

Pregledi P-25

Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku

Mislav Brkić i Ana Šabić

Zagreb, svibanj 2014.



HNB

PREGLEDI P-25

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Evan Kraft

UREDNIŠTVO

Ljubinko Jankov
Gordi Sušić
Maroje Lang
Boris Vujčić

UREDNIKA

Romana Sinković

GRAFIČKI UREDNIK

Gordana Bauk

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

LEKTORICA

Sanda Uzun-Ikić

Za stajališta iznesena u ovom radu odgovorni su autori i ta stajališta nisu nužno istovjetna službenim stajalištima Hrvatske narodne banke.

Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obavezno navedu izvor.

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 1334-0085 (online)



HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

PREGLEDI P-25

Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža
u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku

Mislav Brkić i Ana Šabić

Zagreb, svibanj 2014.

Sažetak

U prosincu 2011. u Europskoj uniji na snagu je stupio paket zakonskih propisa kojima je cilj jačanje otpornosti gospodarstva EU-a na buduće financijske krize. Jedan od najvažnijih elemenata novog okvira gospodarskog upravljanja jest uspostavljanje procedure pri makroekonomskim neravnotežama (engl. *Macroeconomic Imbalances Procedure*, MIP). MIP je zamišljen tako da upotpuni sustav nadziranja gospodarstava država članica jer je u postojećem okviru strože nadgledanje postojalo samo u području fiskalnih pokazatelja, i to na osnovi odredaba Pakta o stabilnosti i rastu. S obzirom na to da nije postojao mehanizam nadziranja ostalih varijabli, države članice koje su bilježile druge vrste makroekonomskih neravnoteža nisu bile dužne poduzimati bilo kakve korektivne mjere u smislu prisutnih neravnoteža. Uspostavljanje MIP-a stoga bi trebalo poboljšati otpornost gospodarstva EU-a jer bi se zahvaljujući njegovoj dosljednoj provedbi smanjila vjerojatnost ponavljanja neželjenih događaja koji su uslijedili nakon izbijanja posljednje financijske krize. U okviru MIP-a prati se ukupno jedanaest pokazatelja koji pomažu u otkrivanju

makroekonomskih neravnoteža. Osim pokazatelja vanjskih ranjivosti i unutarnjih neravnoteža, u MIP su uključeni i pokazatelji koji mogu upućivati na slabljenje konkurentnosti gospodarstva. Kada se određenoj državi članici na osnovi analize ostvarenja utvrdi prekoračenje referentne vrijednosti za određeni pokazatelj, Europska komisija započinje dubinsku analizu njezina gospodarstva kako bi utvrdila postoje li u njemu makroekonomske neravnoteže, te, ako postoje, jesu li one prekomjerne. S obzirom na to da je Hrvatska počevši s MIP-om za 2014. godinu također obuhvaćena ovakvim praćenjem makroekonomskih neravnoteža u EU-u, u radu se detaljnije ocjenjuju ostvarenja Hrvatske prema pojedinim pokazateljima te se raspravlja o mogućim posljedicama sudjelovanja u toj proceduri za hrvatsko gospodarstvo.

Ključne riječi:

procedura pri makroekonomskim neravnotežama, makroekonomske neravnoteže, reforma gospodarskog upravljanja, Hrvatska, Europska unija

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Reforma gospodarskog upravljanja u EU-u	2
2.1. Europski semestar i tzv. <i>Six-Pack</i>	2
2.2. Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u EMU-u i tzv. <i>Two-Pack</i>	3
3. Procedura pri makroekonomskim neravnotežama (MIP)	4
3.1. Ekonomski razlozi za uspostavljanje MIP-a	4
3.2. Izbor pokazatelja	7
3.3. Vremenska dinamika procedure	8
3.4. Dosadašnja primjena MIP-a	9
4. Značenje procedure pri makroekonomskim neravnotežama za Hrvatsku	12
4.1. Analiza makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj primjenom pokazatelja MIP-a	12
4.2. Izgledi za preporuke Europske komisije i Vijeća EU-a – implikacije za ulazak u ERM II i EMU	17
5. Zaključak	18
Literatura	20
Dodatak Pokazatelji makroekonomskih neravnoteža	22

1. Uvod

Inicijativa za uspostavljanje procedure pri makroekonomskim neravnotežama (engl. *Macroeconomic Imbalances Procedure*, MIP) pokrenuta je u rujnu 2010. godine, kada je Europska komisija predstavila šest prijedloga zakonskih propisa (tzv. *Six-Pack*) kojima je cilj jačanje koordinacije i discipline u Europskoj uniji (EU). Osim uspostavljanja tog novog mehanizma, navedenim paketom propisa nastojalo se unaprijediti postojeći Pakt o stabilnosti i rastu (SGP), i to jačanjem njegove preventivne i korektivne uloge u području javnih financija. Navedeni paket propisa stupio je na snagu u prosincu 2011. godine.

Procedura pri makroekonomskim neravnotežama zamišljena je tako da upotpuni sustav nadziranja u EU-u na način da prati ostvarenja država članica prema većem broju makroekonomskih pokazatelja jer je u postojećem okviru, prema pravilima SGP-a, strože nadgledanje postojalo samo u području fiskalnih pokazatelja. S obzirom na to da nije postojao mehanizam nadziranja ostalih makroekonomskih varijabla, države članice u kojima je bilo makroekonomskih neravnoteža nisu bile dužne objašnjavati niti poduzimati bilo kakve korektivne mjere. Uspostavljanje MIP-a stoga bi moglo povećati otpornost gospodarstva EU-a jer bi se njegovom dosljednom provedbom trebala smanjiti vjerojatnost ponavljanja neželjenih događaja koji su uslijedili nakon izbijanja posljednje financijske krize. Naime, nekoliko je država članica bilo prisiljeno u jeku krize naglo ispravljati otprije akumulirane neravnoteže, što je dodatno produbilo recesiju u njihovim gospodarstvima. S tim su se problemom suočile posebice Irska, Španjolska, Grčka, Portugal i baltičke zemlje.

