Data (2020.), preuzeto s <https://fred.stlouisfed.org>, pristupljeno 21.4. 2023
24. Fernandes, N., (2020) SSRN,Economic Effects of Coronavirus Outbreak (COVID-19) on the World Economy; IESE Busines School Preuzeto s [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3557504](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3557504)
25. Galac, T. (2011), Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj, HNB, Istraživanja I-33, listopad, preuzeto s <https://www.hnb.hr/-/globalna-kriza-i-kreditna-euroizacija-u-hrvatskoj>, pristupljeno 1.3.2023)

26. Galac, T. (2011), Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj, Hrvatska narodna banka, Istraživanja I-33, listopad 2011: preuzeto s <https://www.hnb.hr/-/globalna-kriza-i-kreditna-euroizacija-u-hrvatskoj>
27. HNB (2020), Financijska stabilnost 21, Hrvatska narodna banka, preuzeto s <https://www.hnb.hr/documents/20182/3393533/h-fs-21.pdf>
28. HNB (2020), HNBlog, Euroizacija u doba krize, Hrvatska narodna banka, lipanj 2020. godine, preuzeto s <https://www.hnb.hr/-/euroizacija-u-doba-krize>
29. HNB (2020), Odgovor HNB-a na krizu COVID-19, Hrvatska narodna banka, preuzeto s <https://www.hnb.hr/javnost-rada/covid-19>, pristupljeno 10.1.2023
30. HNB (2020): Bilten, br.260/lipanj. Hrvatska narodna banka
31. HNB (2020, Makroekonomska kretanja i prognoze, broj 8/srpanj, Zagreb, HNB
32. HNB (2021): Statistički pregled, Bilten, br. 264, Hrvatska narodna banka, veljača, preuzeto s <https://www.hnb.hr/documents/20182/3754261/hbilt264.pdf/680c1382-b679-e47f-2a17-4c9e52bb87b2>
33. HNB (2022), Financijska stabilnost 23, Hrvatska narodna banka, preuzeto s <https://www.hnb.hr/documents/20182/4185341/h-fs-23.pdf/4645ffa5-42df-4bf4-eabc-e8faf6c12207>
34. HNB (2023), Financijska stabilnost 24, Hrvatska narodna banka, preuzeto s <https://www.hnb.hr/documents/20182/4643477/h-fs-24.pdf/9bef2ca8-a966-4f5b-07f0-c2478fd4171d>
35. HNB, (2020), Financijska stabilnost, broj 21/kolovoz, Zagreb, HNB
36. HNB, Makroprudencijalna dijagnostika, (2020), broj 5/svibanj, Zagreb, HNB
37. IMF (2023), Policy responses to covid 19, preuzeto s <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>
38. Ivanov, M. (2012), Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima, u „Zbornik radova znanstvenog skupa: Razvojna strategija malog nacionalnog gospodarstva u globaliziranom svijetu“ (ur. Družić, G.; Družić, I.), HAZU i Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
39. Ivanov, M. (2014), Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj, u „Razvojni potencijali hrvatskog gospodarstva“ (ur. Družić, G. ; Družić, I.), HAZU i Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, str. 77-98
40. Ivanov. I., Čavrak. V., (2005), The Credit Channel of the Transmission Mechanism in the Republic of Croatia , International Journal of Entrepreneurship and Small Business, Print ISSN: 1476-1297, svibanj 2005

41. Ivanov. M (2022), Amortizeri monetarne politike u uvjetima covid 19 pandemije, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, zbornik radova, utjecaj pandemije covid 19 na hrvatsko gospodarstvo – dvije godine poslije, preuzeto s [https://www.bib.irb.hr/1196832/download/1196832.Zbornik\\_e\\_izdanje.pdf](https://www.bib.irb.hr/1196832/download/1196832.Zbornik_e_izdanje.pdf)
42. Jankov, Lj., (2009.), Spillovers of the Crisis: How Different Is Croatia?, Workshops – Proceedings of OeNB Workshops, br. 15, Oesterreichische Nationalbank, str. 126 – 134
43. Jurčić, Lj. (2010), Financijska kriza i fiskalna politika, preuzeto s [https://www.researchgate.net/publication/45313844\\_Financijska\\_kriza\\_I\\_fiskalna\\_politika](https://www.researchgate.net/publication/45313844_Financijska_kriza_I_fiskalna_politika), pristupljeno 17.4.2023)
44. Komunikacija Komisije Vijeću (2021), Godinu dana od izbijanja pandemije bolesti COVID – 19: odgovor u okviru fiskalne politike, preuzeto s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=COM:2021:105:FIN>, pristupljeno 15.1.2023
45. Lovrinović, I., Ivanov, M (2009) Monetarna politika. Zagreb: RRIF plus
46. Maliszewska, M., Matto, A., Mensbrugge, D., (2020), World bank group, The potential Impact of COVID-19 on GDP and Trade: A preliminary Assessment. Preuzeto s <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/33605/The-Potential-Impact-of-COVID-19-on-GDP-and-Trade-A-Preliminary-Assessment.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
47. Maliszewska, M., Matto, A., Mensbrugge, D., (2020), World bank group, The potential Impact of COVID-19 on GDP and Trade: A preliminary Assessment. Preuzeto s <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/33605/The-Potential-Impact-of-COVID-19-on-GDP-and-Trade-A-Preliminary-Assessment.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
48. Mihaljek, D., (2009.), Globalna financijska kriza i fiskalna politika u središnjoj i istočnoj Europi: hrvatska proračunska odiseja u 2009. godini, Financijska teorija i praksa, broj 33, svezak 3, str. 239 – 272
49. Ministarstvo financija, (2020), Opći dio Državnog Proračuna Republike Hrvatske za 2019., Zagreb, Ministarstvo financija
50. Mishkin F. S. (2009): “Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis?”, NBER
51. Mishkin, F. S., (2004), The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 7th Edition, Addison Wesley Longman, New York, USA

