

Rizici makroekonomskih neravnoteža i financijske stabilnosti

Pejić, Perica

Master's thesis / Diplomski rad

2022

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://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:703516>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International](#)/[Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-13**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet Zagreb

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija – smjer
Financije**

**RIZICI MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽA I
FINANCIJSKE STABILNOSTI**

Diplomski rad

Perica Pejić

Zagreb, rujan 2022.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet Zagreb

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija – smjer
Financije**

**RIZICI MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽA I FINANCIJSKE STABILNOSTI
RISKS OF MACROECONOMIC IMBALANCES AND FINANCIAL STABILITY**

Diplomski rad

Perica Pejić, 0067569535

Mentor: Prof. dr. sc. Marijana Ivanov

Zagreb, rujan 2022.

SAŽETAK

Makroekonomski pokazatelji povezani su s makroekonomskim ciljevima, točnije preko pokazatelja se prate postavljeni ciljevi. Pokazatelji mogu ukazati na postojanje određenih makroekonomskih neravnoteža koje se mogu pojaviti u različitim segmentima gospodarstva i mogu biti prihvatljive, štetne, simetrične, asimetrične, unutarnje ili vanjske. Razvojem Procedure za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža analiziraju se određeni pokazatelji koji će upozoriti na mogućnost nastanka neravnoteža i potaknuti na provođenje aktivnosti za sprječavanje i ispravljanje neravnoteža. Financijska stabilnost, sistemski rizici i makroprudencijalna politika su pojmovi koji su dobili veliku pozornost nakon razvoja globalne financijske krize koja je počela 2007. godine u SAD-u i prelila se 2008. godine u Hrvatsku. Navedeni pojmovi su korelirani tako što financijska stabilnost označava stanje u kojem je spriječeno stvaranje sistemskih rizika. Makroprudencijalna politika služi za očuvanje financijske stabilnosti, a mjerama i instrumentima sprječava ili smanjuje pojavu sistemskih rizika. Zbog evolucije rizika i njegovog različitog djelovanja, velika je potreba za poboljšavanjem postojećih i razvijanjem novih mjera i instrumenta. Događaji poput pandemije COVID-19 i rata u Ukrajini ponovno su u velikoj mjeri potaknuli na razmišljanje o makroekonomskoj neravnoteži i financijskoj stabilnosti. Nepovoljna gospodarska kretanja u pandemiji povećala su ukupnu izloženost financijskog sustava sistemskim rizicima na visoku razinu, pojavile su se određene neravnoteže i nestabilnosti. Međutim, financijski sustav je prikazao određenu otpornost i raznim mjerama je očuvana stabilnost financijskog sustava. Godina 2021. u određenim aspektima gospodarstva bilježi rast veći nego što je zabilježen u pretpandemijskoj godini. No, od kraja 2021. godine u najvećem je fokusu rizik inflacije zbog rasta cijena energenata na svjetskom tržištu, a čiji se rast prelijeva na sve veći broj proizvoda i usluga. Hrvatska nije izravno pod utjecajem događaja povezanih s Rusijom i Ukrajinom, niti je u velikoj mjeri uvozno ovisna o Rusiji i Ukrajini, tako da se posljedice sukoba u Ukrajini i sankcija Rusiji uglavnom prelijevaju na hrvatsko gospodarstvo putem kretanja na globalnom i regionalnim tržištima energenata i sirovina.

Ključne riječi: makroekonomska neravnoteža, Procedura za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža (MIP), financijska stabilnost, sistemski rizici, makroprudencijalna regulacija

ABSTRACT

Macroeconomic indicators are related to macroeconomic goals; more precisely, the set goals are monitored through the indicators. Indicators may indicate the existence of certain macroeconomic imbalances that may appear in different segments of the economy and those macroeconomic imbalances can be acceptable, harmful, symmetric, asymmetric, internal or external. With the development of the Macroeconomic Imbalance Procedure certain indicators are analyzed that can alert to the possibility of imbalances and encourage the implementation of activities for preventing and correcting imbalances. Financial stability, systemic risks and macroprudential policy are concepts that received a lot of attention after the development of the global financial crisis that began in 2007 in the USA and spread to Croatia in 2008. The mentioned terms are correlated in the way that financial stability means a state in which the creation of systemic risks is prevented. Macroprudential policy is used for preserving financial stability, and it prevents or reduces the appearance of systemic risks through its measures and instruments. Due to the risk development and its various effects, there is a great need for the improvement of existing measures and instruments and for the development of new ones. Events such as the COVID-19 pandemic and the war in Ukraine have again largely prompted reflection on macroeconomic imbalances and financial stability. Unfavorable economic trends during the pandemic have increased the overall exposure of the financial system to systemic risks to a high level; certain imbalances and instabilities have appeared. However, the financial system showed a certain resistance and its stability was preserved by various measures. In the year 2021, in certain aspects of the economy, higher growth was recorded in comparison to the pre-pandemic year. However, from the end of 2021, the greatest focus has been put on the risk of inflation due to the growth of energy prices on the world market, that spills over into an increasing number of products and services. Croatia is not directly affected by the events related to Russia and Ukraine, nor is it largely dependent on imports from Russia and Ukraine, so the consequences of the conflict in Ukraine and sanctions against Russia mainly spill over into the Croatian economy through movements in the global and regional energy and raw materials markets.

Keywords: macroeconomic imbalance, Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP), financial stability, systemic risks, macroprudential regulation

Sadržaj

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada	1
1.2. Izvori podataka i metode istraživanja.....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	1
2. POKAZATELJI I PROCEDURA MAKROEKONOMSKIH RAVNOTEŽA.....	2
2.1. Bruto domaći proizvod i njegova stopa rasta	2
2.2. Stopa nezaposlenosti	3
2.3. Stopa inflacije.....	4
2.4. Vanjskotrgovinska i platna bilanca	6
2.5. Fiskalni pokazatelji	6
2.6. Procedura za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža	9
3. POVEZANOST FINACIJSKE STABILNOSTI I SISTEMSKIH RIZIKA	14
3.1. Pojmovno određenje financijske stabilnosti.....	14
3.2. Pokazatelji i mjerenje financijske stabilnosti	16
3.3. Pojmovno određenje sistemskog rizika	19
3.4. Pokazatelji sistemskog rizika	20
4. VAŽNOST MAKROPRUDENCIJALNE POLITIKE	23
4.1. Pojmovno određenje makroprudencijalne politike.....	23
4.2. Ciljevi makroprudencijalne politike	24
4.3. Mjere i instrumenti u Republici Hrvatskoj.....	25
5. ANALIZA MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽA I FINACIJSKE STABILNOSTI POSLJEDNJIH GODINA U REPUBLICI HRVATSKOJ	30
5.1. Makroekonomsko okruženje	30
5.2. Identifikacija sistemskih rizika.....	31
5.3. Pokazatelji makroekonomskih neravnoteža	37
5.4. Aktivnosti za očuvanje financijske stabilnosti	42
6. ZAKLJUČAK	47
POPIS SLIKA	49
POPIS TABLICA.....	49
POPIS GRAFIKONA	49
LITERATURA	50
ŽIVOTOPIS	54

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet rada odnosi se na pojmovno određenje makroekonomskih pokazatelja, sistemskih rizika i financijske stabilnosti i s njima povezane Procedure za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža te na prikaz mjera i instrumenata za očuvanje financijske stabilnosti.

Cilj rada je prikazati kako se u promjeni makroekonomskog okruženja mogu javiti određeni rizici koji će dovesti u pitanje makroekonomsku ravnotežu i financijsku stabilnost te kako se u posljednje vrijeme analiziraju određeni pokazatelji koji će upozoriti na mogućnost nastanka neravnoteža i potaknuti na provođenje aktivnosti za sprječavanje i ispravljanje neravnoteža.

1.2. Izvori podataka i metode istraživanja

Za potrebe pisanja rada korišteni su sekundarni izvori podataka prikupljeni iz domaćih i stranih relevantnih istraživanja, knjiga, znanstvenih članaka, publikacija, službenih internetskih stranica i internetskih baza statističkih podataka. Istraživačke metode koje su se koristile prilikom pisanja rada su induktivna i deduktivna metoda, metoda deskripcije, metoda analize i metoda kompilacije.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad je podijeljen u šest poglavlja, od kojih je prvo uvodno poglavlje. U drugom poglavlju omogućen je pregled makroekonomskih pokazatelja i definirana je Procedura za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža kao mehanizam nadzora za sprječavanje i ispravljanje neravnoteža. Korelacija financijske stabilnosti i sistemskih rizika očituje se u trećem poglavlju, dok se u četvrtom poglavlju prikazuje važnost makroprudencijalne politike. U petom poglavlju analizirane su makroekonomske neravnoteže i financijska stabilnost posljednjih godina u Republici Hrvatskoj. Na kraju su doneseni zaključci rada.

2. POKAZATELJI I PROCEDURA MAKROEKONOMSKIH RAVNOTEŽA

Makroekonomija je ekonomska znanost koja proučava zbivanja u gospodarstvu kao cjelini, dok za razliku od nje mikroekonomija proučava zbivanja pojedinačnih gospodarskih subjekata. Makroekonomski pokazatelji povezani su s makroekonomskim ciljevima, točnije preko pokazatelja se prate postavljeni ciljevi. Gospodarski rast prati se kroz bruto domaći proizvod, dok se stabilnost cijena prati kroz stopu inflacije. Smanjenje nezaposlenosti ili povećanje zaposlenosti proučava se kroz stopu zaposlenosti/nezaposlenosti, a uravnotežena razmjena s inozemstvom očituje se kroz vanjskotrgovinsku i platnu bilancu. Fiskalni pokazatelji proračunski manjak/višak i javni dug bitni su za proučavanje gospodarstva. U suštini, bitno je sve pokazatelje pratiti zajedno jer su oni međusobno povezani. Pokazatelji mogu ukazati na postojanje određenih makroekonomskih neravnoteža koje se mogu pojaviti u različitim segmentima gospodarstva i mogu biti prihvatljive, štetne, simetrične, asimetrične, unutarnje ili vanjske.¹

2.1. Bruto domaći proizvod i njegova stopa rasta

Bruto domaći proizvod – BDP (*engl.* Gross Domestic Product - GDP) prikazuje se kao tržišna vrijednost svih finalnih proizvoda i usluga proizvedenih u jednoj zemlji u razdoblju od jedne godine. Finalni proizvod označava proizvod koji je prodan posljednjem kupcu. Iz navedene definicije BDP-a isključuju se intermedijarna dobra (proizvodi koji se koriste u poslovnim procesima) jer su njihove vrijednosti uključene u vrijednost finalnog proizvoda. BDP se može definirati i kao zbroj dodane vrijednosti u gospodarstvu tijekom određenog razdoblja gdje je vrijednost dodana od strane poduzeća u proizvodnom procesu definirana kao vrijednost njegove proizvodnje umanjena za vrijednost intermedijarnih dobara koja koristi u proizvodnji.² Mjerenje BDP-a očituje se kroz dva način prikazanih u Tablici 1. Tijek proizvoda i tijek troškova razlikuju se po komponentama koji ulaze u zbroj kako bi se dobila vrijednost BDP-a. Tijek proizvoda povezan je s navedenim definicijama BDP-a, dok tijek dohotka označava zbroj dohotka u gospodarstvu u određenom razdoblju.

¹ Brkić M., Šabić A. (2014) *Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji - značenje za Hrvatsku*, Pregledi P-25, HNB, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121279/p-025.pdf/0ef77da5-bced-4665-ba08-adc9b2d75d06>

² Blanchard, O. (2011): *Makroekonomija*, 5. izdanje, MATE: Zagreb

Tablica 1. Načini mjerenja BDP-a

Tijek proizvoda ili potrošni pristup	Tijek troška ili dohotka
C - osobna potrošnja	w - najamnine
G - državna potrošnja	i - kamate
I - investicije	R - renta
NX - neto izvoz (razlika izvoza i uvoza roba i usluga)	Pf - profit
	Dp - amortizacija
	T - indirektni porezi
BDP = C+G+I+NX	BDP = w+i+R+Pf+Dp+T

Izvor: izrada autora prema Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2011.): *Ekonomija*, 19. izdanje, Mate d.o.o.

Važno je razlikovati nominalni BDP čiji se izračun temelji na tekućim cijenama i količinama i realni BDP koji je prilagođen za inflaciju, odnosno računa se koristeći tekuće količine i stalne cijene što isključuje utjecaj cijena. Povećavanjem količina proizvoda i usluga raste realni BDP, dok nominalni BDP raste povećavanjem količine i/ili cijene proizvoda i usluga. Ako nominalni BDP raste brže od realnog, vjerovatno je riječ o rastu cijena. Omjerom nominalnog i realnog BDP-a dobiva se BDP deflator.

Usporedba BDP-a između zemalja različite veličine najbolje se prikazuje pomoću BDP-a po stanovniku, odnosno omjera ukupnog BDP-a određene zemlje i njezinog broja stanovnika.

Postoje pozitivne i negativne stope rasta BDP-a koje su povezane s ekonomskim ciklusima, odnosno razdoblje pozitivnog rasta BDP-a označava ekspanziju, a razdoblje negativnog rasta BDP-a označava recesiju. Ekonomski ciklusi kao i svaki ciklusi ponavljaju određena stanja koja se razlikuju po mnogim čimbenicima. No, najvažnije je razlikovati stanje ekspanzije u kojima je vidljiv rast gospodarstva koji traje dok taj rast ne dođe do najviše razine i ne krene opadati. Pad gospodarstva dovodi do recesije koja traje sve dok recesija ne dođe do najniže razine i ne krene ponovno pozitivan rast gospodarstva.

2.2. Stopa nezaposlenosti

Obilježja tržišta rada u Republici Hrvatskoj analiziraju se kroz Anketu o radnoj snazi (ARS). Anketa se provodi uzimajući za uzorak slučajno odabrana privatna kućanstava i kratko razdoblje promatranja od tjedan dana. Radi lakšeg prikaza stanovništvo se dijeli na aktivno i neaktivno stanovništvo, odnosno radnu snagu i osobe izvan radne snage. Osobe koje su mlađe

od 15 godina, osobe starije od 89 godina te osobe u dobi od 15 do 89 godine koje u referentnom tjednu nisu bile ni zaposlene ni nezaposlene spadaju u skupinu osoba izvan radne snage. Važno je razlikovati pojmove radno sposobno stanovništvo i radnu snagu. Radno sposobno stanovništvo čine sve osobe s navršениh 15 i više godina, dok radnu snagu čine zaposlene i nezaposlene osobe.³ Zaposlene osobe su osobe koje obavljaju bilo kakav plaćen posao, kao i oni koji imaju posao, ali su odsutni s posla zbog bolovanja, godišnjeg odmora, preraspodjele radnog vremena, roditeljnog/očinskog dopusta ili osposobljavanja povezanog s poslom koji obavljaju.⁴ Nezaposleni su osobe koje nemaju posao, ali su aktivno tražile posao u protekla četiri tjedna i bile bi raspoložive za zaposlenje. No, kako bi se dobila stopa nezaposlenosti, potrebno je da se broj nezaposlenih osoba podijeli s ukupnom radnom snagom.

2.3. Stopa inflacije

Inflacija podrazumijeva rast opće razine cijena. Suprotno od inflacije je deflacija koja označava pad opće razine cijena (uz negativne stope inflacije). Inflacija smanjuje vrijednost novca, odnosno zbog povećanja cijena proizvoda i usluga potrošač ne može dobiti istu količinu proizvoda i usluga kao prije inflacije. Ako stopa inflacije premaši stopu rasta primanja potrošača, kupovna moć potrošača opada te oni ima sve manje mogućnosti za štednju i/ili kupovinu (iako plaća potrošača može i rast).⁵ Stopa inflacije je rast opće razine cijena izraženih u postotku.

$$\text{stopa inflacije} = \frac{\text{indeks cijena (t)} - \text{indeks cijena (t-1)}}{\text{indeks cijena (t-1)}} * 100$$

Za izračun stope inflacije tipično se koristi indeks potrošačkih cijena - IPC (*engl.* Consumer Price Index – CPI) koji mjeri troškove kupovine standardne košarice proizvoda i usluga u različitim vremenskim razdobljima. U Hrvatskoj se IPC izračunava na temelju reprezentativne košarice koja se sastoji od 900 proizvoda (dobara i usluga) koji su uključeni za novčane izdatke za konačnu potrošnju kućanstva, a oko 38.000 cijena se prikupi na unaprijed definiranim prodajnim mjestima. Godišnje revidiranje proizvoda omogućava reprezentativnost košarice u skladu s ukusima i kupovnim navikama potrošača. U domaći IPC nije uključena prirodna potrošnja, izdaci za igre na sreću, imputirana stambena renta, izdaci za kupovinu stambenih objekata i zemljišta te ostale investicije i usluge životnog osiguranja.

³ Državni zavod za statistiku: *Tržište rada*, Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/trziste-rada/>

⁴ Ibidem.

⁵ Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2011): *Ekonomija*, 19. izdanje, Mate d.o.o.

Zagreb, Varaždin, Slavonski Brod, Sisak, Osijek, Split, Pula, Rijeka i Dubrovnik su gradovi iz kojih se prikupljaju cijene. Gradovi su odabrani prema kriteriju reprezentativnosti za pojedinu statističku regiju i prema kriteriju broja stanovnika.⁶ U skladu s europskom klasifikacijom osobne potrošnje prema namjeni (European Classification of Individual Consumption according to Purpose - ECOICOP) ukupna košarica proizvoda podijeljena je u dvanaest kategorija: 01 Hrana i bezalkoholna pića, 02 Alkoholna pića i duhan, 03 Odjeća i obuća, 04 Stanovanje, voda, električna energija, plin i ostala goriva, 05 Pokućstvo, oprema za kuću i redovito održavanje, 06 Zdravlje, 07 Prijevoz, 08 Komunikacija, 09 Rekreacija i kultura, 10 Obrazovanje, 11 Restorani i hoteli, 12 Razna dobra i usluge. Proizvodi se razlikuju po ponderu važnosti jer proizvode koji se više koriste očekivano je da imaju veći ponder važnosti.

Dok se indeks potrošačkih cijena primjenjuje kao opća mjera inflacije, harmonizirani indeks potrošačkih cijena je usporediva mjera inflacije sa zemljama Europske unije. HIPC obuhvaća ukupnu potrošnju institucionalnih kućanstava i nerezidenata na ekonomskom teritoriju i ta potrošnja nije uključena u nacionalni indeks potrošačkih cijena.⁷ Ista reprezentativna košarica dobara uzima se prilikom izračuna IPC i HIPC.