U okviru MIP-a prati se ukupno jedanaest pokazatelja koji pomažu u otkrivanju makroekonomskih neravnoteža. Osim pokazatelja vanjskih ranjivosti i unutarnjih neravnoteža, uključeni su i pokazatelji koji mogu

upućivati na slabljenje konkurentnosti gospodarstva. Za svaki pokazatelj definirana je referentna vrijednost, u odnosu na koju se ocjenjuju ostvarenja država članica. Međutim, prekoračenje referentne vrijednosti za pojedini pokazatelj ne znači automatski da makroekonomska neravnoteža postoji. Europska komisija tek će nakon provedene dubinske analize gospodarstva dotične države članice utvrditi postoje li u njezinom gospodarstvu makroekonomske neravnoteže te, ako postoje, jesu li prekomjerne.

Hrvatska je prvi put uključena u MIP za 2014. godinu, koji je započeo objavom Izvješća o mehanizmu upozoravanja (engl. *Alert Mechanism Report*) u studenome 2013. godine (Europska komisija, 2013.a). S obzirom na to da će Hrvatska odsad biti obuhvaćena ovakvim praćenjem makroekonomskih neravnoteža u EU-u, u radu se detaljnije ocjenjuju ostvarenja Hrvatske prema makroekonomskim pokazateljima MIP-a te se raspravlja o mogućim zaključcima MIP-a za hrvatsko gospodarstvo. Od ukupno jedanaest pokazatelja Hrvatska sada premašuje referentne vrijednosti za njih tri: stanje međunarodnih ulaganja (odnosno razina neto inozemnih obveza), kretanje udjela u svjetskom izvozu i stopa nezaposlenosti, a već u sljedećem krugu MIP-a referentna vrijednost bit će premašena i kod pokazatelja duga opće države. Zbog utvrđenih prekoračenja Europska komisija je nad Hrvatskom, kao i nad šesnaest drugih država članica, odlučila provesti dubinsku analizu potencijalnih neravnoteža, a iz rezultata te analize Komisija zaključuje da Hrvatska ima prekomjerne makroekonomske neravnoteže. U radu se stoga raspravlja i o izgledima za preporuke Europske komisije i Vijeća EU-a za ispravljanje neravnoteža u Hrvatskoj nakon objave rezultata dubinskih analiza te kakve bi mogle biti posljedice MIP-a za perspektivu Hrvatske da pristupi ERM-u II, odnosno uvede euro u srednjoročnom razdoblju.

Rad je strukturiran na sljedeći način. Nakon uvoda slijedi pregled reforma u području gospodarskog upravljanja koje su poduzete od izbijanja svjetske financijske krize. U trećem se dijelu opisuju procedura, pokazatelji i rezultati dosadašnje provedbe MIP-a. U četvrtom

poglavlju raspravlja se o mogućim učincima sudjelovanja u MIP-u za Hrvatsku te se detaljnije ocjenjuju ostvarenja Hrvatske prema pojedinim pokazateljima. Na kraju su doneseni glavni zaključci rada.

2. Reforma gospodarskog upravljanja u EU-u

Uspostavljanje mehanizma za praćenje makroekonomskih neravnoteža u državama članicama treba promatrati u kontekstu sveobuhvatne promjene okvira gospodarskog upravljanja u EU-u. Od uvođenja eura do danas uspostavljeno je više različitih procedura, metoda i strategija u EU-u kojima je cilj smanjiti asimetriju između ekonomskoga i monetarnog dijela uređenja EMU-a. Donošenje Pakta o stabilnosti i rastu ubrzo nakon uspostavljanja EMU-a, a prije uvođenja eura, bio je prvi veći potez u tom smjeru. Reforma tog Pakta 2005. godine bila je jedina važnija promjena okvira za koordinaciju ekonomskih politika od uvođenja eura do izbijanja krize. Financijska i ekonomska kriza koja je zahvatila EU krajem 2008. naglasila je potrebu za mnogo ambicioznijom reformom cjelokupnog okvira za gospodarsko upravljanje. Stoga se EU danas, može se reći još uvijek, nalazi usred te reforme, koja bi trebala osigurati dublju integraciju EU-a i EMU-a.

2.1. Europski semestar i tzv. *Six-Pack*

Kriza eurozone je pokazala kako ekonomska integracija i međuovisnost koju je stvorila zajednička valuta zahtijevaju bolje upravljanje i veću razinu koordinacije ekonomskih politika. U tom su smjeru posljednjih godina poduzeti važni koraci. Osim jačanja postojećih elemenata koordinacije ekonomskih politika, uvedeni su neki potpuno novi mehanizmi i uspostavljena su nova pravila i procedure. Uveden je Europski semestar¹, ciklus koordinacije ekonomskih, proračunskih i strukturnih politika država članica Europske unije, s ciljem jačanja koordinacije tijekom pripremne faze izrade nacionalnih proračuna (Europska komisija, 2010.a). To je ujedno glavni instrument široke strategije Europa 2020., ali i okvir za provedbu preventivnog dijela Pakta o stabilnosti i rastu

te novouspostavljene procedure pri makroekonomskim neravnotežama, kojom se ovaj rad bavi.