52. Nakić, M. (2015), Komunikacija središnje banke – novi instrument monetarne politike, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 13 No. 2, preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/149151>
53. Obstfeld, M., Shambaugh Jay C., Taylor, Alan M. (2010), Financial Stability, the Trilemma and International Reserves, American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 2., no 2, pp. 55 – 94, preuzeto s <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/mac.2.2.57>)
54. OECD iLibrary, Economic Suverys: Japan 2021, preuzeto s <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/124266a0-en/index.html?itemId=/content/component/124266a0-en#section-d1e1734>, pristupljeno 15.5.2023
55. O'Neill, J. (2018.), Economic progress – 10 years after the global crisis, what's the state of the econom?, World economic forum (2018) Preuzeto s 10 years after the global crisis, what's the state of the economy?, World Economic Forum
56. Peterson, O., Thankom, Arun., (2020) ArunSpillover of COVID-19: impact on the Global Economy, SSRN Electronical Journal,2020. Preuzeto s [https://www.researchgate.net/publication/340236487\\_Spillover\\_of\\_COVID-19\\_impact\\_on\\_the\\_Global\\_Economy](https://www.researchgate.net/publication/340236487_Spillover_of_COVID-19_impact_on_the_Global_Economy)
57. Petrović, B., (2020), Croatia economy briefing: Consequences of Novel Coronavirus on Croatian Economy: Tourism and Agriculture, China-CEE Institute. Preuzeto s <https://china-cee.eu/2020/05/05/croatia-economy-briefing-consequences-of-novel-coronavirus-on-croatian-economy-tourism-and-agriculture/>
58. Prašćević, A. (2020) „Ekonomski šok pandemije Covid 19 – Prekretnica u globalnim ekonomskim kretanjima“, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Beogradu, izdanje 37, lipanj
59. Škreb M, (1998.), Iskustvo tranzicije u Hrvatskoj: Pogled iznutra, HNB, preuzeto s <https://www.hnb.hr/-/iskustvo-tranzicije-u-hrvatskoj-pogled-iznutra>,pristupljeno 1.5.2023.)

## **Popis slika**

*Slika 1. - Potrošačke navike u referentnom razdoblju 2015. – 2022. godine*

*Slika 2. - Pregled temeljnih odrednica rasta gospodarstva*

## **Popis grafikona**

*Grafikon 1: – Dobno spolna distribucija stanovništva u Republici Hrvatskoj '21*

*Grafikon 2. – Broj nezaposlenih osoba ovisno o stupnju obrazovanja*

*Grafikon 3. – Dekompozicija stope raste te ukupne vrijednost BDV – a od 2001. – 2022. godine*

*Grafikon 4. – Pregled stanja bilance plaćanja u promatranim godinama od 2000. – 2022.*

## **Popis tablica**

*Tablica 1. – pregled korištenih instrumenata monetarne politike GFC – u te Korona krizi*

## ŽIVOTOPIS AUTORA

Zdeslav Jukić rođen je 1995. godine u Zagrebu. Svoje je osnovnoškolsko obrazovanje pohađao i završio u Zagrebu, nakon kojeg upisuje i završava Gimnaziju Tituša Brezovačkoga. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu upisuje 2015. godine, na kojem nakon tri uspješno završene godine upisuje smjer Financije. Tokom svog studija na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu, sudjeluje u nastavi kao suradnik odnosno demonstrator na Katedri za financije, Katedri za Organizaciju i menadžment te na Katedri za Međunarodnu ekonomiju. Tokom svojih početnih godina studija sudjeluje kao suradnik u sklopu Inovacijskog instituta, te se ističe se po sudjelovanju u poznatoj studentskoj udruzi Financijski klub, sekcija za upravljanje portfeljem. Također tokom svog studija pohađao je razne konferencije organizirane u sklopu studentskih udruga, te sudjeluje na konferenciji Ekonomska politika hrvatske 2018. godine.

Tokom svog studija, bavio se glazbom kao profesionalni glazbenik čime je uspio unaprijedit svoje menadžerske i poslovne vještine, uz priliku nastupanja pred velikim auditorijem.

Od 2019. godine do 2021. radi u Zagrebačkoj banci u Odjelu pravnih poslova, kao poslovni analitičar za potrebe izvještavanja Uprave te nacionalnih i europskih regulativnih institucija. 2021. godine na poziv, prelazi u investicijsko bankarstvo, kao poslovni analitičar, te sudjeluje u izradi i provedbi transakcije inicijalne javne ponude društva SPAN d.d., nakon kojeg se zapošljava u Odjelu Projektnog, strukturirano i specijaliziranog financiranja, kao Mlađi specijalist za financiranje. Nakon godine dana provedenih unutar tog odjela, vraća se na poziv u Odjel pravnih poslova. Tokom raznovrsnog poslovnog iskustva uspijeva unaprijediti svoje analitičke vještine, vještine komunikacije, praćenja te usklađivanja legislativnih okvira sa internim procesima, te vještine optimizacije poslovnih procesa. Aktivno se služi engleskim jezikom.

---