Za izračunavanje stope inflacije može se koristiti i BDP deflator i indeks cijena proizvođača. Razlika između indeksa potrošačkih cijena i BDP deflatora očituje se u tome što je za izračun IPC bitno da se radi o proizvodima koje koriste potrošači, a za izračun BDP deflatora je bitno da su proizvodi proizvedeni unutar zemlje. Indeksom cijena proizvođača (*engl.* Producer Prices Index – PPI) mjeri se prosječna promjena prodajnih cijena domaćih proizvođača proizvoda i usluga.

⁶ HNB (2004): *Bilten 91*, godina ix, tromjesečno izdanje, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/122515/hbilt91.pdf/f6328664-2c80-4b08-90cf-dfe70cdb8678>

⁷ Državni zavod za statistiku (2022): *Indeks potrošačkih cijena u veljači 2022.*, Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2022/hr/29172>

2.4. Vanjskotrgovinska i platna bilanca

Platna bilanca jest sistematički prikaz svih ekonomskih transakcija rezidenata jedne zemlje s inozemstvom. U Hrvatskoj se platna bilanca objavljuje tri mjeseca nakon isteka izvještajnog tromjesečja i iskazuje se u euru, američkom dolaru i hrvatskoj kuni. Za sastavljanje bilance koriste se tri vrste izvora: izvješća državnih institucija poput Ministarstva financija, Državnog zavoda za statistiku, Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje, Hrvatskog zavoda za zdravstveno osiguranje, procjene i statistička istraživanja HNB-a te specijalizirana izvješća HNB-a koja prikazuju ostvareni platni promet s inozemstvom, podatke o statistici vrijednosnih papira i međunarodnim pričuvama i podatke o monetarnoj statistici.⁸ Bilanca se sastoji od sljedećih stavki: A. Tekuće transakcije (roba, usluge, primarni i sekundarni dohodak), B. Kapitalne transakcije, C. Financijske transakcije (izravna ulaganja, portfeljna ulaganja, financijske izvedenice, ostala ulaganja, međunarodne pričuve), D. Neto pogreške i propusti. Ako bi se unutar tekućih transakcija gledali odvojeno izvoz i uvoz roba i usluga njihova razlika predstavljala bi vanjskotrgovinski saldo. Ako je uvoz veći od izvoza, tj. neto izvoz je negativan tada se radi o vanjskotrgovinskom deficitu, odnosno negativnom vanjskotrgovinskom saldu. Pozitivan neto izvoz označava vanjskotrgovinski suficit, odnosno pozitivan vanjskotrgovinski saldo. Uravnotežena bilanca označava da je neto izvoz jednak nuli.

2.5. Fiskalni pokazatelji

Pojam fiskalna politika sastavljena je riječi fiskalna koja dolazi od latinske riječi *fiscus* i označava košaru za novac, a u današnjem smislu može se protumačiti kao državna blagajna. Također, korijen riječi *fiscus* nalazi se u latinskoj riječi *confiscare* što znači oduzeti u korist države. Riječ politika označava načela kojima se rukovodi neka akcija usmjerena ostvarivanju određenih ciljeva. U sklopu fiskalne politike, veliku važnost se pridaje javnim financijama, točnije ekonomskoj analizi djelovanja države putem upotrebe javnih (državnih) prihoda i rashoda, pri čemu se državni prihodi i rashodi računski predstavljaju u proračunima javnog sektora.⁹

Održivost javnih financija može se očitovati u primarnom saldu, javnom dug te proračunskom deficitu/suficitu. Primarni saldo prikazuje razliku prihoda i rashoda poslovanja iz kojih su isključeni rashodi za kamate te je dobar prikaz likvidnosti proračuna. Javni dug definira se

⁸ HNB (2022): *Platna bilanca*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/platna-bilanca>, Pristupljeno:

⁹ Jurković, P. (2002), *Javne financije*, Zagreb: Masmedia.

kao kumulativ potraživanja koja prema javnom sektoru imaju njegovi vjerovnici u određenom trenutku. Proračunski deficit/suficit prikazuje razliku prihoda i rashoda proračuna u određenom vremenskom razdoblju. Ako su prihodi veći od rashoda onda se radi o suficitu proračuna, u suprotnom se radi o deficitu proračuna. Proračunski deficit može se financirati zaduživanjem kod središnje države, na domaćem financijskom tržištu, u inozemstvu i/ili prodajom državne imovine. Zbog činjenice da su banke značajan kreditor države te da država podupire stabilnost njihovog poslovanja preko sustava osiguranja depozit i kroz sanaciju banaka¹⁰, neravnoteža u javnim financijama može se odraziti na stabilnost bankovnog sustava što može dovesti u pitanje financijsku stabilnost.

Također, moguća je pojava fiskalnih rizika zbog nepovoljnog makroekonomskog stanja, financijske pozicije jedinica teritorijalne autonomije, lokalne samouprave ili javnih poduzeća, kao i zbog uvjetnih obveza koje su posljedica programa i aktivnosti same središnje države uključujući i njezine izvanproračunske subjekte. Također, mogu nastati i kao posljedica drugih implicitnih i vanjskih rizika poput nesavršenosti tržišta i elementarnih nepogoda.¹¹

Institucije Europske unije fokusirale su se na održivosti fiskalnih pokazatelja u sprječavanju akumuliranja neravnoteža u državama članicama EU na osnovi odredba iz Pakta o stabilnosti i rastu. Navedeni Pakt počeo se primjenjivati 1999. godine, a označava sporazum država članica za koordinaciju fiskalnih pokazatelja kako bi se očuvala proračunska disciplina u ekonomskoj i monetarnoj uniji (EMU)¹² nakon uvođenja eura. Pojam EMU označava potpunu ekonomsku integraciju Europske unije kojom se želi stvoriti zajednička monetarna politika i jedinstveno tržište sa zajedničkim odredbama o proizvodima, slobodnim kretanjem robe, kapitala, radne snage i usluga. Sastoji se od tri faze, cilj prve faze je omogućiti slobodno kretanje kapitala među državama članicama; konvergencija ekonomskih politika država članica i jačanje suradnje među nacionalnim središnjim bankama država članica je druga faza, a treća faza je specifična jer uz provedbu zajedničke monetarne politike u okviru Eurosustava, postupno se uvodi euro u svim državama članicama europodručja za koju je potreban visok stupanj konvergencije. Postoje četiri kriterija konvergencije¹³ koji su nastali kao refleksija stvaranja EMU: inflacijski kriterij, tečajni kriterij, kamatni kriterij i fiskalni kriterij koji se

¹⁰ Dell'Arricia G. et al (2018): *Managing the sovereign-bank nexus*; Working Paper Series, European Central Bank, Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2177.en.pdf>

¹¹ PEFA (2019): *Okvir za ocjenu upravljanja javnim financijama*, Dostupno na: https://www.pefa.org/sites/pefa/files/resources/downloads/2021000523HRhr001_Web-Croatian_0.pdf

¹² Europski parlament (2021): *Povijest ekonomske i monetarne unije*, Dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.1.pdf

¹³ European Commission: *Convergence criteria for joining*, Dostupno na: https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/convergence-criteria-joining_en, Pristupljeno: 30.7. 2022.

nalaze u Ugovoru iz Maastrichta iz 1992. godine. Pakt o stabilnosti i rastu omogućava provođenje navedenih kriterija. Inflacijski kriterij kaže da stopa inflacije mjerena harmoniziranom indeksom potrošačkih cijena ne smije biti viši od 1,5 postotnih bodova¹⁴ iznad prosječne stope inflacije 3 države članice EU koje prikazuju najbolje zadovoljavanje uvjeta stabilnosti cijena. Tečajni kriterij odnosi se na održavanje stabilnosti tečaja, što znači da bi trebao biti u rasponu fluktuacije oko središnjeg pariteta određenim ERM II. Kamatni kriterij odnosi se na dugoročne kamatne stope države koje ne smiju biti za 2 postotna boda viša od prosječne stope prinosa na državne obveznice 3 države članice EU koje prikazuju najbolje zadovoljavanje uvjeta stabilnosti cijena. Fiskalni kriterij odnos se na deficit i javni dug. Deficit opće države ne smije biti veći od 3% BDP-a na kraju prethodne godine, a javni dug ne smije biti veći od 60% BDP-a na kraju prethodne godine. Može se reći da su kriterij deficita i/ili javnog duga zadovoljeni iako prelaze referentne vrijednosti, ali se bilježe značajna i kontinuirana smanjenja prema referentnim vrijednostima. Ako se deficit i javni dug ne održavaju na zadanoj razini, aktivira se Procedura prekomjernog deficita (*engl.* Excessive Deficit Procedure - EDP). Hrvatska je prva država članica koje je ušla u Proceduru prekomjernog deficita zbog kršenja i kriterija duga i kriterija deficita te je u Proceduri bila u razdoblju od 2014. do 2017. godine. Kao što je vidljivo u Tablici 2. Pakt o stabilnosti u rastu dio je Europskog semestra uz Strategiju Europa 2020.: za pametan, održiv i uključiv rast te Postupak makroekonomskih neravnoteža. Europski semestar je ciklus koordinacije gospodarskih i fiskalnih politika unutar EU koji je pokrenut 2011. godine, a glavni cilj je uskladiti gospodarske i proračunske politike država članica kako bi se pridonijelo stabilnosti Europske unije, zajamčila stabilnost javnih financija država članica, potaknuo gospodarski rast te spriječile prekomjerne makroekonomske neravnoteže u Europskoj uniji.¹⁵ Prilikom procesa donošenja Strategije Europa dogovoreno je pet glavnih ciljeva za EU do kraja 2020. koji obuhvaćaju zapošljavanje, istraživanje i razvoj, klimatske promjene/energiju, obrazovanje, socijalnu isključenost i smanjenje siromaštva.

¹⁴ Postotni poen ili postotni bod (*engl.* percentage point) – jedinica za izražavanje aritmetičke razlike između dva postotka, npr. kamatna stopa 6% u odnosu na kamatnu stopu 3,20% označava razliku od 2,8 postotna poena.

¹⁵ Vlada Republike Hrvatske (2019): *Nakon 5 godina Hrvatska izlazi iz procedure prekomjernih makroekonomskih neravnoteža*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/nakon-5-godina-hrvatska-izlazi-iz-procedure-prekomjernih-makroekonomskih-neravnoteza/25406>

Tablica 2. Europski semestar

EUROPSKI SEMESTAR				
STARTEGIJA EUROPA 2020.	PAKT O STABILNOSTI I RASTU		POSTUPAK MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽA	
	Preventivni dio	Korektivni dio	Preventivni dio	Korektivni dio
- pametan rast: inovacije, obrazovanje, digitalno društvo - održiv rast: klima, energetika i mobilnost; konkurentnost - uključiv rast: zapošljavanje i vještine, borba protiv siromaštva	- srednjoročni proračunski cilj - deficit <3% BDP - javni dug <60% BDP	Procedura prekomjernog deficita	1. Izvješće o mehanizmu upozorenja 2. Detaljno prespitivanje	Procedura u slučaju prekomjernih makroekonomskih neravnoteža
Sankcije: nisu predviđene	Sankcije: 1. suspenzija financiranja iz europskih strukturnih fondova 2. upozorenje* 3. novčana kazna 0,2 - 0,5 % BDP*		Sankcije: 1. suspenzija financiranja iz europskih strukturnih i investicijskih fondova 2. depozit koji nosi kamate <0,1% BDP* 3. novčana kazna <0,1% BDP*	

*sankcije koje se mogu izreći samo državama članicama europodručja

Izvor: izrada autora prema Maletić I. et al (2019) PET GODINA REPUBLIKE HRVATSKE U EUROPSKOM SEMESTRU, Zagreb: Ured zastupnice u Europskom parlamentu Ivane Maletić

2.6. Procedura za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža

Financijska kriza koja je zahvatila europodručje 2009. godine naglasila je kako je bitno uz pomno praćenje fiskalnih pokazatelja, pratiti i poboljšati makroekonomski nadzor. Razlog se nalazi u stvaranju značajnih makroekonomskih neravnoteža poput visokih razina deficita tekućeg računa platne bilance ili balona cijena nekretnina.¹⁶

Procedura za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža (*engl.* Macroeconomic Imbalance Procedure - MIP) je mehanizam koji ima za cilj rano prepoznati potencijalne makroekonomske rizike, spriječiti nastanak štetnih makroekonomskih neravnoteža i ispraviti postojeće neravnoteže.¹⁷ Inicijativa za uspostavljanje MIP-a pokrenuta je kada je Europska komisija 2010. godine predstavila šest prijedloga zakonskih propisa (tzv. six-pack) kojima je cilj jačanje koordinacije i discipline u EU. Također donesen je i paket dvije mjere čija je svrha bila unapređenje Pakta o stabilnosti i rastu. MIP je stupio na snagu 2011. godine i sastoji se od dvije uredbe:

¹⁶ Maletić I. et al (2019): PET GODINA REPUBLIKE HRVATSKE U EUROPSKOM SEMESTRU, Zagreb: Ured zastupnice u Europskom parlamentu Ivane Maletić

¹⁷ Euostat, *Macroeconomic imbalance procedure (MIP) - Overview*, Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macro-economic-imbalance-procedure>

- *Uredba (EU) br. 1176/2011 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. studenog 2011. o prevenciji i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža*, koja opisuje pojedinosti postupka nadzora i primjenjuje se na sve države članice
- *Uredba (EU) br. 1174/2011 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. studenog 2011. o provedbenim mjerama za ispravljanje prekomjernih makroekonomskih neravnoteža u europodručju*, kojom je ustanovljen provedbeni mehanizam MIP-a i opisuje moguće sanacijske postupke u slučaju da države članice europodručja ne provedu mjere za otklanjanje makroekonomskih neravnoteža

U studenome 2013. godine je MIP započeo s objavom Izvješća o mehanizmu upozoravanja (*engl.* Alert Mechanism Report - AMR), a Hrvatska je prvi put uključena u MIP za 2014. godinu.¹⁸

U 3 faze podijeljen je proces MIP-a:

1. *Screening*: Europska komisija analizira gospodarska kretanja u državama članicama i odabire zemlje koje su potencijalno suočene s rizikom makroekonomskih neravnoteža kako bi ih dodatno istražila. Na temelju podataka Europska komisija priprema i objavljuje Izvješće o mehanizmu upozorenja. Prilikom izrade AMR koristi se tablica od 14 odabranih pokazatelja koji se prate na Ljestvici pokazatelja i pragova (MIP Scoreboard) te ostalih relevantnih ekonomskih i financijskih pokazatelja; i specifičnosti makroekonomskog okruženja kako bi utvrdili i uklonili neravnoteže koje onemogućavaju normalno funkcioniranje gospodarstva EU.
2. *Analiza i identifikacija neravnoteža*: Na temelju odabranih zemalja u AMR Komisija provodi detaljno preispitivanje (*engl.* In-depth review - IDR) s ciljem utvrđivanja prirode i ozbiljnosti makroekonomskih neravnoteža. Rezultati detaljnog preispitivanja mogu biti: nema neravnoteže, neravnoteža, prekomjerna neravnoteža, prekomjerne neravnoteže s korektivnim djelovanjem.¹⁹
3. *Preporuke, praćenje i provedba*: Preventivne mjere – za države članice EU s neravnotežama ili prekomjernim neravnotežama primjenjuje se proces specifičnog praćenja koji je prilagođen stupnju i prirodi njihovih neravnoteža i uključuje intenzivni dijalog s nacionalnim tijelima, kao i izvješća o napretku i preporuke politika u

¹⁸ European Commission: *Macroeconomic Imbalance Procedure*, Dostupno na: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macroeconomic-imbalance-procedure_en, Pristupljeno 23.7.2022.

¹⁹ Ibidem.

njihovim godišnjim izvješćima.²⁰ Korektivne mjere – države članice za koje se utvrdi da imaju prekomjerne neravnoteže s korektivnim radnjama suočene su s postupkom prekomjerne neravnoteže (*engl.* Excessive imbalance procedure - EIP). Svaka država članica za koju je otvoren postupak prekomjerne neravnoteže podnosi Vijeću EU i Europskoj Komisiji korektivni akcijski plan napravljen na temelju preporuke Vijeća kojom je utvrđena priroda i razina neravnoteža te navedeni skup preporuka kojih se država članica treba pridržavati.²¹ Korektivni akcijski plan utvrđuje konkretne političke radnje koje je određena država članica provela ili namjerava provesti te uključuje vremenski raspored tih radnji. Ukoliko države članice europodručja ne provedu mjere za otklanjanje makroekonomskih neravnoteža moguće su određene sankcije poput suspenzija financiranja iz europskih strukturnih i investicijskih fondova ili uplata depozita koji nosi kamatu ili godišnja novčana kazna u iznosu od 0,1% BDP-a. (Tablica 2.)

Pokazatelji za mjerenje makroekonomskih neravnoteža u sklopu MIP-a prikazani su u Tablici 3. Četrnaest pokazatelja podijeljeno je u tri kategorije: pokazatelje vanjskih neravnoteža i konkurentnosti (saldo tekućeg računa, neto međunarodna investicijska pozicija, realni efektivni tečaj, udio izvoza u svjetskom izvozu, indeks nominalnih jedniničnih troškova rada), pokazatelje unutarnjih neravnoteža (indeks cijena stambenih nekretnina, kreditni tok privatnog sektora, dug privatnog sektora, dug opće države, stopa nezaposlenosti, ukupne obveze financijskog sektora) te dodatne pokazatelje za zaposlenost (stopa aktivnog stanovništva, stopa dugotrajno nezaposlenog stanovništva, stopa nezaposlenosti mladih). Za svaki pokazatelj definirana je njegova referentna vrijednost. Za odabrane je pokazatelje važno da su relativno jednostavni, pravodobno dostupni i usporedivi među državama, imaju znatnu komunikacijsku ulogu, omogućavaju rano upozorenje, pokrivaju ključne dimenzije makroekonomskih neravnoteža i gubitka konkurentnosti te je za njih moguće ostvariti visoku razinu statističke kvalitete.²²

²⁰ Ibidem.