Jedan je od najvažnijih koraka u jačanju spomenute koordinacije putem Europskog semestra donošenje paketa zakonskih propisa (tzv. *Six-Pack*), kojima je cilj postići veću fiskalnu disciplinu u EU-u, ali i poduzeti mjere za sprječavanje i ispravljanje štetnih makroekonomskih neravnoteža. Kada je riječ o Paktu o stabilnosti i rastu, može se reći da taj instrument nije bio uspješan u prevenciji i suzbijanju krize, jer njegova primjena nije pridonijela stvaranju fiskalnog prostora koji bi državama članicama omogućio znatnije protucikličko djelovanje u trenutku izbijanja krize. Stoga, s obzirom na zamijećene manjkavosti Pakta, dio tzv. *Six-Pack*-a koji se odnosi na razboritu fiskalnu politiku zapravo čini novu reformu Pakta o stabilnosti i rastu, i u njegovim preventivnim elementima, i u elementima korekcije prekomjernih manjkova. Prema novim propisima, osim jasno utvrđene procedure postupanja u slučaju prekomjernih manjkova, prvi su put jasno postavljene procedure i pravila za smanjivanje javnog duga. Naime, nova pravila predviđaju mogućnost da se nad državom članicom pokrene procedura pri prekomjernom manjku ako njezin javni dug premašuje referentnu vrijednost, iako je saldo proračuna u dopuštenim okvirima. Međutim, s obzirom na to da javni dug većine razvijenih država članica trenutačno znatno premašuje referentnu vrijednost, upitno je hoće li u praksi prekoračenje kriterija za javni dug biti dovoljan razlog za pokretanje procedure pri prekomjernom manjku nad državama članicama. Nadalje, izmijenjeni Pakt predviđa, u usporedbi s reformom iz 2005. godine, malo veći stupanj automatizma u proceduri pri prekomjernom manjku i kraće rokove provedbe. Može se reći da je riječ o kvaziautomatizmu – uvedena su pravila obrnutoga glasovanja umjesto uobičajenoga glasovanja kvalificiranom većinom. To znači da se preporuke Europske komisije o propisivanju sankcija državi članici u slučaju prekomjernog manjka prihvaćaju automatski u Vijeću

¹ Prvi je ciklus počeo 1. siječnja 2011.

EU-a, osim ako protiv prijedloga postoji kvalificirana većina glasova. Kada je riječ o sankcijama, osim eksplicitnih i odredbama relevantne Uredbe točno propisanih financijskih sankcija, moguće su i suspenzije korištenja strukturnih fondova i Kohezijskog fonda EU-a².

Drugi je važan element tzv. *Six-Pack*-a i cjelokupne reforme gospodarskog upravljanja uspostavljanje procedure pri makroekonomskim neravnotežama (engl. *Macroeconomic Imbalance Procedure*, MIP). U svrhu otkrivanja i ispravljanja potencijalno štetnih makroekonomskih neravnoteža, uveden je mehanizam koji se temelji na sljedeća četiri elementa; (i) mehanizam upozorenja na osnovi skupa pokazatelja; (ii) preventivni nadzor u raspravi s državom članicom i dubinska analiza u slučaju prekoračenja referentnih vrijednosti za odabrane pokazatelje; (iii) procedura pri prekomjernim neravnotežama; (iv) mehanizam provedbe za članice eurozone, uključujući sankcije. Pri ocjeni postojanja (prekomjernih) makroekonomskih neravnoteža, kretanja relevantnih pokazatelja analiziraju se s obzirom na njihov doprinos makroekonomskim neravnotežama i ukupnoj ranjivosti članice. U obzir se uzimaju okolnosti specifične za pojedino gospodarstvo, kao i stupanj nominalne i realne konvergencije u eurozoni i u cijelom EU-u, odnosno vodi se računa o heterogenosti gospodarstava u EU-u i okolnostima specifičnima za tzv. *catching-up* gospodarstva. U tom smislu, postoji određena asimetrija u njegovu dizajnu koja se očituje u postojanju odredbi³ koje ne vrijede za sve države članice EU-a, već samo za one koje su uvele euro.

Novi okvir gospodarskog upravljanja podrazumijeva i koordinaciju strukturnih politika. Naime, učinkovitosti cjelokupnog okvira pridonosi to što se u isto vrijeme, u okviru Europskog semestra, na ocjenu predaju programi stabilnosti odnosno konvergencije⁴ i nacionalni programi reformi. Nacionalni programi reformi trebaju sadržavati mjere za ispunjavanje ciljeva za unaprjeđenje konkurentnosti kakvi su postavljeni u Paktu Euro plus⁵ i sve druge strukturne mjere, a posebno one na koje se odnose preporuke EU-a za određenu članicu.

2.2. Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u EMU-u i tzv. *Two-Pack*

Čelnici EU-a, zabrinuti zbog vjerodostojnosti i održivosti fiskalne politike, dogovorili su se o glavnim elementima novoga fiskalnog pakta kojim bi se unaprijedio okvir za fiskalno upravljanje. U ožujku 2012. na sastanku Europskog vijeća potpisan je Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u Ekonomskoj i monetarnoj uniji⁶, koji sadržava važne odredbe fiskalnog pakta. Glavna je odrednica fiskalnog pakta pravilo o uravnoteženom proračunu koje uključuje automatski mehanizam korekcije i jačanje procedure pri prekomjernom manjku u slučaju kršenja kriterija proračunskog manjka. U tome je on komplementaran Paktu o stabilnosti i rastu, ali zapravo ide i dalje od odredba Pakta. Prihvaćanjem Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u EMU-u članice se obvezuju na poštivanje fiskalnog pravila koje zahtijeva ostvarivanje uravnoteženog proračuna opće države ili njegova viška. To se pravilo smatra ispunjenim ako srednjoročni cilj ne premašuje strukturni manjak od 0,5% BDP-a. U slučaju da država članica ima malo bolje stanje javnog duga i da se smatra održivim, preciznije ako je on znatno ispod razine od 60% BDP-a, moguće je koristiti se nižom granicom za srednjoročni cilj te tada strukturni manjak može dosegnuti 1% BDP-a. Ono što je najvažnije i trebalo bi imati znatan učinak na provedivost novih pravila jest obveza da se ovo fiskalno pravilo unese u nacionalno zakonodavstvo, i to u nacionalne ustave ili druge nacionalne propise sa snagom ustava⁷.