²¹ Official Journal of the European Union: Regulation(EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances; Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:en:PDF>

²² Brkić M., Šabić A. (2014): *Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji - značenje za Hrvatsku*, Pregledi P-25, HNB, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121279/p-025.pdf/0ef77da5-bced-4665-ba08-adc9b2d75d06>

Tablica 3. Pokazatelji za mjerenje makroekonomskih neravnoteža u sklopu MIP-a

14 POKAZATELJA	Prag
a) Pokazatelji vanjskih neravnoteža i konkurentnosti	
Trogodišnji prosjek salda tekućeg računa u % BDP-a	+6% i -4%
Neto međunarodna investicijska pozicija u % BDP-a	-35%
Trogodišnja postotna promjena realnog efektivnog tečaja temeljenog na harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HICP) u odnosu na 42 trgovinska partnera	-/+5% za članice europskog područja ²³ i -/+11% za članice izvan europskog područja
Petogodišnja postotna promjena udjela izvoza u svjetskom izvozu	-6%
Trogodišnja postotna promjena indeksa nominalnih jediničnih troškova rada	9% za članice europskog područja i 12% za članice izvan europskog područja
b) Pokazatelji unutarnjih neravnoteža	
Jednogodišnja promjena indeksa cijena stambenih nekretnina (deflacionirano)	6%
Kreditni tok privatnog sektora u % BDP-a (konsolidirano)	14%
Dug privatnog sektora u % BDP-a (konsolidirano)	133%
Dug opće države u % BDP-a	60%
Trogodišnji prosjek stope nezaposlenosti	10%
Jednogodišnja promjena ukupnih obveza financijskog sektora	16,5%
c) Dodatni pokazatelji za zaposlenost	
Trogodišnja promjena u postotnim bodovima stope aktivnosti (u % ukupne populacije u dobi 15-64)	-0,2 postotnih poena (pp)
Trogodišnja promjena u postotnim bodovima dugoročne stope nezaposlenosti (u % aktivne populacije u dobi 15-74 godina)	+0,5 pp
Trogodišnja promjena u postotnim bodovima stope nezaposlenosti mladih (u % aktivne populacije u dobi 15-24 godina)	+2 pp

Izvor: izrada prema European Commission (2016): *The Macroeconomic Imbalance Procedure, Rationale, Process, Application: A Compendium, Institutional paper 039, November 2016*, Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip039_en_2.pdf

Hrvatska je 2019. godine izašla iz Procedure prekomjernih makroekonomskih neravnoteža u koju je ušla 2014. godine. Europska komisija je u Izvješću istaknula da se gospodarski rast temeljio na domaćoj potražnji, osobito na osobnoj potrošnji i privatnim investicijama. Razborita fiskalna politika koja je doprinijela izlasku iz višegodišnje Procedure prekomjernog proračunskog manjka 2017. godine, omogućila je smanjivanje javnog duga. Hrvatska je zabilježila napredak u svakoj specifičnoj preporuci Europske komisije, a napredak se vidi u reformi mirovinskog sustava, javne uprave, obrazovnog sustava, u poboljšavanju korporativnog upravljanja državnim poduzećima, u usklađivanju okvira za određivanje plaća

²³ Europsko područje se sastoji od država članica Europske unije koje su uvele euro kao svoju valutu. Hrvatska će 1.1.2023. godine uvesti euro i postati članica europskog područja.

u javnom sektoru, u smanjenju adiministrativnog i regulatornog opterećenja te u poboljšanju kvalitete učinkovitosti pravosuđa.²⁴ Pristup Vlade se temeljio na tzv. „trokutu uspješnosti“, koji čine fiskalna konsolidacija, strukturne reforme i ulaganja.²⁵ U razdoblju od 2019. do 2021. godine Hrvatska je bila u kategoriji makroekonomskih neravnoteža, a u svibnju 2022. godine je Europska komisija objavila da Hrvatska nema makroekonomskih neravnoteža.

²⁴ Vlada Republike Hrvatske (2019): *Nakon 5 godina Hrvatska izlazi iz procedure prekomjernih makroekonomskih neravnoteža*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/nakon-5-godina-hrvatska-izlazi-iz-procedure-prekomjernih-makroekonomskih-neravnoteza/25406>

²⁵ Ibidem.

3. POVEZANOST FINANCIJSKE STABILNOSTI I SISTEMSKIH RIZIKA

Općenito se pod financijskom stabilnosti podrazumijeva nesmetano efikasno funkcioniranje elemenata financijskog sustava: financijskih institucija i tržišta, platnih sustava, sustava namire i prijeboja.²⁶ Stabilan financijski sustav je onaj koji učinkovito raspoređuje resurse, procjenjuje i upravlja financijskim rizicima, održava razine zaposlenosti blizu prirodne stope gospodarstva i eliminira relativna kretanja cijena realne ili financijske imovine koja će utjecati na monetarnu stabilnost ili razinu zaposlenosti.²⁷ Smatra se da stabilan financijski sustav može s lakoćom otkloniti neravnoteže koje nastaju endogeno ili kao rezultat značajnih nepovoljnih i nepredviđenih događaja te time onemogućiti da se određene neravnoteže prenesu na realno gospodarstvo. Većina transakcija u realnom gospodarstvu obavlja se kroz financijski sustav, stoga stabilan financijski sustava omogućava gospodarski rast. No, određene neravnoteže u gospodarstvu mogu negativno utjecati na financijski sustav. Stoga je vrlo bitno promatrati financijski sustav i gospodarstvo zajedno jer oni i jesu u stalnoj interakciji. Svaki rizik kojim je sustav izložen i koji ima negativne posljedice na funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava te ozbiljno negativno djeluje na realno gospodarstvo može se smatrati sistemskim rizikom.²⁸ Također, smatra se da se većina sistemskih rizika akumulira u „dobrim“ vremenima (u ekspanziji), a u lošim vremenima (u recesiji) dolazi do njihove materijalizacije i tako putem različitih kanala onemogućavaju proces financijskog posredovanja i negativno djeluju na realna kretanja. A stanje u kojem je spriječeno stvaranje sistemskog rizika naziva se financijska stabilnost.

3.1. Pojmovno određenje financijske stabilnosti

Financijska stabilnost postala je bitno pitanje zadnjih desetljeća, kako zbog globalne krize, tako i zbog liberalizacije, inovacija u financijskom svijetu, rasta broja transakcija i troškova. Ne postoji službena definicija financijske stabilnosti, ali većina definicija promiče učinkovitu raspodjelu resursa i otpornost na šokove te doprinose makroekonomskoj stabilnosti i rastu. Europska središnja banka definira financijsku stabilnost kao stanje u kojemu financijski sustav može podnijeti šokove bez većih poremećaja u financijskom posredništvu te u kojemu postoji efikasna alokacija ušteđevina radi produktivnog investiranja. Hrvatska narodna banka

²⁶ Pavković, A.: *Regulacija i supervizija financijskih usluga*, Dodatni materijali za izučavanje

²⁷ The World Bank: *Financial stability*, Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-stability>

²⁸ HANFA (2021): *Financijska stabilnost*, Broj I, Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/6301/financijska-stabilnost-1.pdf>

(HNB) tumači financijsku stabilnost kao jedan od ključnih preduvjeta za održiv gospodarski rast. Također, financijskoj stabilnosti pridaje karakter javnog dobra zbog znatnih ekonomskih i financijskih troškova. Zakonom o Vijeću za financijsku stabilnost (NN 159/13) definirana je financijska stabilnost kao stanje koje se očituje u nesmetanom i učinkovitom funkcioniranju ukupnoga financijskog sustava u procesima alokacije financijskih resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i otpornosti financijskog sustava na izvanredne šokove. Navedenim zakonom osnovano je Vijeće za financijsku stabilnost kao međuinstitucionalno tijelo koje:

- oblikuje makrobonitetnu politiku u Republici Hrvatskoj;
- identificira, ocjenjuje i razmatra sistemske rizike;
- osigurava suradnju i razmjene informacija između nadležnih tijela za potrebe provođenja ovoga Zakona,
- poduzima aktivnosti vezane uz ispunjavanje zahtjeva iz upozorenja u preporuke Europskog odbora za sistemske rizike (*engl.* European Systemic Risk Board – ESRB²⁹) i priprema odgovarajuća obrazloženja u slučaju neispunjavanja zahtjeva
- usklađuje metodologije za identifikaciju sistemskih važnih financijskih institucija ili struktura
- izdaje upozorenje i preporuke vezane uz sistemske rizike i financijsku stabilnost
- sudjeluje u oblikovanju i provođenju aktivnosti vezanih uz oporavak i sanaciju kreditnih institucija i nebankovnih financijskih institucija,
- sudjeluje u oblikovanju sustava osiguranja depozita i sustava za zaštitu ulagatelja te ostalim zadacima određenim navedenim Zakonom.³⁰

Na globalnoj razini osnovana je organizacija koja djeluje na načelu dobrovoljnosti pod nazivom Odbor za financijsku stabilnost (*engl.* Financial Stability Board - FSB). Zemlje iz skupine G20 dogovorile su prekid rada Foruma za financijsku stabilnost (*engl.* Financial Stability Forum – FSF), i zamijenile ga FSB 2009. godine. Odbor za financijsku stabilnost osnovan je kako bi primjerice procjenjivao ranjivost koje utječu na stabilnost financijskog sustava, kao i kontinuirano analizirao, u okviru makrobonitetne perspektive, regulatorne, nadzorne i srodne aktivnosti potrebne za rješavanje tih ranjivosti i njihovih ishoda; promicao koordinaciju i razmjenu informacija između tijela odgovornih za financijsku stabilnost; pratio

²⁹ Osnovan je 2010. godine te je odgovoran za makrobonitetni nadzor financijskog sustava u Europskoj uniji, čija je uloga spriječiti ili smanjiti sistemske rizike za financijsku stabilnost Europske unije.

³⁰ Vijeće za financijsku stabilnost: *Izveštaj o radu vijeća za financijsku stabilnost u 2020. godini*

i savjetovao o razvoju tržišta i njihovim implikacijama na regulatornu politiku, o najboljoj praksi u ispunjavanju regulatornih standarda.³¹

Važnost proučavanja financijske stabilnosti vidi se u rastu broja jurisdikcija koje objavljuju izvješće o financijskoj stabilnosti: u 2020. godini bilježi se porast na 120 jurisdikcija, dok je u kasnim 1990.-ima taj broj bio manji od 10.³²

3.2. Pokazatelji i mjerenje financijske stabilnosti

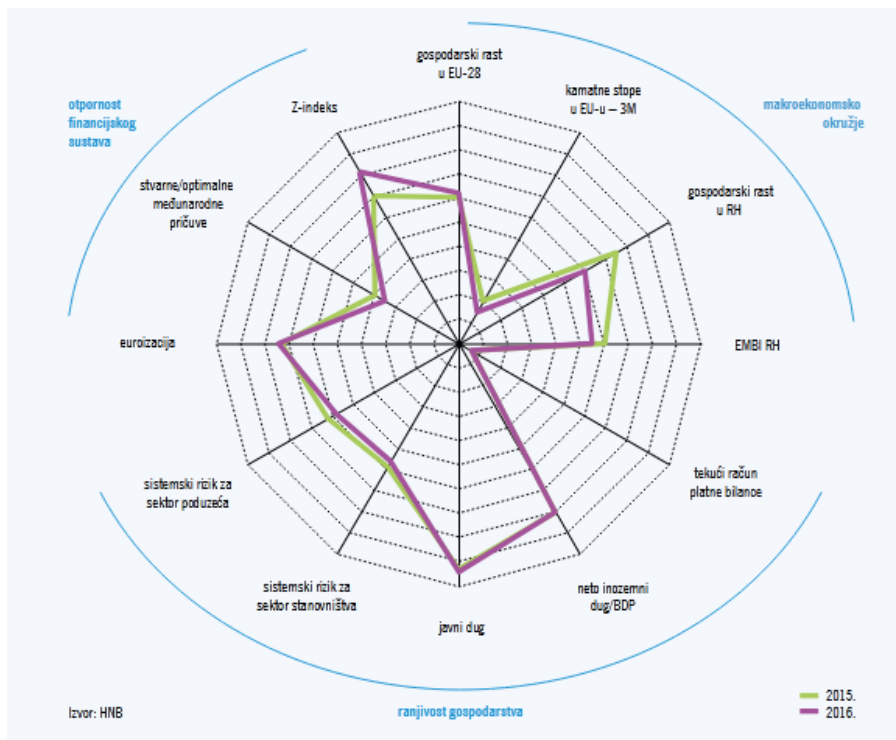
Glavni pokazatelji financijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na dijagramu financijske stabilnosti koji prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na domaće i međunarodno makroekonomsko okruženje te ranjivost domaćeg gospodarstva, kao i pokazatelja otpornosti financijskog sustava koja može otkloniti ili smanjiti troškove u slučaju materijalizacije tih rizika.³³ Među glavne pokazatelje ubrajaju se Z-indeks (indeks solventnosti u bankarstvu), stalne/optimalne međunarodne pričuve, euroizacija, sistemski rizik za sektor poduzeća i sektor stanovništva, javni dug, neto inozemni dug/BDP, tekući račun platne bilance, EMBI (*Emerging Markets Bond Index* - održava prosječnu relativnu rizičnost ulaganja u portfelj državnih vrijednosnih papira), kamatne stope u EU te gospodarski rast kako u EU tako i u Hrvatskoj. Veća udaljenost od središta dijagrama upozorava na veću prijetnju financijskoj stabilnosti i ranjivost sustava. Na Slici 1. prikazan je dijagram financijske stabilnosti temeljen na podacima iz 2015. i 2016. godine. Vidljivo je da su javni dug i inozemni dug bili najveća prijetnja financijskoj stabilnosti. Gospodarski rast potaknut rastom osobne potrošnje i izvoza doprinio je višku na tekućem računu platne bilance. Stoga tekući račun platne bilance nije uzrokovao prijetnju financijskoj stabilnosti, kao ni niske kamatne stope u EU.

³¹ Financial Stability Board: *About the FSB*, Dostupno na: <https://www.fsb.org/about/>

³² Comelli F., Ogawa S. (2020): *What Can We Learn from Financial Stability Reports?* IMF Working Paper, Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/07/30/What-Can-We-Learn-from-Financial-Stability-Reports-461335>

³³ HNB (2017): *Financijska stabilnost br. 17*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/521139/h-fs-17-2016.pdf>

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti



Izvor: HNB, Financijska stabilnost, br.17, srpanj 2016.

Bitno je znati da ne postoji jedinstvena mjera za mjerenje financijske stabilnosti. Većinom su klasični pokazatelji bazirani na određeni sektor, segment financijskog tržišta ili na određene rizike, što ne prikazuje stanje sustava u cjelini. Stoga kako bi se dobio bolji uvid u stupanj financijske stabilnosti koriste se kompozitni indeksi koji sažmu informacije dobivene iz raznih pokazatelja. Varijable uključene u kompozitni indeks moraju održavati makroekonomska obilježja zemlje i strukturu financijskog sustava, a skup pokazatelja inicijalno ocijenjen primjerenim za učinkovito praćenje sistemskih rizika treba kontinuirano prilagođavati promjenama u financijskom sustavu i makroekonomskom okruženju pa se za analizu financijske stabilnosti rabe pokazatelji koji opisuju kretanja na financijskim tržištima, financijsku infrastrukturu, poslovanje financijskih institucija te kretanja u realnom i državnom sektoru, koji su njihovu glavni dužnici.³⁴ Također, prilikom odabira pokazatelja bitno je obratiti pozornost na stupanj integriranosti, odnosno prelijevanja stresa na drugo tržište, plitkost pojedinih tržišta, broj i opseg financijskih transakcija te ograničavajući faktor nedostupnosti informacija. Kompozitni indeksi mogu nositeljima ekonomske politike i tržišnim sudionicima olakšati praćenje i razumijevanje stupnja financijske stabilnosti, ali i omogućiti lakše predviđanje mogućih uzroka krize. Također, mogu poslužiti prilikom

³⁴ Geršl, A. i Hermanek, J. (2008): Indicators of financial system stability: Towards an aggregate financial stability indicator?, Prague Economic Papers, vol. 17, br. 2, str. 127 – 142

odlučivanja o uvođenju, promjenama ili ukidanju makroprudencijalnih mjera i instrumenata. U Hrvatskoj postoji tzv. hrvatski indeks sistemskog stresa (HISS) koji koristi raznovrsne pokazatelje s dnevnim izvještavanjem s financijskog sustava, odnosno s deviznog i međubankovnog tržišta, tržišta obveznica i vrijednosnih papira te financijskih posrednika. Kompozitni indeks omogućava mjerenje razine stresa na financijskim tržištima u realnom vremenu, što sa sobom može donijeti određene nedostatke: ako nije riječ o jednokratnom poremećaju, mogući su autonomno generirani poremećaji unutar financijskog sustava koji mogu u bliskoj budućnosti odraziti na kretanja u realnoj ekonomiji te sistemski poremećaji ili egzogeni šokovi koji su nastali u realnoj sferi gospodarstva mogu destabilizirati financijska tržišta koja povratno reagiraju negativno, pojačavajući sekundarne učinke prema ostatku ekonomije.³⁵

HISS poprima vrijednosti između 0 i 1, a viša vrijednost upućuje na porast financijskog stresa na jednom ili na više financijskih tržišta. Maksimalna vrijednost indeksa ostvaruje u situaciji kada su istodobno ispunjeni sljedeći uvjeti: financijski se stres u isto vrijeme materijalizira na svim promatranim tržištima, kretanja na tržištima u tom su trenutku savršeno pozitivno korelirana (korelacija jednaka 1) te su vrijednosti pojedinog pokazatelja najviše u odnosu na sve do tada zabilježene.³⁶ Međutim, kada se prelijevanje stresa među tržištima odvija s određenim pomakom, vrijednosti indeksa i na nižim razinama od 1 mogu odražavati visok intenzitet stresa.

Za očuvanje financijske stabilnosti postoje različiti instrumenti: transparentnost ciljeva središnjih banaka, javno identificiranje i komuniciranje rizika, povećanje svjesnosti svih sudionika financijskih tržišta o izloženosti riziku, promicanje inicijativa reduciranja osjetljivosti na krize i poboljšavanje financijske infrastrukture, suradnje svih supervizora i djelovanje na posljednje utočište osiguravajućih likvidnosti u funkciji prevencije sistemske krize i sl.³⁷

³⁵ Duraković, E. (2021): *Hrvatski indeks sistemskog stresa (HISS)*, Istraživanja I-61, HNB; Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3781812/i-061.pdf/3daf1797-e0a8-4171-3ed1-7932a84bcb72>

³⁶ Ibidem

³⁷ Pavković, A.: *Regulacija i supervizija financijskih usluga*, Dodatni materijali za izučavanje

3.3. Pojmovno određenje sistemskog rizika

Definicije sistemskog rizika počele su se pojavljivati u literaturi 90-ih godina prošlog stoljeća i naglašavale su učinak zaraze. No, globalna kriza koja je uvelike dovela u pitanje financijsku stabilnost cijelog sustava potaknulo je i pomnije promišljanje o sistemskom riziku i njegovoj definiciji. Prema definiciji Zakona o Vijeću za financijsku stabilnost sistemski rizik označava rizik poremećaja u financijskom sustavu koji može izazvati ozbiljne posljedice za financijski sustav i realno gospodarstvo. Međunarodni monetarni fond definira sistemski rizik kao rizik poremećaja financijskih usluga koji je uzrokovan oštećenjem cijelog financijskog sustava ili njegovih dijelova te može imati ozbiljne negativne posljedice za realnu ekonomiju. Poremećaj bi mogao biti posljedica šokova koji potječu iz financijskog sustava ili izvan financijskog sustava koji utječu na njega; i imaju značajna prelijevanja na realno gospodarstvo. Određeni financijski instrument, institucija, tržište ili segment financijskog sustava mogu biti izvor sistemskog rizika, njegov prijenosnik, kao i biti pod njegovim utjecajem.³⁸

Sistemski rizik proizlazi iz pretjerano rizičnih aktivnosti pojedinca ili grupe trgovaca, agresivnog tipa organizacijske kulture (težnja prema kratkoročnim profitima), kolektivnog neuspjeha menadžmenta u banci (ili u cijelom financijskom sustavu), što dovodi do inertnosti i nemogućnosti odgovora na promijenjene ekonomske okolnosti te visoku izloženost banaka istovrsnom riziku u sustavu u cjelini.³⁹ Stoga, među uobičajene izvore sistemskih rizika ubrajaju se: kreditni rizik, operativni rizik, likvidnosni rizik, rizik zaraze, koncentracijski rizik. Rizik gubitka zbog neispunjavanja dužnikove novčane obveze prema kreditnoj instituciji označava se kao kreditni rizik. Operativni rizik je rizik gubitka koji nastaje zbog neadekvatni unutarnjih postupaka, ljudskih pogrešaka, pogrešaka u sustavu i slično. Likvidnosni rizik (rizik likvidnosti) označava neusklađenost imovine i obveze kreditne institucije s obzirom na vrijednost i dospijeće. Rizik zaraze proizlazi iz korelacije kreditnih institucija gdje se promjena cijena prelijeva na realnu ekonomiju i platni sustav kreditnih institucija. A koncentracijski rizik proizlazi iz svake pojedinačne, izravne ili neizravne izloženosti prema jednoj osobi, grupi povezanih osoba ili skupa izloženosti koje povezuju zajednički činitelj rizika kao što su istovrsni poslovi, geografsko područje i slično.