Kako bi se postigla bolja provedivost fiskalnih pravila, predviđena je mogućnost da se, u situaciji kada država članica potpisnica Ugovora nije prihvatila traženo fiskalno pravilo u svom ustavu, slučaj preda Sudu Europske unije. To mogu učiniti ili druge članice ili Europska komisija. Ne postupi li država članica u skladu s presudom, slučaj se ponovo može naći na Sudu, ali i rezultirati nametanjem financijskih sankcija u visini od 0,1% BDP-a⁸. Što se tiče kršenja kriterija proračunskog manjka, odredbe Ugovora povezane s korektivnim dijelom Pakta o stabilnosti i rastu zapravo se svode na isticanje obveze država potpisnica koje su uvele euro da će poduprijeti prijedloge ili preporuke koje donese Europska komisija. Na kraju, novost koju uvodi ovaj Ugovor ide u prilog užoj koordinaciji ekonomskih politika na način da se sve važnije reforme ekonomske politike koje

2 Tijekom rasprava o ovom elementu korektivnog dijela Pakta postojali su prijedlozi da se državi članici koja ustrajno krši odredbe Pakta i ne djeluje prema preporukama Vijeća za ispravljanje manjka ili duga suspendira glasanje u određenim formacijama Vijeća EU-a.

3 Riječ je o odredbama o sankcijama u slučaju nepoštivanja preporuka.

4 Države članice koje su uvele euro pripremaju programe stabilnosti, a države članice izvan eurozone programe konvergencije.

5 Pakt Euro plus potpisale su sve države članice eurozone i još šest država članica koje nisu članice eurozone. Time su se obvezale na provođenje reforma za promicanje konkurentnosti i zapošljavanja te na postizanje održivosti javnih financija i financijske stabilnosti.

6 Potpisale su ga sve države članice osim Ujedinjenoga Kraljevstva i Češke.

7 Njemačka je posebno izraženo inzistirala na podizanju fiskalnog pravila na razinu ustava u državama članicama.

8 To je dodatna financijska kazna, u odnosu na one predviđene Paktom o stabilnosti i rastu (0,2% BDP-a – depozit koji nosi kamatu, ako nisu poduzete mjere u slučaju odstupanja od srednjoročnog cilja).

pojedina država članica namjerava provesti rasprave *ex ante*, a također i to da se Komisiji i Vijeću EU-a predstave planovi emisije duga⁹. Sve u svemu, Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u EMU-u trebao bi pridonijeti jačanju koordinacije ekonomskih, posebice fiskalnih politika i važan je korak ka ekonomskoj uniji.

Naposljetku, početkom 2013. dogovoren je još jedan paket propisa u segmentu koordinacije ekonomskih politika – tzv. *Two Pack*. Naime, za države članice eurozone, osobito one koje se suočavaju s poteškoćama i primaju inozemnu financijsku pomoć, uvode se dodatni mehanizmi nadgledanja. Osim obveze dostavljanja proračunskih planova i planiranih mjera za ispravljanje prekomjernih fiskalnih manjkova članica eurozone na ocjenu Europskoj komisiji, ovim je propisima predviđen i pojačani nadzor članica eurozone koje su u ozbiljnim poteškoćama ili primaju financijsku pomoć.

Kriza je, možemo zaključiti, potaknula velike reforme ekonomskog upravljanja u EU-u u njegovim

različitim elementima, a sve s ciljem stabilizacije u kratkom roku, očuvanja financijske stabilnosti i konačno obnavljanja povjerenja u dugoročnu održivost eura i EMU-a. Preostaje, naravno, vidjeti u sljedećim godinama koliko će to preoblikovanje pridonijeti otpornosti eurozone i EU-a. U međuvremenu se pojavilo i nekoliko kritika novog okvira gospodarske koordinacije (Deutsche Bank, 2011.). Nekoliko je ključnih zamjerki: (i) endogenost, budući da je riječ o pristupu usmjerenom na ostvarenja u prošlosti, čime je ograničen u davanju informacija o ekonomskim politikama u budućnosti; (ii) mjerenje rezultata ekonomske politike putem određenog skupa pokazatelja moglo bi izazvati ponašanje nositelja ekonomske politike koje ima tendenciju izbjegavanja sankcija; (iii) velika je vremenska razlika između analize pokazatelja, preporuka za ekonomsku politiku i mogućih sankcija, što može negativno utjecati na proces koordinacije.

3. Procedura pri makroekonomskim neravnotežama (MIP)

3.1. Ekonomski razlozi za uspostavljanje MIP-a

Učinci krize na rubne države članice eurozone pokazali su da postojanje ustrajnih i rastućih makroekonomskih neravnoteža u nekolicini država članica može biti znatan sistemski rizik za financijsku stabilnost i gospodarstvo cijelog EU-a. S ciljem sprječavanja akumulacije neravnoteža u državama članicama institucije EU-a ne bi se smjele fokusirati isključivo na pokazatelje održivosti javnih financija kao dosad, nego na sveobuhvatnu ekonomsku politiku kako bi se osigurali uvjeti za uravnotežen gospodarski rast država članica. Naime, čak i ako pretpostavimo odgovorno ponašanje država članica u skladu s odredbama Pakta o stabilnosti i rastu, fiskalna disciplina nije dovoljna za suzbijanje svih makroekonomskih neravnoteža. Unatoč relativno discipliniranoj

fiskalnoj politici, nerazborito vođenje ostalih aspekata ekonomske politike može dovesti do pojave velikih unutarnjih i vanjskih ranjivosti ili do gubitka konkurentnosti. To se može zamijetiti na primjeru Španjolske, koja je u razdoblju uoči krize, unatoč stabilnim javnim financijama, ostvarivala kontinuiran rast manjka na tekućem računu kao rezultat ekspanzije domaće potražnje povezane s kretanjima na tržištu nekretnina. Prelijevanjem financijske krize na EU došlo je do naglog slabljenja ukupne potražnje, što je rezultiralo korekcijom postojećih neravnoteža, što se snažno negativno odrazilo na financijski sektor, realno gospodarstvo i javne financije (Europska komisija, 2010.b). Posebno vezano uz članstvo u monetarnoj uniji, treba voditi računa o tome da takva kretanja mogu dovesti i do prelijevanja nepovoljnih učinaka na druge države članice.

Svjetska financijska i gospodarska kriza snažno se odrazila na gospodarstva država članica EU-a. Iako su sve članice osim Poljske u 2009. istodobno zabilježile pad realnog BDP-a, razmjeri i trajanje gospodarske kontrakcije uvelike su se razlikovali među državama. Povežu li se stope kumulativnog pada realnog BDP-a tijekom

⁹ Te odredbe Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u EMU-u čine pravni temelj za *ex ante* koordinaciju ekonomskih politika i time čvršću ekonomsku integraciju. O konkretnim načinima provedbe takve koordinacije tek se treba raspravljati i prihvatiti ih na razini Uredbe Vijeća i Europskog parlamenta.

recesije s razinom makroekonomskih neravnoteža u razdoblju uoči krize, može se zaključiti da su negativni učinci svjetske krize na gospodarstva država članica bili djelomično uvjetovani ekonomskim fundamentima. U Tablici 1. prikazana su ostvarenja iz 2008. godine prema nekoliko pokazatelja makroekonomskih neravnoteža za pet država članica s najsnažnijim ukupnim smanjenjem realnog BDP-a i pet članica u kojima je smanjenje BDP-a tijekom krize bilo najslabije izraženo. Na temelju prikazanih podataka može se zaključiti da je kriza snažnije pogodila one države koje su prije bilježile zamjetljive makroekonomske neravnoteže. Iznimka je Poljska, koja je 2008. premašivala referentne vrijednosti za nekoliko pokazatelja, a unatoč tome imala je najpovoljnije ostvarenje BDP-a tijekom svjetske financijske krize (Tablica 1.). Ipak, treba istaknuti da je olakotna okolnost u slučaju Poljske bila u tome što su prekoračenja referentnih vrijednosti bila relativno blaga (osim kod pokazatelja stanja međunarodnih ulaganja) te da nije zabilježena prekomjerna akumulacija duga privatnog sektora kao u nekim drugim državama.

Dakle, recentno iskustvo upućuje na usku povezanost između razine akumuliranih makroekonomskih neravnoteža u gospodarstvima država članica i njihove ranjivosti na negativne agregatne šokove. U takvim uvjetima procedura pri makroekonomskim neravnotežama osmišljena je kao koordinacijski okvir koji bi trebao usmjeravati države članice na aktivan pristup suzbijanju potencijalnih makroekonomskih neravnoteža, što

bi naposljetku povećalo njihovu otpornost i otpornost cjelokupnoga gospodarstva EU-a na slične šokove u budućnosti.

Visoki manjkovi na tekućim računima rubnih država članica eurozone u razdoblju uoči krize (Slika 1.) i posljedična ovisnost tih država o inozemnom kapitalu učinili su te države iznimno ranjivima na eventualni nagli zastoj u priljevu kapitala. Razlike u ostvarenjima salda tekućeg računa između država jezgre i rubnih država članica eurozone povećavale su se od sredine 1990-ih, a u razdoblju uoči izbijanja svjetske financijske krize zabilježen je njihov vrhunac. Istodobno, Europska unija i eurozona na konsolidiranoj razini uglavnom su bilježile uravnotežene pozicije tekućeg računa platne bilance. Pogoršanje salda tekućeg računa neki autori smatraju prirodnim pojavom ako se odvija u tijeku procesa dostizanja prosječnog dohotka po glavi stanovnika EU-a (tzv. *catching-up* procesa). U tijeku tog procesa države članice s nižom razinom relativnog dohotka i nižom proizvodnošću privlače inozemni kapital, što je praćeno povećanjem relativne inflacije, aprecijacijom realnog tečaja i slabljenjem cjenovne konkurentnosti. Kao rezultat navedenog, manjak na tekućem računu platne bilance povećava se, zajedno s viškom na financijskom i kapitalnom računu. S obzirom na to da priljev inozemnoga kapitala i posljedični investicijski ciklus omogućuju rast proizvodnosti i višu razinu dohotka, u dugom roku ta gospodarstva uspijevaju otplatiti prethodno akumulirane inozemne obveze (Blanchard i Giavazzi, 2002.).