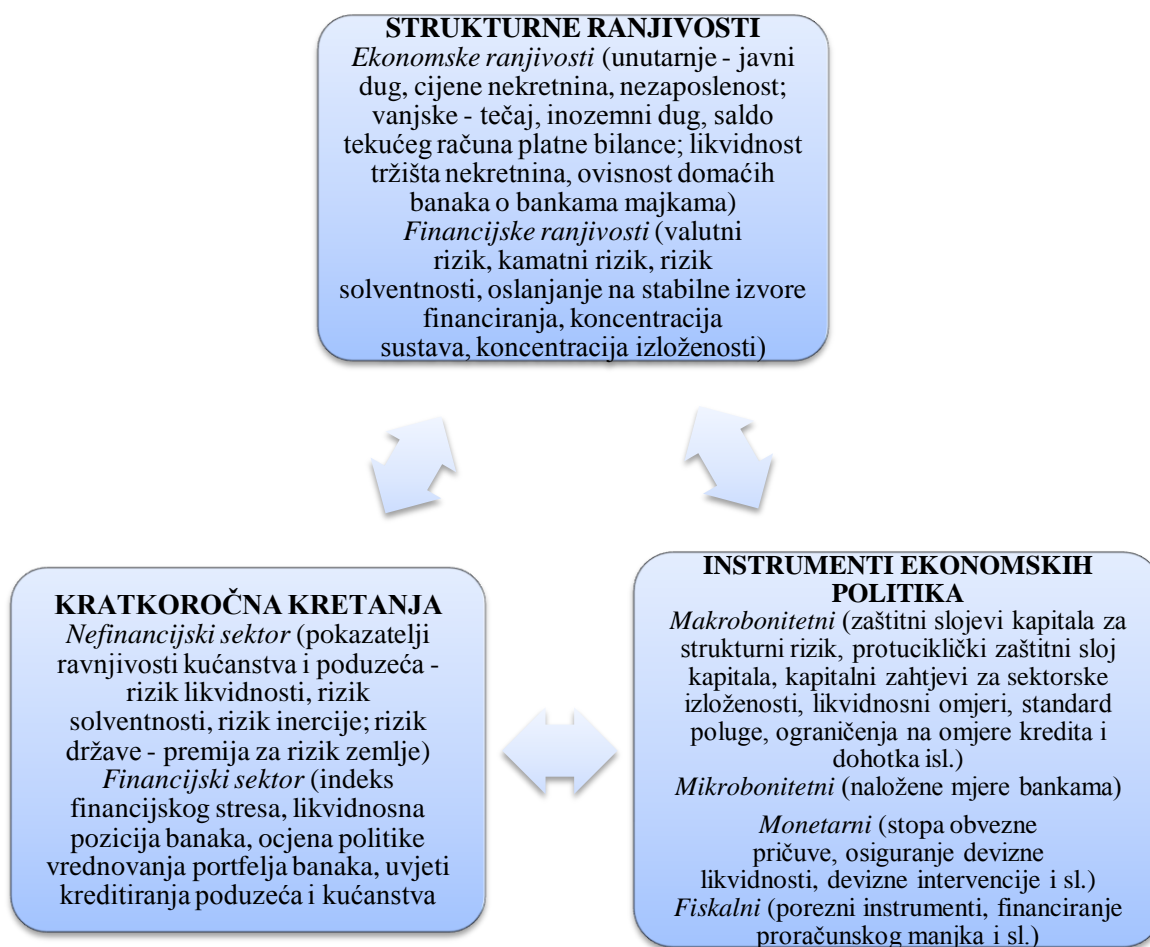
³⁸ Smaga, P. (2014): *The Concept of Systemic Risk*, SRC Special Paper number 5. Dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2477928

³⁹ Ibidem

3.4. Pokazatelji sistemskog rizika

Nedovoljno detaljan prikaz navedenog dijagrama financijske stabilnosti, potaknuo je razvoj tzv. mape rizika koji sažeto i usporedno prikazuje standardizirane pokazatelje. Posebnost mape rizika je što sistemske rizike sagledava iz više dimenzija: strukturne ranjivosti pomoću kojeg mogući sistemski šok može biti povećan ili smanjen, kratkoročna kretanja koja utječu na stabilnost sustava te uz praćenje izloženosti sustava u cjelini (makrobonitetne politike), prate se i mikrobonitetna, fiskalna i monetarna politika. Slijedom navedenog određuje se je li priroda sistemskog rizika strukturna ili ciklička, u kojem segmentu sustava se razvija rizik te bilježe li se znatni poremećaji na strani ponude ili potražnje; odnosno olakšava se identifikacija sistemskog rizika. Trodimenzionalno sagledavanje sistemskog rizika i pokazatelji koji se prate za pojedine komponente prikazani su na Slici 2. Vidljivo je da se strukturne ranjivosti gledaju kroz ekonomske i financijske ranjivosti, nefinancijski i financijski sektor u kretanjima kratkog roka te su prikazani instrumenti različitih, a povezanih politika.

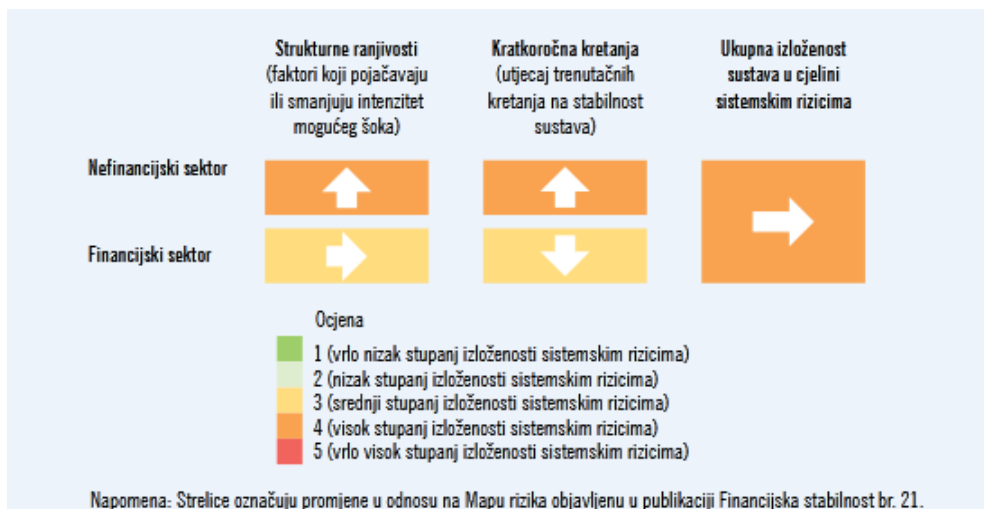
Slika 2. Trodimenzionalno sagledavanje sistemskih rizika



Izvor: izrada autora prema HNB, Financijska stabilnost, br.15, srpanj 2015.

Primjer mape rizika prikazana je na Slici 3. Ocjena stupnja izloženosti sistemskim rizicima prikazana je bojom u rangu od 1 (vrlo nizak stupanj) do 5 (vrlo visok stupanj). Strelice označavaju promjenu smjera i intenziteta izloženosti u odnosu na prethodno razdoblje. Mape sistemskog rizika objavljuju se na stranicama Hrvatske narodne banke u redovnoj godišnjoj publikaciji *Financijska stabilnost* te u redovnoj tromjesečnoj publikaciji *Makroprudencijalna dijagnostika*. U petom poglavlju nalazi se detaljnije tumačenje mape sistemskog rizika za odabranu godinu.

Slika 3. Primjer mape rizika



Izvor: HNB, Financijska stabilnost, br. 22, svibanj 2021.

4. VAŽNOST MAKROPRUDENCIJALNE POLITIKE

4.1. Pojmovno određenje makroprudencijalne politike

Iako se pojam makroprudencijalna politika pojavljuje prije otprilike 50 godina, veliku važnost poprima tek u vrijeme globalne krize 2008. godine kada se za održavanje financijske stabilnosti u obzir uzimao sveobuhvatan pristup, ne samo pojedinačna institucija. Naziva se još i makrobonitetna politika, a obuhvaća mjere, instrumente i aktivnosti potrebne za očuvanje stabilnosti financijskog sustava u cjelini jačanjem otpornosti financijskog sustava te izbjegavanjem i smanjenjem sistemskih rizika.⁴⁰ U početnoj fazi razvoja makroprudencijalne politike najveći se značaj stavlja na bankarski sektor, ali s porastom udjela i značaja nebankarskog sektora financijskih usluga potiče se proširenje okvira makroprudencijalne politike. Navedeni elementi opisuju makroprudencijalnu politiku:

- svrha i cilj je ograničiti sistemski rizik i njime upravljati
- područje djelovanja je cijeli financijski sustav, uz interakcije između financijskih i makroekonomskih sektora i
- instrumenti upravljanja su alati bonitetne politike koji utječu na sustavne rizike.⁴¹

Makroprudencijalna politika sastoji se od tri dimenzije: strukturna, vremenska i regulatorna. Strukturna dimenzija povezana je sa sistemskim rizicima koji su nastali u nekoj instituciji ili grupi institucija kao posljedica međusobne povezanosti ili visoke koncentracije pojedinih financijskih usluga. Vremenska dimenzija utvrđena je s obzirom na fazu ekonomskog i poslovnog ciklusa. U uzlaznoj fazi makroprudencijalna politika bi trebala biti usmjerena na izgradnju zaštitnih amortizera u obliku kapitala i likvidnosti te tako jačati otpornost sustava na moguće šokove i ublažiti tu fazu ciklusa. Time se istodobno omogućava protucikličko djelovanje u silaznoj fazi ciklusa.⁴² Protucikličko djelovanje makrobonitetne politike podrazumijevalo bi da se prevenira i uspori proces akumulacije rizika te da se u razdobljima kada se rizici akumuliraju, a prije nego što se materijaliziraju, provodi politika usmjerena na jačanje otpornosti sustava na moguće šokove koji bi se iskoristili za stabilizaciju sustava kada

⁴⁰ Narodne novine: *Zakon o Vijeću za financijsku stabilnost* (NN 159/ 13), Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/696/Zakon-o-Vijeću-za-financijsku-stabilnost>

⁴¹ Pavković, A.: *Regulacija i supervizija financijskih usluga*, Dodatni materijali za izučavanje

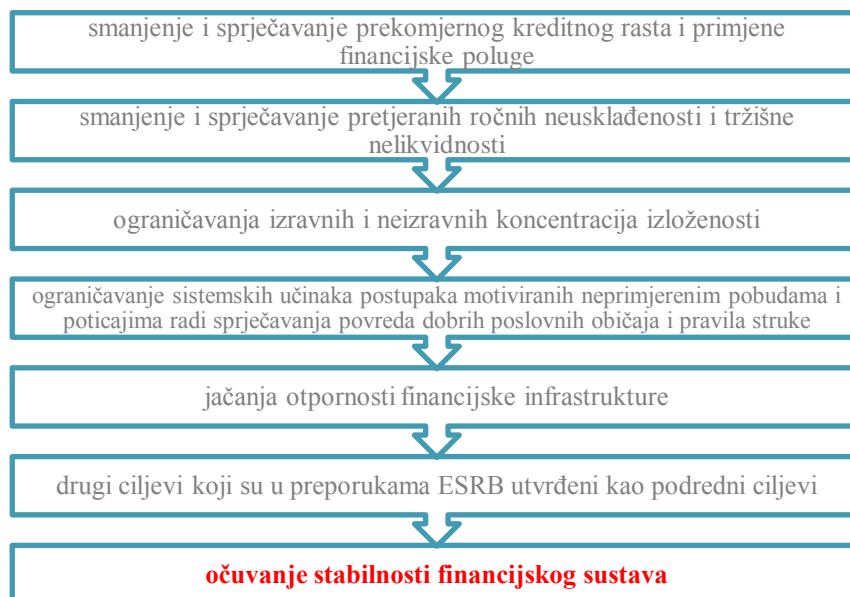
⁴² Dumčić, M. (2015): *Kratki uvod u svijet makroprudencijalne politike*, Pregledi P-26, HNB; Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/265505/p-026/ddb215ff-a3a7-4232-95a2-ebe9008229f6>

ili ako dođe do materijalizacije rizika.⁴³ Regulatorna dimenzija odnosi se na uspostavljanje regulatornog i nadzornog okvira prema sistemskim rizicima kako bi se osigurala financijska stabilnost, smanjili potencijalni troškovi financijskih kriza te izbjegla regulatorna arbitraža.

4.2. Ciljevi makroprudencijalne politike

Ostvarivanje podrednih ciljeva makroprudencijalne politike omogućava ostvarivanje krajnjeg cilja – očuvanje stabilnosti financijskog sustava. (Slika 4.) Prijetnja financijskoj stabilnosti u cijelom sustavu pod nadzorom je makrobonitetnih kreatora politika i supervizora koji koriste širok skup alata, metoda i modela za rano prepoznavanje ranjivosti i rizika, i njihovih okidača te rano procjenu kanala prijenosa i otpornosti sustava na šokove i potencijalnu ozbiljnost rizika materijalizacije. Stoga, javlja se i neizmjerne potreba za razumijevanje ne samo financijskih subjekata, bilo da se radi o instrumentima, ekonomijama, tržištima ili institucijama već i njihove međusobne povezanosti, međupovezanosti i važnosti za cijeli sustav.⁴⁴

Slika 4. Krajnji i podredni makroprudencijalni ciljevi



Izvor: izrada autora prema *Zakon o Vijeću za financijsku stabilnost* (NN 159/13)

⁴³ HNB (2013): *Financijska stabilnost br. 11*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/122362/h-fs-11-2013.pdf>

⁴⁴ Sarlin P. (2014): *Macroprudential oversight, risk communication and visualization*, SRC Special Paper No 4, Dostupno na: https://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/sp-4_0.pdf

4.3. Mjere i instrumenti u Republici Hrvatskoj

Cilj uvođenja makroprudencijalnih instrumenata očituje se u smanjenju sistemskog rizika, bilo tijekom vremena ili među institucijama i tržištima. Mjere i instrumenti su usmjereni na jačanje otpornosti sustava na šokove, odnosno na smanjivanje ranjivosti povezanih s prekomjernom kreditnom aktivnošću, sektorskih ranjivosti s obzirom na kretanje cijena imovine, tečajeva ili kamatnih stopa te prekomjernih izloženosti rizicima povezanim s financiranjem.⁴⁵ Razlikuju se ovisno o karakteristikama određene zemlje, odnosno o stupnju gospodarskog i financijskog razvoja, tečajnom režimu, osjetljivosti na određene šokove. Makroprudencijalni instrumenti često se koriste u kombinaciji s drugim ekonomskim politikama (mikroprudencijalne, monetarne, fiskalne politike), prilagođavaju se da djeluju na isti način kao „automatski stabilizatori“ te tako snažnije djeluju na postizanje istih makrobonitetnih ciljeva. Mjerenjem različitih pokazatelja utvrđuje se stabilnost financijskog sustava, uočavaju se rizici koji bi mogli utjecati na financijsku stabilnost. Na temelju određenih rezultata definiraju se mjere i instrumenti za smanjivanje i sprječavanje daljnje materijalizacije rizika. No, rast i razvoj financijskog sustava i gospodarstva omogućava evoluciju sistemskih rizika što potiče njihovo konstantno praćenje te uspostavu novih mjera i instrumenata. Različite okolnosti zahtijevaju korištenje različitih instrumenata. Kreatori politika proučavali su određene aspekte prilikom korištenja makroprudencijalnih instrumenata te su utvrdili: kako je korištenje višestrukih instrumenata bolje prilikom rješavanja različitih aspekta istog rizika jer pruža veću učinkovitosti, mogućnost ciljanja specifičnih rizika razlikovanjem vrsta transakcija čini instrumente preciznijima i potencijalno učinkovitijima te prilagodba instrumenata u različitim fazama ciklusa čini ih učinkovitijima u izgrađivanju financijskog ciklusa.⁴⁶

Općenito, instrumenti makroprudencijalne politike se mogu podijeliti na one povezane s:

- kreditnom aktivnošću banaka⁴⁷:
 - LTI (*engl.* loan-to-income) – omjer iznosa odobrenoga kredita i ukupnoga godišnjega raspoloživog dohotka potrošača u trenutku odobravanja kredita

⁴⁵ MMF (2013): Key Aspects of Macroprudential Policy, odobrio Vinalis, J., izradio tim predvođen Brockmeijerom, J., lipanj

⁴⁶ Columba, F., Costs, A., Kongsamut, P., Lim C., Otani, A., Saiyid, M., Wezei, T., Wu, X. (2011): *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experience*, International Monetary Fund, Washington, Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>

⁴⁷ HNB: *Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima*, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/2042017/hp28022019_preporuka.pdf/6cf30cf5-72d1-95e2-b3a5-8a10060b6839?t=1551343437152

- LTV (*engl.* loan-to-value) – omjer iznosa odobrenoga kredita i vrijednosti instrumenata osiguranja u trenutku odobravanja kredita
- LSTI (*engl.* loan-service-to-income) – omjer godišnjega troška otplate kredita i ukupnoga godišnjega raspoloživog dohotka potrošača u trenutku odobravanja kredita
- DTI (*engl.* debt-to-income) – omjer ukupnog duga potrošača i ukupnoga godišnjega raspoloživog dohotka potrošača u trenutku odobravanja kredita
- DSTI (*engl.* debt-service-to-income) – omjer godišnjeg troška otplate ukupnog duga i ukupnog godišnjeg raspoloživog dohotka potrošača u trenutku odobravanja kredita
- likvidnošću i valutnom strukturom bilanca banaka:
 - koeficijent likvidnosne pokrivenosti - LCR (*engl.* liquidity coverage ratio): omjer zaliha visokokvalitetne likvidne imovine i ukupno neto novčanih odljeva sljedećih 30 dana; mora iznositi najmanje 100%
 - omjer neto stabilnih izvora financiranja - NSFR (*engl.* net stable funding ratio): omjer raspoloživih stabilnih izvora financiranja (do godinu dana ili dulje) i potrebnih stabilnih izvora financiranja, mora iznositi najmanje 100%
 - minimalno potrebna devizna potraživanja
 - održavanje obvezne pričuve
 - ograničenja ročne i valutne neusklađenosti imovina i obveza
 - ograničenja korištenja financijske poluge
 - ograničenja otvorenih valutnih pozicija
- zaštitom i podizanjem svijesti potrošača
- razinom kapitala

Svaka kreditna institucija (banka, štedna banka ili stambena štedionica) dužna je održavati kapitalni zahtjev ovisno o njezinoj izloženosti. Struktura kapitalnog zahtjeva sastoji se od minimalnog regulatornog kapitala i kombiniranog zaštitnog sloja kapitala. Regulatorni kapital zbroj je sljedećih komponenata:

- osnovnog kapitala 6%
 - redovnog osnovnog kapitala 4,5%
 - dodatnog osnovnog kapitala 1,5%
- dopunskog kapitala 2%

Kombinirani sloj kapitala sastoji se od zaštitnih slojeva kapitala koje su ujedino preventivne mjere i mjere usmjerene na povećanje otpornosti bankovnog sustava⁴⁸:

1. zaštitni sloj za očuvanje kapitala – u visini od 2,5% ukupnog iznosa izloženosti riziku koji su kreditne institucije dužne držati u obliku redovnog osnovnog kapitala
 - nadogradnja na minimalnu regulatornu stopu redovnog osnovnog kapitala od 4,5%
 - svrha: očuvanje kapitala kreditne institucije
 - Zakon o kreditnim institucijama (NN, br. 159/2013., 19/2015., 102/2015. i 15/2018.)
2. protuciklički zaštitni sloj kapitala (pck) – varijabilni makrobonitetni kapitalni zahtjev
 - trenutno iznosi 0%, a od 21. ožujka 2023. godine iznositi će 0,5% zbog nastavka kumulacije cikličkih sistemskih rizika u uvjetima oporavka gospodarstva od krize izazvane pandemijom, rasta cijena stambenih nekretnina i jačanja kreditne aktivnosti⁴⁹
 - svrha: ublažavanje procikličnosti bankovnoga kreditiranja – tijekom ulazne faze financijskog ciklusa raste i izloženost cikličkim sistemskim rizicima, koji obično postanu vidljivi tek kada se ciklus preokrene;
 - izgradnja protucikličkog zaštitnog sloja u uzlaznoj fazi ciklusa osigurava pravodobno izdavanje dodatnog kapitala koji tijekom silazne faze ciklusa ili u slučaju iznenadnog izbijanja krize olakšava kreditnim institucijama apsorpciju gubitaka i očuvanje kreditne aktivnosti⁵⁰
 - određivanje referentne stope protucikličkog kapitala, povezano je s određenim relevantnim pokazateljima cikličkoga sistemskog rizika, tj. standardni i specifični omjer kredita i BDP-a te kompozitni indikator (Tablica 4.). Pojedini koji su bitni za proučavanje tablice jesu: kod specifičnog omjera kredita i BDP-a u užoj definiciji kredita ulaze samo krediti domaćih banaka; apsolutni jaz se računa kao razlika, a relativni kao omjer: kredita i BDP-a te njegova trenda.

⁴⁸ HNB, *Makrobonitetne mjere*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere>

⁴⁹ HNB (2022): Obrazloženje za podizanje stope protucikličkoga zaštitnoga sloja kapitala za Republiku Hrvatsku; Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/2293466/h-odluka-stopa-protuciklickog-zastitnog-sloja-kapitala-obrazlozenje_03-2022.pdf/776688b4-6882-daad-4fa7-86ed1aae15f6?t=1648659871898

⁵⁰ HNB (2022): Protuciklički sloj kapitala, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/protuciklicki-sloj-kapitala> Pristupljeno: 01.08.2022

- kompozitni indikator prikaz su sažimanja velikog broja pokazatelja i tako stvaraju veći broj informacija o kretanju cikličkih rizika u realnom vremenu, a prilikom izgradnje indikatora u obzir se uzimaju mjere: precijenjenosti cijena nekretnina, kreditne dinamike, vanjskih neravnoteža, snage bilanci kreditnih institucija, opterećenosti privatnog sektora dugom, potencijalno krivog vrednovanja rizika
- Odluka o stopi protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala (NN, br. 39/2022)

Tablica 4. Relativni pokazatelji cikličkoga sistemskog rizika i povezane referentne stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala

POKAZATELJ	VRIJEDNOST OMJERA/INDIKATORA	KREDITNI JAZ (odstupanje od dugoročnog trenda)	REFERENTNA STOPA ZS (pck)
Standardni (bazelski) omjer kredita i BDP-a	72,1%	-15,6 p.b.	0%
Specifični omjer kredita i BDP-a (apsolutni jaz)	52,9% (uži) i 72,1% (širi)	-10,9 p.b. do -0,03 p.b.	0% do 0,15%
Specifični omjer kredita i BDP-a (relativni jaz)		-13,1% do 0,06%	0% do 0,13%
Kompozitni indikator	0,06 (62. percentil distribucije)	/	0,55% do 0,83%

Izvor: HNB, *Obrazloženje za podizanje stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala za Republiku Hrvatsku*

3. zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik ZS (ssr) – u visini od 1,5% ukupnog iznosa izloženosti riziku za sve kreditne institucije
 - svrha: apsorbiranje gubitaka proizašlih iz moguće destabilizacije bankovnog sustava
 - utvrđuje se ovisno o: vrsti, opsegu i složenosti poslova pojedine kreditne institucije; sveobuhvatnoj ocjeni rizika u gospodarstvu te analizi strukturnih elemenata financijske stabilnosti
 - Odluka o primjeni zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik (NN, br. 114/2020.)
4. zaštitni sloj kapitala za ostale sistemski važne kreditne institucije ZS (osv) i globalne sistemski važne kreditne institucije ZS (gsv)
 - svrha: ograničiti zarazu koja može proizaći iz insolventnosti institucije
 - za potrebe utvrđivanja OSV kreditnih institucija sistemski važnost ocjenjuje se na osnovi najmanje jednog od uvjeta: veličine, značenja za gospodarstvo Europske Unije ili Republike Hrvatske, značenja prekogranične aktivnosti i

povezanosti kreditne institucije ili grupe s financijskim sustavom⁵¹, a stopa zaštitnog sloja za OSV kreditnu instituciju određuje se uzimajući u obzir pokazatelje sistemske značajnosti, povijesne gubitke u sustavu i stručnu procjenu

- u Hrvatskoj ne postoje GSV, ali status GSV imaju pojedine banke majke koje su vlasnice kapitala u hrvatskim bankama

Tablica 5. prikazuje OSV kreditne institucije u Hrvatskoj te visinu stope zaštitnog sloja za pojedinu instituciju.

Tablica 5. OSV kreditne institucije u Hrvatskoj

OSV KREDITNA INSTITUCIJA	Bodovi	Visina stope zaštitnog sloja određena za OSV KI od 1.1. 2022.	Visina stope zaštitnog sloja koji je OSV KI dužna održavati od 1.1.2022.
Zagrebačka banka d.d., Zagreb	2889	2,0%	2,0%
Privredna banka Zagreb d.d., Zagreb	2176	2,0%	1,75%
Erste&Steiermarkische Bank d.d., Rijeka	1992	2,0%	2,0%
Raiffeisenbank Austria d.d., Zagreb	765	2,0%	2,0%
OTP banka Hrvatska d.d., Split	761	2,0%	1,5%
Hrvatska poštanska banka d.d., Zagreb	301	0,5%	0,5%
Addiko Bank d.d., Zagreb	298	0,5%	0,5%

Izvor: HNB, *Priopćenje o rezultatima preispitivanja sistemske važnosti kreditnih institucija u Republici Hrvatskoj*

Osim zaštitnih slojeva u mjere makrobonitetne politike HNB-a ulaze i:

- uzajamno priznavanja mjera (reciprocitet) – primjenjivanje mjera makrobonitetne politike koje je utvrdilo odgovarajuće tijelo drugih država članica EU
 - svrha: mjere makrobonitetne politike koje se zasnivaju na osnovi izloženosti, uzajamno primjenjuju u drugim državama članicama te se tako stvara ravnopravnost na tržištu
 - Odluka o postupku priznavanja mjera makrobonitetne politike koje su donijela odgovarajuća tijela drugih državnih članica Europske unije i postupku procjene prekograničnih učinaka mjera makrobonitetne politike
- ostale mjere i aktivnosti

⁵¹ Narodne novine: *Zakon o kreditnim institucijama* (NN 159/13, 19/15, 102/15, 15/18, 70/19, 47/20, 146/20), Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/195/Zakon-o-kreditnim-institucijama>

5. ANALIZA MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽA I FINANCIJSKE STABILNOSTI POSLJEDNJIH GODINA U REPUBLICI HRVATSKOJ

U ovom poglavlju analizirane su makroekonomske neravnoteže, sistemski rizici i financijska stabilnost u razdoblju od 2018. do prve polovine 2022. godine. Navedeno razdoblje uzeto je u obzir zbog određenih događanja koje su obilježila te godine. U 2018. godini je Hrvatska bila još uvijek u Proceduri za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža, a 2019. je izašla iz navedene Procedure. 2020. godinu je obilježila pandemija COVID-19. Nakon stabilizacije u financijskom i gospodarskom pogledu u 2021. godini, 2022. godine počela je invazija Rusije na Ukrajinu.

5.1. Makroekonomsko okruženje

Nakon globalne financijske krize 2007. godine postepeno se bilježila ekspanzija na svim aspektima gospodarstva. Međutim, blago usporavanje gospodarske aktivnosti potaknulo je na razmišljanje o mogućoj recesiji zbog dobro poznate smijene ekonomskih ciklusa gdje kada gospodarstvo dođe do vrhunca ekspanzije, kreće postepeni pad gospodarstva koji dovodi do recesije. Sukladno tome mogli bi se javiti rizici financijske stabilnosti. No, snažan pad gospodarske aktivnosti dogodio se naglo i iznenada pojavom pandemije. Pandemija COVID-19 je pandemija zarazne bolesti čiji je uzročnik virus SARS-CoV-2. Smatra se da je prvi slučaj zaraze zabilježen u prosincu 2019. godine u Kini. Virus različito djeluje na svaku zaraženu osobu, a među najčešćim simptomima ubrajaju se povišena tjelesna temperatura, kašalj, umor te gubitka osjetila mirisa i okusa. U većini slučajeva najčešće je razvijena blago do umjerena bolest, no zabilježeni su i slučajevi bolničkog liječenja te smrti.⁵² U Hrvatskoj je prvi slučaj zaraze zabilježen u veljači 2020. godine, a nakon mjesec dana uvedena je karantena i ostale restriktivne epidemiološke mjere za suzbijanje širenja virusa. Osim neizvjesnosti u pogledu tijeka, trajanja i posljedica pandemije na zdravstvenu situaciju, neizvjesnost se javlja i u pogledu ekonomske situacije.

Sredinom 2020. godine Hrvatska je pristupila u europski tečajni mehanizam (ERM II) što se smatra ključnim korakom za uvođenje eura. Središnji pariteti određen je na razini 1 euro = 7,53450 kuna, a fluktuacija oko središnjeg pariteta određena je u standardnom rasponu od \pm

⁵² Sredinom kolovoza 2022. ukupan broj umrlih od zaraze COVID-19 iznosio je oko 16.500 osoba. Dostupno na službenoj stranici Vlada Republike Hrvatske: *Službena stranica Vlade za pravodobne i točne informacije o koronavirusu*: <https://www.koronavirus.hr/podaci/489>

15%.⁵³ Kako bi europska država postala članicom Europske unije te daljnjim slijedom uvela euro potrebno je da zadovolji određene kriterije. Stoga vrlo je važno da zemlja koja je u ERM II i dalje brine i poboljšava određene kriterije te održava stabilnost tečaja kako bi se ustanovilo je li središnji paritet odgovarajući tečaj za uvođenje eura u određenoj državi članici EU. Pošto HNB svoj osnovni cilj provodi preko stabilnosti tečaja hrvatske kune prema euru, nisu zabilježene veće poteškoće u održavanju stabilnosti i odstupanja od središnjeg pariteta. Objava Europske komisije o nepostojanju makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj doprinijelo je da Hrvatska 1. siječnja 2023. godine uvede euro kao svoju nacionalnu valutu.

Nakon „šoka“ u financijskom i gospodarskom sustavu uzrokovanog pandemijom, 2021. godina bilježi stabilizaciju financijskog sustava, u određenim aspektima gospodarstva i rast veći nego što je zabilježen u pretpandemijskoj godini. No, u veljači 2022. godine počeo je rat u Ukrajini što je ponovno potaknulo na razmišljanje o mogućim rizicima, financijskim nestabilnostima, neravnotežama i slično.

5.2. Identifikacija sistemskih rizika

U zemljama Europske unije, pa tako i u Hrvatskoj zabilježene su fiskalne neravnoteže zbog vladinih mjera potpore gospodarstvu za koje se smatra da su ublažile posljedice poremećaja u gospodarstvu i spriječile znatniju materijalizaciju rizika za financijsku stabilnost.⁵⁴ No, javila se zabrinutost o mogućim rizicima za financijski sustav zbog povezanosti države i banaka, ali i zabrinutosti oko održivosti javnog duga. Osim naglog povećanja javnog duga, koji je već i prije pandemije predstavljao znatan strukturni rizik, pod utjecajem smanjenih prihoda poduzeća praćenih padom zaposlenosti, stagnacijom plaća i porastom zaduženosti znatno su porasli i rizici u nefinancijskom privatnom sektoru, posebice u sektoru poduzeća te u manjoj mjeri i u sektoru kućanstva.⁵⁵ Također, smanjena mogućnost ispunjavanja obveza klijenata tijekom pandemije omogućio je nastanak kreditnog rizika. Nepovoljna gospodarska kretanja u pandemiji povećala su ukupnu izloženost financijskog sustava sistemskim rizicima na visoku razinu. Dijelovi financijskog sustava bili su različito pogođeni. Ulagatelji su prenosili svoja sredstva u druge sigurnije oblike ulaganja. Na početku pandemije investicijski fondovi su bili dosta pogođeni, zabilježeni su odljevi sredstava, ali ubrzo se situacija stabilizirala zbog reakcija nositelja ekonomskih politika. Društva za osiguranje zabilježila su smanjenje životne

⁵³ European Central Bank (2020): *Communique on Croatia*, Dostupno na:

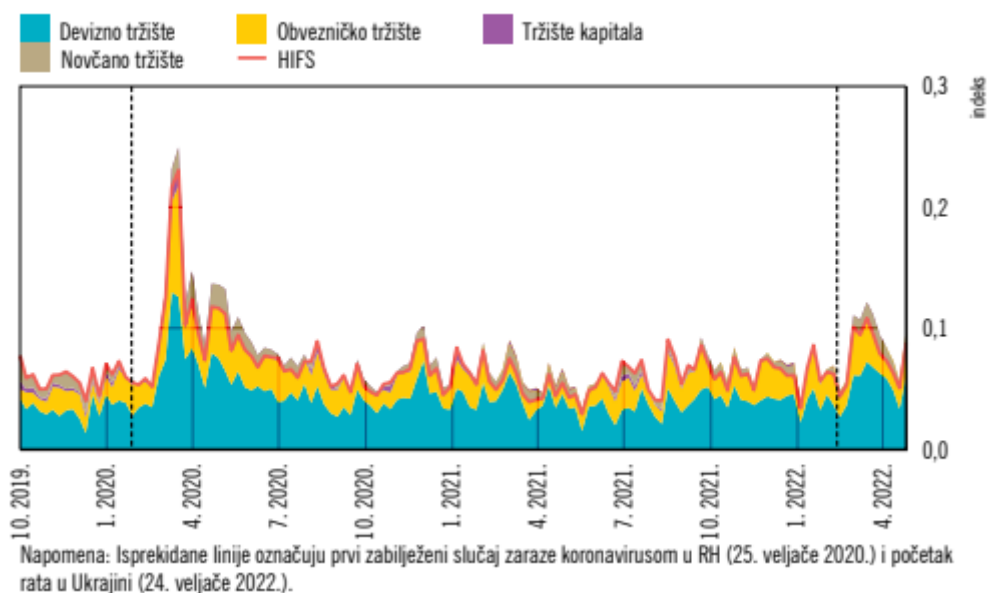
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200710_1~88c0f764e7.en.html

⁵⁴ HNB (2021): *Financijska stabilnost br. 22*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3899508/h-fs-22.pdf/76ddb81-191c-c0af-d642-ee31f937d4fc>

⁵⁵ Vijeće za financijsku stabilnost: *Izvještaj o radu vijeća za financijsku stabilnost u 2020. godini*

premije te rast šteta imovine zbog dva snažna potresa koji su pogodili Hrvatsku 2020. godine. No, adekvatni reosigurateljni programi društva i očuvanje kapitaliziranosti omogućila su da društva za osiguranje posluju stabilno. Leasing društva najviše su pogođena pandemijom zbog pada vrijednosti novosklopljenih ugovora (za 35% u odnosu na 2019. godinu) i pad prihoda povezanih s kontrakcijom ugovora u djelatnostima povezanim s turizmom, posebice prijevozom.⁵⁶ Proučavanjem kretanja hrvatskog indeksa financijskog stresa koji mjeri razinu stresa u realnom vremenu na deviznom, novčanom, obvezničkom tržištu i tržištu kapitala vidljivo je da se indeks nakon naglog rasta u veljači 2020. godine ubrzo stabilizirao i vratio na razinu na kojoj je bio prije pandemije. (Slika 5.) Navedena stabilizacija bila je popraćena mjerama HNB koje su stabilizirale tečaj, očuvale stabilnost tržišta državnih vrijednosnih papira te zadržale povoljne uvjete financiranja za sve sektore gospodarstva. Početak rata u Ukrajini potaknuo je blagi porast razine hrvatskog indeksa financijskog stresa.