TABLICA 1. Makroekonomske neravnoteže u 2008. godini i kumulativni pad BDP-a tijekom recesije

	Saldo tekućeg računa, trogodišnji prosjek, u postocima BDP-a	Stanje međunarodnih ulaganja, u postocima BDP-a	Nominalni jedinični trošak rada, trogodišnja promjena, u postocima	Realni efektivni tečaj, trogodišnja promjena, u postocima	Rast duga privatnog sektora, u postocima BDP-a ^a	Rast obveza financijskog sektora, u postocima godišnje ^a	Kumulativni pad BDP-a tijekom recesije ^b
Grčka	-13,6	-76,8	6,6	2,4	16,8	13,6	19,9
Letonija	-19,4	-79	78,1	20,8	29,6	30,8	18,8
Litva	-12,7	-51,6	29,6	9	17,5	23,5	14,9
Estonija	-13,5	-76,7	46,7	12,6	24,4	17,0	14,1
Hrvatska	-7,5	-74,6	12,6	5,3	18,1	14,4	10,8
Austrija	3,7	-16,9	6,1	-0,1	7,5	10,4	3,8
Nizozemska	6,8	4,2	5,4	-0,1	10,0	9,3	3,7
Francuska	-1,1	-12,9	6,8	1,5	10,4	10,2	3,2
Belgija	0,8	39,7	8,8	3,4	13,2	5,4	2,8
Poljska	-5,5	-56,3	9,2	14,4	10,9	16,7	1,6 ^c

^a Prosječna vrijednost za razdoblje od 2006. do 2008.

^b Pri izračunu kumulativnoga gubitka outputa uzeto je u obzir trajanje recesije u gospodarstvima država članica: za dio zemalja prikazane su samo godišnje stope pada u 2009., s obzirom na to da su već u 2010. zabilježile rast, dok je, primjerice, kod Grčke iskazan ukupni pad realnog BDP-a od 2009. do 2012.

^c U Poljskoj nije zabilježena recesija, pa je iskazana stopa rasta BDP-a u 2009. godini.

Napomena: Tamnijom bojom označena su ostvarenja koja premašuju referentne vrijednosti utvrđene procedurom pri makroekonomskim neravnotežama.

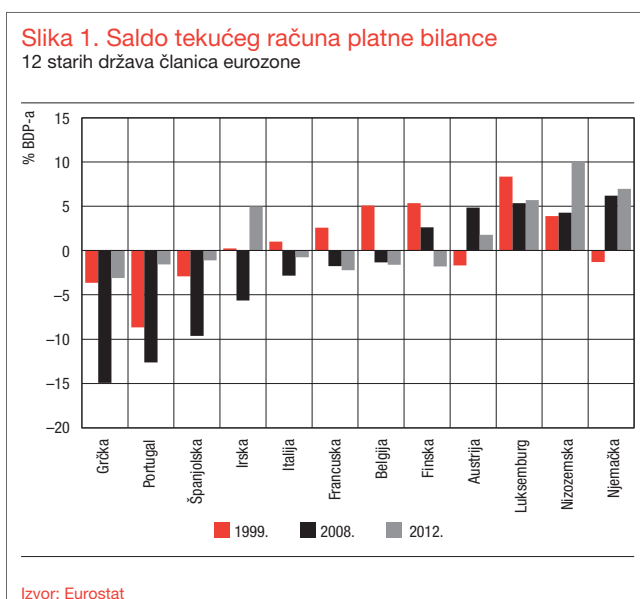
Izvori: Eurostat; izračun autora

Međutim, dio autora smatra da se akumulacija vanjskih neravnoteža u rubnim državama članicama eurozone u razdoblju od uvođenja eura do izbijanja svjetske financijske krize ne može u potpunosti objasniti procesom realne konvergencije. Jaumotte i Sodsriwiboon (2010.) regresijskom analizom istražuju uzročnike visokih manjkova na tekućim računima država članica eurozone, pri čemu se osobito fokusiraju na ostvarenja država članica s juga eurozone. Na temelju provedene analize autori zaključuju da se razine vanjskih neravnoteža koje su ove države doseglye do 2008. godine ne mogu sasvim opravdati fundamentima, kao što su niža razina relativnog dohotka i posljedični gospodarski rast svojstven za *catching-up*. Jaumotte i Sodsriwiboon pronalaze da učinci ulaska u eurozonu mogu pojasniti otprilike polovinu ukupnog pogoršanja salda tekućih računa platnih bilanci ovih država u navedenom razdoblju. Naime, financijska liberalizacija, monetarna integracija, ali i poboljšanje makroekonomskih ostvarenja zbog nastojanja da se zadovolje maastrichtski kriteriji i odredbe Pakta o stabilnosti i rastu, doveli su do znatnog smanjenja troška inozemnog financiranja, što je destimuliralo domaću štednju i potaknulo investicije u tim gospodarstvima. Holinski i sur. (2012.) zaključuju da je pogoršanje salda u rubnim državama članicama (jug eurozone) ponajprije posljedica zamjetljivog smanjenja privatne štednje te malo manje izraženoga rasta privatnih bruto investicija. Pritom pad privatne štednje povezuju s naglim smanjenjem nominalnih i realnih kamatnih stopa zbog financijske liberalizacije i ulaska u eurozonu te posljedične eliminacije premija za valutni rizik i inflaciju. Analizirajući kompoziciju salda tekućeg računa južnih članica, autori pokazuju da visoki manjkovi na tekućim

računima platnih bilanci ovih država nisu odražavali samo vanjskotrgovinske manjkove nego i sve veće manjkove na računu dohotka zbog akumulacije inozemnih obveza te sve slabiji neto priljev na računu transfera nakon proširenja EU-a 2004. godine. Autori također zaključuju kako teorija konvergencije djelomično objašnjava rastuće vanjske neravnoteže, a kao moguća dodatna objašnjenja navode upravo prekomjerno preuzimanje rizika od strane europskih banaka te činjenicu da financijska tržišta nisu priznavala postojanje rizika zemlje, smatrajući da su eliminacija valutnog rizika i rizika nestabilnosti cijena zbog uvođenja eura ukinuli i rizik zemlje. Osim toga, ističu da zajednička monetarna politika u kratkom roku ima procikličko djelovanje na realne kamatne stope. Gros (2012.) ide korak dalje te ističe neravnomjernu distribuciju štednje između sjevernih i južnih članica kao jedan od ključnih uzročnika krize u eurozoni.