Slika 5. Hrvatski indeks financijskog stresa



Izvor: HNB, Financijska stabilnost, br. 23, svibanj 2022.

Kroz promatrano razdoblje najviše se ističu neizvjesnosti glede geopolitičkih rizika. Geopolitika se definira kao državna ili koja druga politička aktivnost zasnovana na određenom poimanju geografskog sadržaja međunarodnih i društvenih odnosa te prostorno-

⁵⁶ Ibidem

političkih relacija unutar njih.⁵⁷ Postoje razni načini mjerenja geopolitičkih rizika: jedan od njih je dnevna interpretacija članaka objavljenih na domaćim internetskim portalima te se smatra svojevrsnom mjerom početka materijalizacije promatranih rizika ili njihova daljnjeg produbljanja, a druga se temelji na međunarodno usporedivim anketnim ispitivanjima.⁵⁸ U početku promatranog razdoblja najveća neizvjesnost bila je povezana s izlaskom Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije, odnosno kada i pod kojim uvjetima će izaći, kako će se to odraziti na gospodarstvo ostalih članica Europske unije pa tako i Republike Hrvatske. Godine 2022. intenzivirali su se geopolitički rizici zbog ratnih događanja u Ukrajini te se povećala ukupna izloženost financijskog sustava sistemskim rizicima. Izravne veze hrvatskog gospodarstva i financijskog sektora s Rusijom vrlo su male pa se posljedice sukoba u Ukrajini i sankcija Rusiji uglavnom prelijevaju na hrvatsko gospodarstvo putem kretanja na globalnom i regionalnim tržištima energenata i sirovina. Udio Rusije u ukupnoj robnoj razmjeni Hrvatske tek je nešto veći od 1%, a sličan udio zauzimali su i turisti iz Rusije u ukupnim dolascima i noćenjima stranih turista u Hrvatskoj.⁵⁹ Veliko protivljenje ruske invazije na Ukrajinu vidljivo je iz raznih trgovinskih i financijskih sankcija Rusiji koje su uvele određene zemlje. Na razini Europske unije do sredine lipnja 2022. uvedeno je šest paketa sankcija, među kojima se navode zabrana izvoza proizvoda visoke tehnologije, elektronike, softvera i prijevozne opreme koja može služiti u vojne svrhe te zabrana uvoza drva, cementa, gnojiva, morskih proizvoda i alkohola. Od kolovoza u primjeni je embargo na uvoz ugljena i drugih krutih goriva, a embargo na uvoz ruske nafte uvodi se postupno do kraja 2022. godine.

Već potkraj 2021. godine pojavio se rizik inflacije kao posljedica porasta cijena energenata i sirovina (poput metala, drva, žitarica, uljanica). Na primjer, rastom cijena naftnih derivata može doći do rasta cijene usluga prijevoza, a rast cijena uljanica može se odraziti na povećanje ugostiteljskih usluga. Također, u pandemiji se povećala potražnja za informatičkom opremom i automobilima (zbog izbjegavanja korištenja javnog prijevoza i zbog rada od kuće kako bi se smanjila mogućnost zaraze), ali s vremenom se smanjila njihova ponuda zbog nemogućnosti opskrbe proizvodnih lanca bitnim intermedijarnim dobrima koji se ugrađuju u navedene proizvode. S vremenom zbog povećane osobne potrošnje, proizvođači i trgovci su porast troškova proizvodnje prevalili na krajnje kupce što se odrazilo na veće

⁵⁷ Leksikografski zavod Miroslava Krlež, Dostupno na: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=21718>

⁵⁸ *Sistematizirano mjerenje političkih i geopolitičkih rizika*: primjer Hrvatske, FS br.19, svibanj 2018, Okvir 1, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/2502358/h-fs-19.pdf/87b4fb07-ebe1-4700-9e0d-29dc44a3d3d5>

⁵⁹ HNB (2022): *Financijska stabilnost br. 23*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4185341/h-fs-23.pdf/4645ffa5-42df-4bf4-eabc-e8faf6c12207>

cijene proizvoda. No, gledajući statistički bitno je spomenuti da su krajem 2020. godine cijene hrane pale (primjerice cijene mesa su se smanjile kada su se na tržištu EU stvorili viškovi zbog smanjenog izvoza u azijske zemlje) te uspoređujući cijene s cijenama potkraj 2021. očekivani je rast cijena.⁶⁰ Iako je Hrvatska nije izravno pod utjecajem događaja povezanih s Rusijom i Ukrajinom, niti je u velikoj mjeri uvezno ovisna o Rusiji i Ukrajini, i dalje su prisutni inflatorni pritisci jer cijene energenata na svjetskom tržištu rastu i postepeno se rast cijena prelijeva na sve veći broj proizvoda i usluga. Na primjer, globalni rast cijena plina pojavljuje se zbog veće potražnje i spremnosti nabave plina po većoj cijeni u državama Azije; Rusija koja je jedan od glavnih opskrbljivača plina u Europi, ima ograničenu proizvodnju, dok Norveška kao jedan od najvećih proizvođača plina nije u mogućnosti povećati proizvodnju plina. A Europa ima pad proizvodnje plina još od 2004. godine te zbog hladnijih zima ima veću potražnju za plinom.⁶¹ Rusija i Ukrajina imaju važnu ulogu na svjetskom tržištu u izvozu pšenice, ječma, kukuruza, ugljena, nafte, umjetnih goriva. Rusija izvozi i željezo, čelik i obojene metale. Smanjena ponuda navedenih proizvoda i uvođenje sankcija povećava cijene sirovina i metala na svjetskom tržištu. Rast cijena hrane i energenata može smanjiti realne raspoložive dohotke i time utjecati na smanjenje domaće i inozemne potražnje. U uvjetima rastuće inflacije očekuje se pooštavanje monetarne politike i podizanje ključnih kamatnih stopa središnjih banaka najvećih gospodarskih područja, koje povećava cijenu novog zaduživanja, ali i teret otplate duga za dužnike s promjenjivim kamatnim stopama.⁶² Povećanjem kamatnih stopa mogli bi se ublažiti rizici koji su jačali tijekom dugotrajnog razdoblja niskih kamatnih stopa, poput snažnog zaduživanja privatnog sektora, niske profitabilnosti banaka i potrage za rizičnim alternativnim oblicima ulaganja koji nude više stope povrata.⁶³

Reputacijski rizik došao je do izražaja prilikom početka rata u Ukrajini i slijedom toga zabilježen je odljev likvidnosti u tadašnjem Sberbank d.d. jer su klijenti počeli povlačiti sredstva i prebacivati ih u druge banke. Sberbank d.d. je bio u vlasništvu Sberbank AG sa sjedištem u Austriji te u neizravnom vlasništvu matičnog društva Sberbank Russia, u većinskom vlasništvu Ruske Federacije. Po veličini je osma banka na hrvatskom tržištu, na

⁶⁰ HNB (2022): *Zašto je inflacija posljednjih mjeseci znatno porasla?*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/javnost-rada/aktualno-o-inflaciji/html>

⁶¹ Vlada Republike Hrvatske: *Predstavljeni paket mjera za ublažavanje rasta cijena energenata vrijedan 4,8 milijardi kuna*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/predstavljen-paket-mjera-za-ublazavanje-rasta-cijena-energenata-vrijedan-4-8-milijardi-kuna/33907>

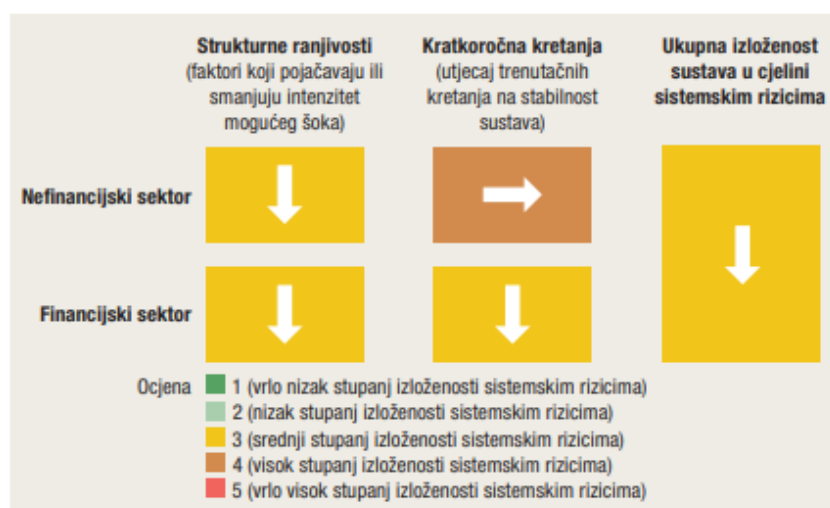
⁶² HNB (2022): *Financijska stabilnost br. 23*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4185341/h-fs-23.pdf/4645ffa5-42df-4bf4-eabc-e8faf6c12207>

⁶³ Ibidem

kraju 2021. činila je malo više od 2% imovine hrvatskog sektora kreditnih institucija. Prema podacima iz posljednjega objavljenoga godišnjeg financijskog izvještaja za 2020. godinu pretežito se oslanjala na depozite stanovništva, a izloženost prema povezanim osobama bila je razmjerno mala.⁶⁴ Europska središnja banka kao nadzorno tijelo banke je donijela odluku o propadanju ili vjerojatoj propasti jer banka neće biti u mogućnosti u budućnosti podmirivati svoje obveze o dospijeću. Stoga je Jedinostveni sanacijski odbor (SRB) donio odluku o dvodnevnom moratoriju, a HNB Rješenje o dvodnevnoj obustavi plaćanja. Kako se ne bi narušila financijska stabilnost, prelila zaraza na druge banke te izgubilo povjerenje u bankarski sustav SRB donio odluku o sanaciji banke primjenom instrumenta prodaje. Hrvatska privredna banka (HPB) je ponudila najveći iznos za kupnju dionica, stoga je 100% dionica Sberbanka d.d. prebačeno na HPB. Sberbank d.d. od otvaranja postupka sanacije posluje pod nazivom *Nova hrvatska banka*, a potpuna integracija banke bit će nakon uvođenja eura.

Mapa rizika za drugo tromjesečje 2022. godine na Slici 6. prikazuje srednji stupanj izloženosti sistemskim rizicima nefinancijskog i financijskog sektora strukturnim ranjivostima te financijskog sektora kratkoročnim kretanjima. Usporavanje gospodarskog rasta, rast cijene energenata i sirovina, inflatorni pritisci te zastoj opskrbnih lanaca stvaraju visoku izloženost nefinancijskog sektora sistemskim rizicima. Strelice prikazuju promjene u odnosu na Mapu rizika objavljenu za prvo tromjesečje 2022. godine. Također, srednji stupanj izloženosti je zabilježen kod ukupne izloženosti sustava u cjelini sistemskim rizicima.

Slika 6. Mapa sistemskih rizika za drugo tromjesečje 2022. godine



Izvor:
HNB,
Makroprud
encijalna
dijagnostik
a, br. 17

Napomena: Strelice označuju promjene u odnosu na Mapu rizika za prvo tromjesečje 2022., objavljenu u Financijskoj stabilnosti, br. 23.

⁶⁴ HNB (2021): *Financijska stabilnost* br. 22, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4185341/h-fs-23.pdf/4645ffa5-42df-4bf4-eabc-e8faf6c12207>

Slika 7. Matrica sistemskih rizika za 4. tromjesečje 2021. godine



Izvor: HNB, *Makroprudencijalni skener rizika*, br.7, travanj 2022.

Matrica sistemskih rizika na Slici 7. prikazuje ocjene sistemskih rizika koje su procijenjene uzimajući u obzir posljednje dostupne podatke u promatranoj kategoriji rizika, što za sve indikatore podrazumijeva podatke s krajem 2021. godine, a u pojedinim segmentima i podatke zaključno s krajem ožujka 2022. Gledajući prosinac 2019. i prosinac 2021./ožujak 2022. ocjena svih navedenih rizika se povećala, osim potencijalnog rasta ranjivosti čija se ocjena smanjila. Također, za valutni rizik, rizik koncentracije sektora i rizik solventnosti ocjena se nije značajno povećala kao što je slučaj kod drugih rizika. U kategoriji kratkoročnih cikličkih rizika najveća ocjena je zabilježena kod tržišnog i likvidnosnog rizika, a u kategoriji dugoročnih strukturnih rizika prednjače kamatni rizik te rizik koncentracije izloženosti.

Iako COVID-19 kao rizik jenjava, još uvijek je prisutan. Pojava novih varijanti virusa i pogoršanje epidemioloških mjera ponovno bi se odrazilo na javne financije i možda potaknulo određene rizike koji bi utjecali na gospodarsku aktivnost. Rizici koji su sveprisutni u dugom i kratkom roku su nepovoljni demografski trendovi te niska radna aktivnost stanovništva što je dovelo do nedostatka radne snage u pojedinim djelatnostima.

5.3. Pokazatelji makroekonomskih neravnoteža

Nakon globalne krize 2007. godine zabilježen je postepeni gospodarski rast sve do druge polovice 2018. godine kada je na globalnoj razini zabilježeno blago usporavanje gospodarskog rasta što se odrazilo na gospodarstvo Hrvatske. Iako je u Hrvatskoj zabilježen pozitivan rast osobne potrošnje i ostalih sastavnica domaće potražnje te povoljna kretanja na tržištu rada; rast izvoza proizvoda i usluga je usporio te je zabilježena slabija gospodarska aktivnost glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera Njemačke i Italije doprinosile su slabijoj inozemnoj potražnji. Očekivani pad BDP-a dogodio se u 2020. godini zbog pojave pandemije COVID-19. U jednom razdoblju pandemije nemoguća, a u ostatku razdoblja otežana mogućnost kretanja ljudi i prekograničnog poslovanja doprinijeli su naglom padu gospodarske aktivnosti te je time prekinuta kontinuirana petogodišnja ekspanzija po prosječnoj realnoj stopi od 2,9%.⁶⁵ Uz pad osobne potrošnje, investicija, neto izvoza i broja zaposlenih, došlo je i do pada optimizma i razmišljanja o nepovoljnim očekivanjima u gospodarstvu. Rast državne potrošnje zabilježen je zbog raznih mjera i aktivnosti koje su se provodile kako bi se smanjilo širenje virusa, onemogućila materijalizacija rizika i smanjili makroekonomski šokovi. No, rast državne potrošnje dovelo je u pitanje fiskalnu ravnotežu.

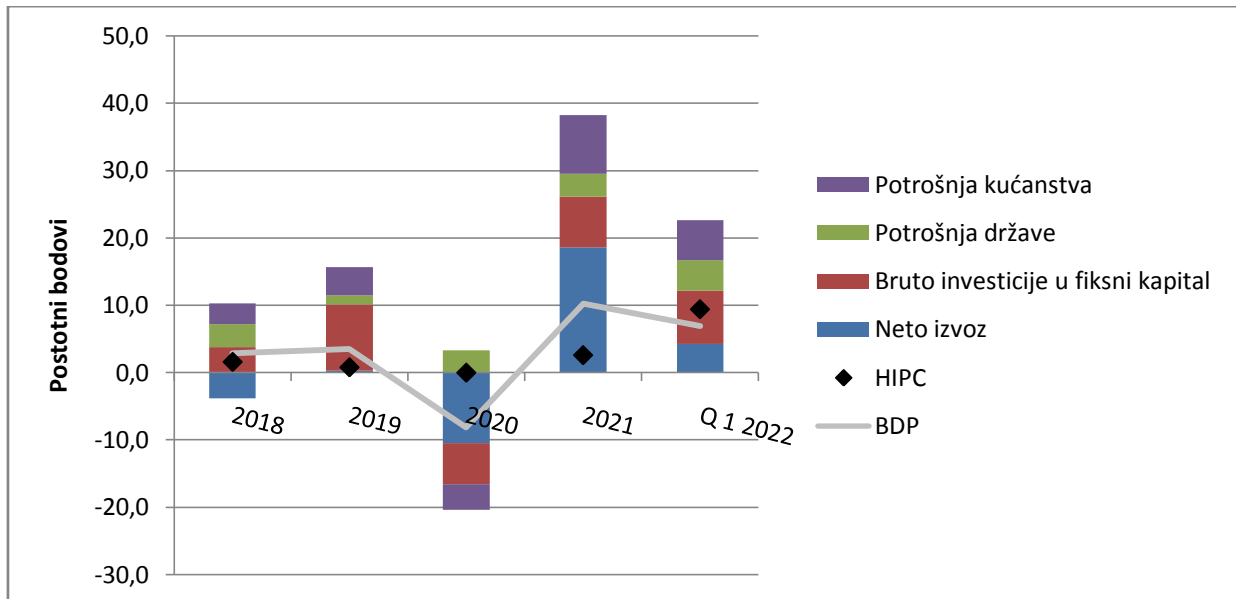
U 2021. godini zabilježen je gospodarski rast veći nego što je zabilježen u pretpandemijskoj 2019. godini., rast se najviše očituje u osobnoj potrošnji i neto izvozu. Hrvatska se rastom BDP-a približava prosječnoj razvijenosti u Europskoj Uniji, a jačanjem konkurentnosti gospodarstva povećava se izvoz te se u 2021. godini bilježi najveći rast izvoza robe i usluga u iznosu od 52,5% BDP-a.⁶⁶ Za 2022. godinu prognozira se usporeni rast BDP-a zbog smanjene inozemne potražnje vanjskotrgovinskih partnera te porastom životnih troškova očekuje se smanjenje rasta osobne potrošnje. Grafikon 1. omogućava najbolji prikaz kretanja realne godišnje stope promjene BDP-a i njegovih sastavnica odnosno osobnu potrošnju, državnu potrošnju, neto izvoz i investicije. Također, na grafikonu je prikazano i kretanje prosječne godišnje inflacije potrošačkih cijena mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om). Vidljiv je spomenuti rast cijena u 2021. godini u odnosu na 2020. godinu na razinu od 2,7%. Zbog daljnjih očekivanja rasta cijena energenata i sirovina te njihovog

⁶⁵ HNB (2021) : *Financijska stabilnost br. 22*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3899508/h-fs-22.pdf/76ddb81-191c-c0af-d642-ee31f937d4fc>

⁶⁶ Vlada Republike Hrvatske (2022.): *Posebne preporuke i Ocjena makroekonomskih neravnoteža za Hrvatsku*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/Vijesti/2022/05%20svibanj/23%20svibnja/European%20semester%20preporuke%20za%20RH%20prezentacija%20052022-F2.pdf>

prelijevanja na druge proizvode i usluge uzrokovanim ratnim stanjem u Ukrajini, očekuje se rast HIPC za 2022. godinu na razinu od 9,4%.⁶⁷

Grafikon 1. Kretanje BDP-a, njegovih sastavnica i inflacije u razdoblju od 2018. do prvog tromjesečja 2022. godine



Napomena: za 2022. godinu prikazana je procijenjena vrijednost HIPC

Izvor: izrada autora prema podacima Državnog zavoda za statistiku

U razdoblju od 2018. do 2021. godine zabilježen je vanjskotrgovinski deficit te pokrivenost uvoza izvozom. Već spomenut pad neto izvoza u 2020. godini vidljiv je i u platnoj bilanci. Značajan porast robnog izvoza i uvoza u 2021. godini povezuje se oporavkom domaće i inozemne potražnje, oporavkom prerađivačke industrije u odnosu na uslužni sektor te rastom cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Detaljni podaci Državnog zavoda za statistiku navode sljedeće:

- Na porast izvoza znatno je utjecao sektor Opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija, dok je na porast uvoza utjecalo sektor Rudarstva i vađenja.
- Gotovo četvrtinu vrijednosti ukupnog izvoza i uvoza i dalje ostvaruju Strojevi i prijevozna sredstva.
- Njemačka, Italija i Slovenija su najvažniji partneri iz Europske unije, dok su izvan Europske unije najvažniji partneri Bosna i Hercegovina, SAD i Srbija.