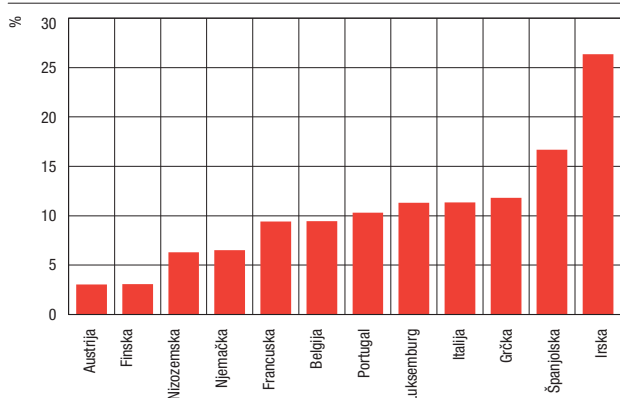
Arghyrou i Chortareas (2008.) pronalaze pozitivnu vezu između aprecijacije realnoga efektivnog tečaja i povećanja manjka na tekućem računu platne bilance država članica eurozone. Autori zaključuju da su one članice koje su imale deprecijaciju realnoga efektivnog tečaja u pravilu ostvarile poboljšanje salda tekućeg računa, dok su se članice u kojima je realni efektivni tečaj aprecirao uglavnom suočavale s rastom manjka na tekućem računu. Na Slici 2. prikazana je kumulativna promjena realnoga efektivnog tečaja (deflacioniranog indeksom potrošačkih cijena) u starim državama članicama eurozone od uvođenja eura do izbijanja financijske krize 2008. godine. Zamjećuje se da je razina realne aprecijacije u promatranom razdoblju znatno varirala među državama članicama, što je pridonijelo i stvaranju jaza u relativnoj konkurentnosti među državama članicama EMU-a. Kretanje konkurentnosti važno je pitanje i zbog posredne veze s dinamikom javnog duga. Zemlje europske periferije koje su zabilježile velike gubitke relativne cjenovne i troškovne konkurentnosti moraju poduzeti mjere za obnavljanje konkurentne pozicije, a to je u uvjetima fiksnooga deviznog tečaja moguće učiniti jedino putem interne devalvacije. Dakle, potrebno jačanje konkurentnosti može se postići samo deflatornim makroekonomskim politikama, što u kratkom roku produbljuje recesiju, a time i dovodi do rasta proračunskog manjka. Zbog takvog razvoja država može izgubiti povjerenje investitora na financijskim tržištima, što može dovesti u pitanje njezinu likvidnost, pa i solventnost (De Grauwe, 2011.).

Općenito, pri praćenju kretanja poput nabrojanih i ocjene koliko su ona štetna potrebno je procijeniti u kolikoj su mjeri ona rezultat pogrešno vođenih politika i tržišnih neuspjeha, a koliko ih se može povezati s makroekonomskim



Slika 2. Ukupna stopa promjene realnoga efektivnog tečaja zasnovanog na indeksu potrošačkih cijena, 2002. – 2008.

12 starih država članica eurozone



Izvor: Eurostat

neravnotežama na razini države članice. S tim u vezi treba istaknuti da je Europska središnja banka posljednjih godina naglašavala rizike zbog divergencija u razini konkurentnosti. Trichet (2011.)¹⁰ je isticao kako se u EMU-u konkurentnost treba ispitivati na nacionalnoj razini, i to kako bi se u obzir uzela iznimno velika međuovisnost između gospodarstava koju je stvorila zajednička valuta. Trichet smatra da pitanje konkurentnosti nije bitno samo za podizanje životnog standarda već i za jačanje kohezije ekonomske unije. Zbog toga je ključno putem provedbe zdravih ekonomskih i fiskalnih politika izbjeđavati prevelike i previše ustrajne divergencije.

Ovdje se također postavlja pitanje što učiniti nakon identifikacije gubitka konkurentnosti, odnosno kakvim mjerama ekonomske politike djelovati da se isprave negativna kretanja. Naime, uz priznanje važnosti i potrebe praćenja makroekonomskih neravnoteža, ipak treba biti oprezan kada je riječ o odgovarajućem odgovoru ekonomske politike na gubitak konkurentnosti. Gros i Alcidi (2010.) smatraju da najbolji pristup ekonomske politike ne bi trebao biti fokusiran na pokazatelje konkurentnosti u užem smislu, već na sprječavanje temeljnih uzroka neravnoteža, a to su najčešće razlike u razini domaće potražnje, koja je u velikom broju slučajeva potaknuta rastom tržišta nekretnina financiranim kreditima i/ili rastom potrošnje. Otuda i logika uključivanja varijabla

poput indeksa cijena stambenih nekretnina i kredita privatnom sektoru u osnovni popis pokazatelja za praćenje makroekonomskih neravnoteža. Gros i Alcidi smatraju kako postoji bojazan da bi potreba da se nešto poduzme u vezi s konkurentnošću mogla dovesti do prekomjerno aktivističkog pristupa institucija EU-a i država članica određivanju plaća u privatnom sektoru. To može djelovati dobro u današnjoj situaciji krize u državama periferije eurozone kao što su Grčka i Španjolska, ali neće spriječiti ponovno nastajanje razlika u konkurentnosti u budućnosti ako se opet pojave velike razlike u razini domaće potražnje. Stoga države članice koje danas imaju nisku konkurentnost moraju prihvatiti trajno smanjenje domaće potražnje na razinu koja je održiva u uvjetima bez novih znatnijih priljeva kapitala.