⁶⁷ HNB (2022): *Makroekonomska kretanja i prognoze*, br. 12, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/4222211/hMKP_12.pdf/01b02f5a-b75c-963f-4f5f-d0d587adde14

U Tablici 6. vidljivo je da su tekuće, financijske i kapitalne transakcije u stalnom porastu, izuzev 2020. godine kada je zabilježen pad tekućih i financijskih transakcija. HNB je u 2021. godini povećao međunarodne pričuve koje označavaju potraživanja središnje banke od inozemstva koja se mogu koristiti za premošćivanje neusklađenosti međunarodnih plaćanja. Povećanje međunarodnih pričuva bilo je očekivano zbog rasta viška na tekućim i kapitalnom računu platne bilance, odnosno otkupa deviza od države, više razina ugovorenih repo poslova te nova alokacija posebnih prava vučenja Hrvatske u Međunarodnome monetarnom fondu.⁶⁸

Tablica 6. Platna bilanca 2018. – 2021. godine

	2018.	2019.	2020.	2021.
A. TEKUĆE TRANSAKCIJE (1 + 6)	7.210,6	12.328,6	-354,9	14.411,1
1. Roba, usluge i primarni dohodak (2 + 5)	-5.367,1	-1.685,1	-16.862,9	-2.922,1
1.1. Prihodi	210.637,0	229.552,5	180.003,3	249.958,0
1.2. Rashodi	216.004,1	231.237,6	196.866,2	252.880,1
2. Roba i usluge (3 + 4)	-3.250,6	-1.272,5	-25.623,5	-4.203,1
2.1. Prihodi	193.514,2	209.195,5	158.943,1	225.951,9
2.2. Rashodi	196.764,7	210.468,0	184.566,5	230.155,0
3. Roba	-71.551,1	-77.483,9	-65.492,6	-78.118,5
3.1. Prihodi	90.759,5	95.381,8	91.658,4	118.707,1
3.2. Rashodi	162.310,6	172.865,7	157.150,9	196.825,6
4. Usluge	68.300,5	76.211,4	39.869,1	73.915,4
4.1. Prihodi	102.754,7	113.813,7	67.284,7	107.244,8
4.2. Rashodi	34.454,2	37.602,3	27.415,6	33.329,4
5. Primarni dohodak	-2.116,6	-412,6	8.760,6	1.281,0
5.1. Prihodi	17.122,8	20.357,0	21.060,2	24.006,1
5.2. Rashodi	19.239,3	20.769,6	12.299,6	22.725,1
6. Sekundarni dohodak	12.577,7	14.013,7	16.508,0	17.333,2
6.1. Prihodi	23.925,7	26.678,8	29.418,0	31.821,9
6.2. Rashodi	11.347,9	12.665,1	12.910,0	14.488,7
B. KAPITALNE TRANSAKCIJE	4.979,8	6.597,6	8.097,9	10.285,9
C. FINANCIJSKE TRANSAKCIJE	13.156,5	17.894,0	4.495,2	19.004,8
1. Izravna ulaganja	-6.265,2	-25.266,1	-5.129,0	-21.352,5
1.1. Imovina	1.750,1	590,5	2.801,9	7.019,9
1.2. Obveze	8.015,2	25.856,6	7.930,9	28.372,4
2. Portfeljna ulaganja	7.497,1	9.984,8	-598,7	-669,5
2.1. Imovina	3.417,4	8.856,3	4.647,6	8.588,1
2.2. Obveze	-4.079,7	-1.128,5	5.246,3	9.257,6

⁶⁸ HNB (2021): *Makroekonomska kretanja i prognoze*, br. 11, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/3973321/hMKP_11.pdf/c64b6594-9b32-fcde-f962-68d0ce75a137

3. Financijske izvedenice	626,9	-837,5	-2.602,6	-2.059,2
4. Ostala ulaganja	-170,5	26.737,0	8.375,9	-2.268,5
4.1. Imovina	-731,8	-3.969,2	3.559,4	15.073,2
4.2. Obveze	-561,3	-30.706,2	-4.816,5	17.341,7
5. Međunarodne pričuve	11.468,1	7.275,7	4.449,6	45.354,5
D. NETO POGREŠKE I PROPUSTI	966,1	-1.032,2	-3.247,8	-5.692,1

Izvor: izrada autora prema podacima sa službene stranice HNB-a

Sljedeće Tablice 7., 8. i 9. prikazuju 14 indikatora koji pokrivaju glavne izvore makroekonomskih neravnoteža u razdoblju od 2018. do 2021. godine. Crvenom bojom označeni su iznosi koji prelaze dogovoreni prag za određeni pokazatelj.

Tablica 7. Pokazatelji vanjskih neravnoteža i konkurentnosti

MIP pokazatelji	2018.	2019.	2020.	2021.	Prag
Trogodišnji prosjek salda tekućeg računa u % BDP-a	2,5	2,8	1,6	2	+6% i -4%
Neto međunarodna investicijska pozicija u % BDP-a	-55,7	-46,7	-47,8	-33,9	-35%
Trogodišnja postotna promjena realnog efektivnog tečaja temeljenog na harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HICP) u odnosu na 42 trgovinska partnera	4,2	1,5	0,5	-1,5	-/+11%
Petogodišnja postotna promjena udjela izvoza u svjetskom izvozu	22,38	22,1	-0,49	7,84	-6%
Trogodišnja postotna promjena indeksa nominalnih jediničnih troškova rada	-0,1	2,8	13,7	6,4	12%

Izvor: izrada autora prema podacima s Eurostata

Tablica 8. Pokazatelji unutarnjih neravnoteža

MIP pokazatelji	2018.	2019.	2020.	2021.	Prag
Jednogodišnja promjena indeksa cijena stambenih nekretnina	4,6	7,8	7,3	4,5	6%
Kreditni tok privatnog sektora u % BDP-a (konsolidirano)	2,2	1,1	1,3	/	14%
Dug privatnog sektora u % BDP-a (konsolidirano)	92,1	88,3	98	/	133%
Dug opće države u % BDP-a	73,3	71,1	87,3	79,8	60%
Trogodišnji prosjek stope nezaposlenosti	10,9	8,8	7,5	7,2	10%

Jednogodišnja promjena ukupnih obveza financijskog sektora	4,5	6,8	7,3	/	16,5%
-------------------------------------------------------------------	-----	-----	-----	---	-------

Izvor: izrada autora prema podacima s Eurostata

Tablica 9. Dodatni pokazatelji za zaposlenost

MIP pokazatelji	2018.	2019.	2020.	2021.	Prag
Trogodišnja promjena u postotnim bodovima stope aktivnosti (u % ukupne populacije u dobi 15-64)	-0,6	0,9	0,7	2,4	-0,2 pp
Trogodišnja promjena u postotnim bodovima dugoročne stope nezaposlenosti (u % aktivne populacije u dobi 15-74 godina)	-6,8	-4,2	-2,5	-0,6	+0,5 pp
Trogodišnja promjena u postotnim bodovima stope nezaposlenosti mladih (u % aktivne populacije u dobi 15-24 godina)	-18,6	-14,7	-6,3	-1,8	+2 pp

Izvor: izrada autora prema podacima s Eurostata

Neto međunarodna investicijska pozicija je u 2021. godini iznosila -33,9% (zadnji put je ispod praga bila 2003. godine). Indeks nominalnih jediničnih troškova rada kao pokazatelj troškovne konkurentnosti, 2020. godine je bio iznad praga od 12%, odnosno na razini od 13,7% što može ukazati na eventualne neusklađenosti između rasta nominalnih plaća i rasta proizvodnosti radne snage. Za udjel izvoza u svjetskom izvozu, nakon pada 2020. godine i daljnjih poteškoća u izvozu u 2021. godini, je očekivano da se nije vratio na pretpandemijsku razinu od 22%.

Poboljšanje zdravstvene situacije, smanjivanje broja zaraženih i umrlih od COVID-19 doprinijeli su postepenom ublažavanju epidemioloških mjera i poboljšavanju ekonomske situacije. Postupno su se povlačile fiskalne potpore za nefinancijska poduzeća, dug opće države se smanjio sa 87,3% u 2020. godini na 79,8% u 2021. godini. No, zbog visokog duga opće države i prije pandemije, očekivano je da će i dalje biti na visokoj razini. Dug privatnog sektora je također na visokoj razini, ali na prelazi prag od 133%. Kreditni tok privatnog sektora nije se značajno mijenjao. Sektor nekretnina pružio je određenu otpornost tijekom pandemije, cijene stambenih nekretnina i dalje su rasle samo smanjenom brzinom. Indeks cijena stambenih nekretnina u 2019. i 2020. godini je bio iznad praga od 6%, odnosno na razinama 7,8% i 7,3%.

Stopa nezaposlenosti zadnjih godina bilježi pad te se nalazi na razini europskog prosjeka (u 2021. godini stopa nezaposlenosti u EU27 iznosila je 6,8%). U dodatnim pokazateljima za

zaposlenost prikazani su pozitivni trendovi, točnije bilježi se rast stope aktivnosti, a pad stope nezaposlenosti mladih i pad dugoročne stope nezaposlenosti. Također, padom stope nezaposlenosti očekivan je rast stope zaposlenosti. U ocjeni makroekonomskih neravnoteža za Hrvatsku prikazano je kako se stopa zaposlenosti u Hrvatskoj približava stopi zaposlenosti europskog prosjeka: 2021. godine u EU27 je zabilježena stopa zaposlenosti u iznosu 73,1 %, dok je u Hrvatskoj bila na razini od 68,2 %. No, neizostavno je spomenuti kako je zabilježena povijesno niska registrirana nezaposlenost mladih do 30 godina koja je u 2021. godini iznosila 36.642.⁶⁹

5.4. Aktivnosti za očuvanje financijske stabilnosti

Za vrijeme pandemije Hrvatska narodna banka, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Vlada Republike Hrvatske pokrenuli su niz mjera kako bi očuvali financijsku stabilnost. HNB kao središnja banka Hrvatske provodila je supervizorske mjere i mjere monetarne politike prikazane u Tablici 10.

Tablica 10. Mjere Hrvatske narodne banke za vrijeme pandemije

Mjere monetarne politike	Supervizorske mjere
intervencije na deviznom tržištu	omogućavanje privremenog korištenja zaštitnog sloja likvidnosti (<i>engl.</i> liquidity coverage ratio) ispod propisanoga najmanjeg iznosa od 100%
uspostavljanje valutnog <i>swapa</i> s ESB-om	fleksibilniji pristup supervizorskim pravilima koji omogućuje uvođenje reprograma od strane kreditnih institucija prema označenim klijentima po ubrzanom postupku bez reklasifikacije u status neispunjenja obveza
provođenje strukturnih i redovnih (tjednih) operacija na otvorenom tržištu	zadržavanje dobiti banaka ostvarene u 2019.
smanjenje stope obvezne pričuve s 12% na 9%	privremena obustava određenih supervizorskih aktivnosti (npr. stresnog testiranja)
održavanje aukcija izravne kupnje vrijednosnih papira RH	
proširivanje liste potencijalnih sudionika u operacijama kupnje i prodaje vrijednosnih papira na mirovinske i investicijske fondove te društva za osiguranje	

Izvor: HNB, Financijska stabilnost, br. 21, kolovoz 2020.

⁶⁹ Vlada Republike Hrvatske (2022): *Posebne preporuke i Ocjena makroekonomskih neravnoteža za Hrvatsku*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/Vijesti/2022/05%20svibanj/23%20svibnja/European%20semester%20preporuke%20za%20RH%20prezentacija%20052022-F2.pdf>

Održavanje stabilnosti cijena osnovni je cilj HNB koji provodi putem stabilnosti tečaja kune prema euru. Stoga, zbog deprecijacijskih pritisaka na tečaj kune prema euru, HNB je intervenirao na deviznom tržištu prodajući bankama eure kako bi stabilizirao tečaj kune prema euru. Navedeni pritisci pojavili su se zbog pojačane potražnje za devizama od strane domaćih sektora koja je bila primarno vođena promjenama i očekivanjima o budućem kretanju tečaja te odljevima sredstava iz investicijskih fondova.⁷⁰ S Europskom središnjom bankom dogovoren je valutni ugovor o razmjeni koja omogućava konverziju kuna za eure, ali zbog stabilizacije uvjeta na tržištu nije bilo potrebe za njim. Program izravnog otkupa državnih vrijednosnih papira omogućio je očuvanje povoljnih uvjeta financiranja za sve sektore gospodarstva. Strukturnim i redovnim operacijama na otvorenom tržištu HNB daje mogućnost kreditnim institucijama da zadovolje potražnju svih sektora kunkskim kreditima i tako osigurava dugoročnu kunksku likvidnost sustava. Povećavanje kunske likvidnosti u sustavu ostvarena je i putem ostalih mjera: smanjivanjem stope obvezne pričuve s 12% na 9% te proširivanjem liste potencijalnih sudionika u operacijama kupnje i prodaje vrijednosnih papira na mirovinske i investicijske fondove te društva za osiguranje. Domaći uvjeti financiranja ostali su povoljni upravo navedenim mjerama za povećanje kunske likvidnosti i povoljnim kretanjima na međunarodnim financijskim tržištima.

Neke od mjera Vlade Republike Hrvatske⁷¹:

- potpore Hrvatskog zavoda za zapošljavanje za očuvanje radnih mjesta u sektorima pogođenima koronavirusom za poduzeća koja su ostvarila pad prihoda od 20% (3.250 kn za ožujak i 4000 kn za travanj i svibanj) uz oslobođenje troškova doprinosa; isplata potpore nastavlja se i u lipnju, no pad prihoda poduzeća mora biti veći od 50%
- otpis poreznih davanja ako su prihodi poduzeća smanjeni za više od 50% i odgoda poreznih davanja za poduzeća čiji su prihodi smanjeni u rasponu od 20% do 50% zbog pandemije
- odgoda plaćanja PDV-a do naplate računa
- odgoda plaćanja različitih javnih davanja
- dogovor s poslovnim bankama da klijentima pogođenima pandemijom omoguće moratorij na otplatu kreditnih obveza u razdoblju od najmanje tri mjeseca

⁷⁰ HNB (2020) : *Financijska stabilnost br. 21*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3393533/h-fs-21.pdf/c28f38eb-4789-ce51-bb7a-e95144e00187>

⁷¹ Ibidem.

- obustava izvršenja mjera prisilne naplate prema svim dužnicima u razdoblju od tri mjeseca
- odobrenje garancija HBOR-a za izvoznike i gospodarske subjekte koji posredno izvoze ili su dobavljači izravnih izvoznika te poduzeća koja posluju u turizmu za dodatna sredstva likvidnosti, kao i proširenje maksimalne stope jamstava te osiguravanje povoljnih zajmova za mikro, male i srednje poduzetnike od strane HAMAG-BICRO-a

Smatra se da je očuvanju stabilnosti financijskog sustava i otpornosti bankarskog sustava doprinijelo sljedeće⁷²:

- olakšan regulatorni tretman moratorija kreditnim institucijama na otplate kredita i mjere restrukturiranja
- ograničenje raspodjela i isplata primitaka
- zadržavanje dobiti iz 2019. godine i njezino uključivanje u kapital
- dodatne olakšice omogućene izmjenama u zajedničkoj europskoj financijskoj regulativi
- održavanjem razine kapitala kreditnih institucija iznad minimalnih zahtjeva.

Također stopa kapitala bankarskog sektora je u 2020. godini porasla.

Zabrana isplate dividendi osiguravajućim društvima, preporuka o smanjivanju svih operativnih i investicijskih troškova društva za osiguranje, odluka o oslobađanju plaćanja naknade izdavateljima uvrštenima na uređeno tržište za 2020., privremena obustava trgovanja na Zagrebačkoj burzi kako bi se zaštitili ulagatelji te preporuka za odobravanje moratorija klijentima leasing društava su neke od mjera koje je provodila HANFA.

Rast cijena potaknut je globalno porastom cijena energenata. Stoga je Vlada u veljači 2022. godine donijela Paket mjera za ublažavanje rasta cijena zbog poskupljenja energenata u iznosu od 4,8 milijardi kuna. Mjere se odnose na⁷³:

- ublažavanje rasta cijena električne energije kroz HEP tako što se ograničava porast naknade za električnu energiju, mjera je namijenjena svim korisnicima - kućanstvo je rasterećeno za oko 460 milijuna kuna

⁷² Vijeće za financijsku stabilnost: *Izveštaj o radu vijeća za financijsku stabilnost u 2020. godini*

⁷³ Vlada Republike Hrvatske: *Predstavljeni paket mjera za ublažavanje rasta cijena energenata vrijedan 4,8 milijardi kuna*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/predstavljen-paket-mjera-za-ublazavanje-rasta-cijena-energenata-vrijedan-4-8-milijardi-kuna/33907>

- ublažavanje rasta cijena plina - projicirani ukupan iznos mjere iznosi 600 milijuna kuna, a financiranje mjere je osigurano prodajom jedinica stakleničkih plinova na dražbi u Hrvatskoj
 - potpora građanima – iznos potpore direktno po računu 10 lp/kWh (oko 20% projicirane cijene od 66 EUR/MWh)
 - potpora mikro, malim i srednjim poduzetnicima s prosječnom godišnjom potrošnjom od 10 GWh – iznos potpore 15 lp/kWh (oko 22% projicirane cijene od 89 EUR/MWh)
- porezno rasterećenje smanjenjem PDV-a
 - PDV za plin i toplinsku energiju s 25% na 13% (trajno), samo za plin na 5% u razdoblju od 1. travnja 2022. do 31. ožujka 2023.)
 - PDV za pelet, briket, sječku i ogrjevno drvo s 25% na 13%
 - PDV za hranu:
 - s 13% na 5% na svježe meso i ribu, jaja, voće, povrće, jestiva ulja i masti, dječja hrana, troškovi u poljoprivredi (sadnice, gnojivo, pesticidi)
 - s 25% na 5% na maslac i margarin
 - PDV na higijenske uloške i tampone s 25% na 13%
 - PDV na ulaznice za sportske, kulturne i ostale prigode s 25% i 13% na 5%
- socijalne naknade za:
 - ugrožene kupce energenata - korisnici zajamčene minimalne naknade (51.000 osoba/ 800 > 1.000 kn), korisnici osobne invalidnine i njihovi članovi kućanstva (40.000 osoba/ 1.500 > 1.750 kn), na korisnike nacionalne naknade za starije osobe (5.700 osoba/ 800 > 820 kn)
 - 46.000 primatelja socijalnih usluga,
 - pružatelje usluge smještaja, organiziranog stanovanja i boravka; udomiteljske obitelji
 - ukupan iznos mjere 33 milijuna kuna
- potpora umirovljenicima s mirovinom do 4.000 kn – u Tablici 11. prikazana je visina naknade koju su dobili umirovljenici s obzirom na njihovu visinu mirovine; koliko je umirovljenika u određenoj kategoriji te koliko navedena potpora iznosi

Tablica 11. Potpora umirovljenicima zbog rasta cijena energenata

Visina mirovine (u kunama)	Broj umirovljenika	Visina naknade	Ukupan iznos
do 1.500	71.940	1.200	86.328.000,00 kn
1.500,01 - 2.000	116.776	900	105.098.400,00 kn
2.000,01 - 3.000	327.478	600	196.486.800,00 kn
3.000,01 - 4.000	204.486	400	81.794.400,00 kn
UKUPNO	720.680		469.707.600,00 kn

Izvor: službena stranica Vlade Republike Hrvatske

- potpora poljoprivrednicima: Program potpora male vrijednosti poljoprivrednicima za nabavu umjetnog gnojiva (ratarske kulture, povrće i trajni nasadi)
 - 450 kn/ha za prvih 10 ha poljoprivredne površine te 250 kn/ha za idućih 10 ha do ukupno prvih 20 ha poljoprivrednih površina
 - obuhvaćeno je 88.000 poljoprivrednih gospodarstava, a procijenjeni iznos mjere 200 milijuna kuna
- potpora ribarima – sektor ribarstva i akvakulture (2.000 ribara i uzgajivača ribe) – iznos mjere 50 milijuna kuna

Zbog rasta cijena goriva Vlada RH donijela je *Uredbu o utvrđivanju najviših maloprodajnih cijena naftnih derivata* koje energetske subjekti koji se bave trgovinom naftnim derivatima na veliko i/ili na malo smiju primijeniti na području Republike Hrvatske⁷⁴ te *Uredba o izmjeni Uredbe o visini trošarine na energente i električnu energiju*.

⁷⁴ Narodne novine (2022): *Uredba o utvrđivanju najviših maloprodajnih cijena naftnih derivata*, Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022_06_64_921.html

6. ZAKLJUČAK

Globalna financijska kriza s počecima u SAD-u 2007. godine i prelijevanjem u Hrvatsku 2008. godine, koliko je stvorila određene neravnoteže i nestabilnosti te utjecala na gospodarstvo, toliko je i potaknula na poručavanje mogućih rizika makroekonomskih neravnoteža i financijske stabilnosti. Razvojem Procedure za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža analiziraju se određeni pokazatelji koji će upozoriti na mogućnost nastanka neravnoteža i potaknuti na provođenje aktivnosti za sprječavanje i ispravljanje neravnoteža. Hrvatska je bila u navedenoj proceduri u razdoblju od 2014. do 2019. godine, a 2022. godine Europska komisija je objavila da Hrvatska nema makroekonomskih neravnoteža što je doprinijelo da Hrvatska uvede euro kao svoju nacionalnu valutu 1. siječnja 2023. godine.

Također, globalna financijska kriza skrenula je pozornost da se ne stavlja fokus samo na jednu politiku, primjerice fiskalnu ili mikroprudencijalnu, nego da je za očuvanje financijske stabilnosti potrebna aktivnost i interakcija makroprudencijalne, mikroprudencijalne, fiskalne, monetarne i ostalih ekonomskih politika. Također instrumenti navedenih politika trebaju se promatrati zajedno. Velika važnost posvetila se razvoju makroprudencijalne politike kao politike koja proučava gospodarstvo u cjelini, a cilj joj je očuvati financijsku stabilnost i spriječiti ili smanjiti sistemske rizike. Mjere i instrumenti makroprudencijalne politike u stalnom su razvoju ili poboljšavanju jer različite okolnosti zahtijevaju korištenje različitih instrumenata. Događaji poput pandemije COVID-19 i rata u Ukrajini ponovno su u velikoj mjeri potaknuli na razmišljanje o makroekonomskoj neravnoteži i financijskoj stabilnosti. Nepovoljna gospodarska kretanja u pandemiji povećala su ukupnu izloženost financijskog sustava sistemskim rizicima na visoku razinu, pojavile su se određene neravnoteže i nestabilnosti. No, brze i učinkovite mjere Vlade Republike Hrvatske, Hrvatske narodne banke, Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ublažile su posljedice poremećaja u gospodarstvu i spriječile znatniju materijalizaciju rizika za financijsku stabilnost. Također, uočila se i važnost makroprudencijalnih mjera i instrumenata jer su banke prethodnih godina izgrađivale zaštitne slojeve kapitala što je pružilo određeni otpor bankarskom sektoru za vrijeme pandemije. Iako su se pojavili razni rizici poput kreditnog, kamatnog, reputacijskog, geopolitičkog, u fokus je najviše stavljen rizik inflacije koji se javio na kraju 2021. godine. A daljnjim rastom cijena energenata na svjetskom tržištu nastavljaju se inflatorni pritisci, pogotovo jer se rast cijena prelijeva na sve veći broj proizvoda i usluga. Vlada RH morala je intervenirati i donijeti mjere prilikom rasta cijena potaknutim rastom cijena energenata. Hrvatska nije izravno pod utjecajem događaja povezanih s Rusijom i Ukrajinom, niti je u

velikoj mjeri uvezno ovisna o Rusiji i Ukrajini, tako da se moguće posljedice sukoba u Ukrajini i sankcija Rusiji uglavnom prelijevaju na hrvatsko gospodarstvo putem kretanja na globalnom i regionalnim tržištima energenata i sirovina. Bitno je znati iako su se pojavili određeni šokovi i neizvjesnosti povezane s pandemijom i ratom u Ukrajini, oni nisu ugrozili stabilnost financijskog sektora u Hrvatskoj, što se može reći da je gospodarstvo danas otpornije u odnosu na globalnu krizu 2008. godine.

POPIS SLIKA

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti.....	17
Slika 2. Trodimenzionalno sagledavanje sistemskih rizika.....	21
Slika 3. Primjer mape rizika.....	22
Slika 4. Krajnji i podredni makroprudencijalni ciljevi.....	24
Slika 5. Hrvatski indeks financijskog stresa.....	32
Slika 6. Mapa sistemskih rizika za drugo tromjesečje 2022. godine.....	35
Slika 7. Matrica sistemskih rizika za 4. tromjesečje 2021. godine.....	36

POPIS TABLICA

Tablica 1. Načini mjerenja BDP-a.....	3
Tablica 2. Europski semestar.....	9
Tablica 3. Pokazatelji za mjerenje makroekonomskih neravnoteža u sklopu MIP-a.....	12
Tablica 4. Relativni pokazatelji cikličkoga sistemskog rizika i povezane referentne stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala.....	28
Tablica 5. OSV kreditne institucije u Hrvatskoj.....	29
Tablica 6. Platna bilanca 2018. – 2021. godine.....	39
Tablica 7. Pokazatelji vanjskih neravnoteža i konkurentnosti.....	40
Tablica 8. Pokazatelji unutarnjih neravnoteža.....	40
Tablica 9. Dodatni pokazatelji za zaposlenost.....	41
Tablica 10. Mjere Hrvatske narodne banke za vrijeme pandemije.....	42
Tablica 11. Potpora umirovljenicima zbog rasta cijena energenata.....	46

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Kretanje BDP-a, njegovih sastavnica i inflacije u razdoblju od 2018. do prvog tromjesečja 2022. godine.....	38
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

LITERATURA

Blanchard, O. (2011): *Makroekonomija*, 5. izdanje, MATE: Zagreb

Brkić M., Šabić A. (2014) *Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji - značenje za Hrvatsku*, Pregledi P-25, HNB, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121279/p-025.pdf/0ef77da5-bced-4665-ba08-adc9b2d75d06>

Columba, F., Costs, A., Kongsamut, P., Lim C., Otani, A., Saiyid, M., Wezei, T., Wu, X. (2011): *Macprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experience*, International Monetary Fund, Washington, Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>

Comelli F., Ogawa S. (2020): *What Can We Learn from Financial Stability Reports?* IMF Working Paper, Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/07/30/What-Can-We-Learn-from-Financial-Stability-Reports-461335>

G. et al (2018): *Managing the sovereign-bank nexus*; Working Paper Series, European Central Bank, Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2177.en.pdf>

Državni zavod za statistiku (2022): *Indeks potrošačkih cijena u veljači 2022.*, Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2022/hr/29172>

Državni zavod za statistiku: *Tržište rada*, Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/trziste-rada/>

Dumčić, M. (2015): *Kratki uvod u svijet makroprudencijalne politike*, Pregledi P-26, HNB; Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/265505/p-026/ddb215ff-a3a7-4232-95a2-ebe9008229f6>

Dumčić, M. (2015): *Pokazatelji financijske stabilnosti – primjer Hrvatske*, Istraživanje I-46, HNB; Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/282890/i-046.pdf/05284060-732c-4e27-a935-b14ce91e1f09>

Duraković, E. (2021): *Hrvatski indeks sistemskog stresa (HISS)*, Istraživanja I-61, HNB; Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3781812/i-061.pdf/3daf1797-e0a8-4171-3ed1-7932a84bcb72>

Financial Stability Board: *About the FSB*, Dostupno na: <https://www.fsb.org/about/>

European Central Bank (2020): *Communique on Croatia*, Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200710_1~88c0f764e7.en.html

European Commission: *Convergence criteria for joining*, Dostupno na: https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/convergence-criteria-joining_en, Pristupljeno: 30.7. 2022.

European Commission (2016): *The Macroeconomic Imbalance Procedure, Rationale, Process, Application: A Compendium, Institutional paper 039, November 2016*, Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip039_en_2.pdf

Euostat, *Macroeconomic imbalance procedure (MIP) - Overview*, Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbances-procedure>

European Commission: *Macroeconomic Imbalance Procedure*, Dostupno na: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macroeconomic-imbances-procedure_en, Pristupljeno 23.7.2022.

Europski parlament (2021): *Povijest ekonomske i monetarne unije*, Dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.1.pdf

Geršl, A. i Hermanek, J. (2008): Indicators of financial system stability: Towards an aggregate financial stability indicator?", Prague Economic Papers, vol. 17, br. 2, str. 127 – 142

HNB (2004): *Bilten 91*, godina ix, tromjesečno izdanje, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/122515/hbilt91.pdf/f6328664-2c80-4b08-90cf-dfe70cdb8678>

HANFA (2021): *Financijska stabilnost*, Broj I, Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/6301/financijska-stabilnost-1.pdf>

HNB (2013): *Financijska stabilnost br. 11*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/122362/h-fs-11-2013.pdf>

HNB (2015) : *Financijska stabilnost br. 15*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/520957/h-fs-15-2015.pdf>

HNB (2017) : *Financijska stabilnost br. 17*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/521139/h-fs-17-2016.pdf>

HNB (2020) : *Financijska stabilnost br. 21*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3393533/h-fs-21.pdf/c28f38eb-4789-ce51-bb7a-e95144e00187>

HNB (2021): *Financijska stabilnost br. 22*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3899508/h-fs-22.pdf/76ddbf81-191c-c0af-d642-ee31f937d4fc>

HNB (2022): *Financijska stabilnost br. 23*, Hrvatska narodna banka, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4185341/h-fs-23.pdf/4645ffa5-42df-4bf4-eabc-e8faf6c12207>

HNB, *Makrobonitetne mjere*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere>, Pristupljeno 25.7.2022.

HNB (2021): *Makroekonomska kretanja i prognoze*, br. 11, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/3973321/hMKP_11.pdf/c64b6594-9b32-fcdc-f962-68d0ce75a137

HNB (2022): *Makroekonomska kretanja i prognoze*, br. 12, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/4222211/hMKP_12.pdf/01b02f5a-b75c-963f-4f5f-d0d587adde14

HNB (2022): *Makroprudencijalna dijagnostika*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4228327/h-mpd-17-2022.pdf/ff28f0c5-5db2-5f35-ea53-fb12639a92df>

HNB - službena stranica: *O financijskoj stabilnosti*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/o-financijskoj-stabilnosti>, Pristupljeno 25.7.2022.

HNB (2022): *Platna bilanca*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/platna-bilanca>, Pristupljeno: 20.08.2022.

HNB: *Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima*, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/2042017/hp28022019_preporuka.pdf/6cf30cf5-72d1-95e2-b3a5-8a10060b6839?t=1551343437152

HNB (2022): *Priopćenje o rezultatima preispitivanja sistemske važnosti kreditnih institucija u Republici Hrvatskoj*, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/4093959/h-priopcenje-preispitivanje-sistemske-vaznih-ki-u-RH_10-12-2020.pdf

HNB (2022): *Protuciklički sloj kapitala*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/protuciklicki-sloj-kapitala>, Pristupljeno 01.08.2022

HNB (2021), *Makroekonomska kretanja i prognoze*, br.11, Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/3973321/hMKP_11.pdf/c64b6594-9b32-fcdc-f962-68d0ce75a137

HNB (2022): *Zašto je inflacija posljednjih mjeseci znatno porasla?*, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/javnost-rada/aktualno-o-inflaciji/html>

HANFA (2022): *Makroprudencijalni skener rizika*, Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/7346/makroprudencijalni-skener-rizika-br-7.pdf>

Jurković, P. (2002): *Javne financije*, Zagreb: Masmedia.

Leksikografski zavod Miroslava Krlež, Dostupno na: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=21718>

Maletić I. et al (2019): *PET GODINA REPUBLIKE HRVATSKE U EUROPSKOM SEMESTRU*, Zagreb: Ured zastupnice u Europskom parlamentu Ivane Maletić

Narodne novine (2022): *Uredba o utvrđivanju najviših maloprodajnih cijena naftnih derivata*, Zagreb: Narodne novine Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022_06_64_921.html

Narodne novine: *Zakon o kreditnim institucijama* (NN 159/13, 19/15, 102/15, 15/18, 70/19, 47/20, 146/20), Zagreb: Narodne novine, Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/195/Zakon-o-kreditnim-institucijama>

Narodne novine: *Zakon o Vijeću za financijsku stabilnost* (NN 159/ 13), Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/696/Zakon-o-Vijeću-za-financijsku-stabilnost>

Obrazloženje za podizanje stope protucikličkoga zaštitnoga sloja kapitala za Republiku Hrvatsku; HNB; Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/2293466/h-odluka->

stopa-protuciklickog-zastitnog-sloja-kapitala-obrazlozenje_03-2022.pdf/776688b4-6882-daad-4fa7-86ed1aae15f6?t=1648659871898

Official Journal of the European Union: Regulation(EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances; Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0025:0032:en:PDF>

Pavković, A.: *Regulacija i supervizija financijskih usluga*, Dodatni materijali za izučavanje

PEFA (2019.): *Okvir za ocjenu upravljanja javnim financijama*, Dostupno na: https://www.pefa.org/sites/pefa/files/resources/downloads/2021000523HRhr001_Web-Croatian_0.pdf

Priopćenje o preispitivanju utvrđivanja ostalih sistemskih važnih kreditnih institucija u Republici Hrvatskoj, HNB, 2022., Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/sistemski-vazne-institucije>

Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2011.): *Ekonomija*, 19. izdanje, Mate d.o.o.

Sarlin P. (2014): *Macroprudential oversight, risk communication and visualization*, SRC Special Paper No 4, Dostupno na: https://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/sp-4_0.pdf

Sistematizirano mjerenje političkih i geopolitičkih rizika: primjer Hrvatske, FS br.19, svibanj 2018, Okvir 1, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/2502358/h-fs-19.pdf/87b4fb07-eb1-4700-9e0d-29dc44a3d3d5>

Smaga, P. (2014): *The Concept of Systemic Risk*, SRC Special Paper number 5. Dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2477928

The World Bank: *Financial stability*, Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-stability>

Vijeće za financijsku stabilnost: *Izveštaj o radu vijeća za financijsku stabilnost u 2020. godini*

Vlada Republike Hrvatske (2019): *Nakon 5 godina Hrvatska izlazi iz procedure prekomjernih makroekonomskih neravnoteža*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/nakon-5-godina-hrvatska-izlazi-iz-procedure-prekomjernih-makroekonomskih-neravnoteza/25406>

Vlada Republike Hrvatske: *Predstavljeni paket mjera za ublažavanje rasta cijena energenata vrijedan 4,8 milijardi kuna*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/predstavljen-paket-mjera-za-ublazavanje-rasta-cijena-energenata-vrijedan-4-8-milijardi-kuna/33907>

Vlada Republike Hrvatske (2022): *Posebne preporuke i Ocjena makroekonomskih neravnoteža za Hrvatsku*, Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages//Vijesti/2022/05%20svibanj/23%20svibnja//European%20semester%20preporuke%20za%20RH%20prezentacija%20052022-F2.pdf>

Vlada Republike Hrvatske: *Službena stranica Vlade za pravodobne i točne informacije o korona virusu*, Dostupno na: <https://www.koronavirus.hr/podaci/489>, Pristupljeno: 16.08.2022.

ŽIVOTOPIS

OSOBNNE INFORMACIJE

Ime i prezime: Perica Pejić

Datum i mjesto rođenja: 04.05.1998., Zagreb

OBRAZOVANJE

2017. – Ekonomski fakultet Zagreb
Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija
smjer Financije
2013. – 2017. X. gimnazija „Ivan Supek“

RADNO ISKUSTVO

- 05/2022. – Addiko Bank d.d.: *Specijalist u Treasury Middle Office*
2019. – 03./2022. BVA bilanc d.o.o.: *Asistent u računovodstvu*
2017. – 2019. Hennes & Mauritz – H&M: *Prodajni savjetnik*

OSOBNNE VJEŠTINE

Jezici: engleski jezik

Digitalne vještine: Synesis, Apress, MC Office – Word, Excel, Powerpoint