3.2. Izbor pokazatelja

Uspostavljanju procedure pri makroekonomskim neravnotežama prethodile su rasprave između institucija EU-a o tome koje bi tijelo trebalo biti zaduženo za nadgledanje makroekonomskih neravnoteža u državama članicama te koji bi se pokazatelji uzimali kao relevantni pri utvrđivanju tih neravnoteža¹¹. Naime, makroekonomske neravnoteže mogu se pojaviti u različitim segmentima gospodarstva, one mogu biti unutarnje ili vanjske, simetrične ili asimetrične, prihvatljive ili štetne¹² za određenu državu članicu. Stoga je bilo potrebno uključiti što veći broj pokazatelja koji mogu evidentirati širok spektar različitih neravnoteža. U proceduri pri makroekonomskim neravnotežama trenutačno se rabi jedanaest pokazatelja, koji u kombinaciji s postavljenim indikativnim granicama služe ranom upozoravanju na moguće postojanje neravnoteža u gospodarstvima država članica. Pritom se vrijednosti odabranih pokazatelja ne promatraju i ne tumače mehanički, a ukupna ocjena ovisi o ozbiljnosti kršenja referentnih vrijednosti, broju pokazatelja čije vrijednosti premašuju dogovorene referentne vrijednosti te o njihovoj kombinaciji. Također, u dubinskim analizama nacionalnih gospodarstava i donošenju odluke o

¹⁰ Europska središnja banka je 2005. objavila sveobuhvatno izvješće o konkurentnosti i kretanjima izvoza u eurozoni; bio je to rezultat rada posebne radne skupine Odbora za monetarnu politiku Europskog sustava središnjih banaka (ESB, 2005.). Izvješće se bavi kretanjima cijena i troškova u pojedinim državama članicama, a glavne poruke odnose se na prisutne razlike u razinama konkurentnosti koje zahtijevaju tumačenje, ocjenu i, na kraju, prikladne mjere ekonomske politike. Nakon toga, ESB redovito ažurira podatke o konkurentnosti za države članice i predstavlja ih ministrima financija država članica eurozone koji tvore tzv. Euroskupinu.

¹¹ I Europska komisija i ESB u lipnju 2010. objavili su svoja viđenja mogućih rješenja za unaprjeđenje ekonomskog upravljanja u EU-u, uključujući okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža (EK, 2010.a, ESB, 2010.). Glavne su razlike u tome što je ESB predlagao uspostavljanje neovisne fiskalne agencije, dok je EK smatrao da treba zadržati nadzor nad fiskalnim kretanjima u članicama pod svojom odgovornošću. Vežano uz obuhvat kretanja koja bi se pratila u državama članicama, EK je zamislio širi pristup, dok bi se ESB ograničio na fiskalna kretanja i kretanje relativne konkurentnosti.

¹² Vežano uz pojam „štetnih“ makroekonomskih neravnoteža, teško je dati preciznu definiciju „štetnog“. Kasnije u pregovorima o pokazateljima za praćenje rizika od neravnoteža bit će dosta polemike o tome je li, primjerice, višak na tekućem računu štetna neravnoteža.

postojanju prekomjernih neravnoteža u obzir se uzimaju specifičnosti makroekonomskog okružja i postignut stupanj realne konvergencije. Stoga prekoračenje pojedine referentne vrijednosti ne mora nužno značiti da su makroekonomske neravnoteže prisutne i da su one prekomjerne. U Dodatku detaljnije se obrađuju metodologija i ekonomska argumentacija za svaki od odabranih glavnih pokazatelja¹³.

Izbor pokazatelja napravljen je na način da uz pokazatelje vanjske ranjivosti, poput salda tekućeg računa, stanja međunarodnih ulaganja i kretanja udjela u svjetskom izvozu, budu uključeni i pokazatelji koji govore o uzročnicima rasta vanjskih neravnoteža. Takvi su pokazatelji, primjerice, rast kredita privatnom sektoru, realni efektivni tečaj, jedinični trošak rada, rast obveza financijskog sektora i kretanje cijena stambenih nekretnina. Osim navedenih, uključeni su i pokazatelji duga privatnog i javnog sektora te stopa nezaposlenosti. Odabrani skup pokazatelja nije konačan i striktan, nego će se povremeno prilagođavati. Osim jedanaest glavnih definirano je i 28 dodatnih pokazatelja koji upotpunjuju nadgledanje neravnoteža u državama članicama. Među ostalim, ovdje su uključeni pokazatelji kao što su zbroj salda tekućeg i kapitalnog računa platne bilance, saldo proračuna opće države, udio investicija u BDP-u, neto inozemni dug, ukupna razina obveza po izravnim inozemnim ulaganjima te omjer poluge u financijskom sektoru. Za dodatne pokazatelje nisu postavljene indikativne referentne vrijednosti.

Za odabrane je pokazatelje važno da imaju sljedeća obilježja: pokrivaju ključne dimenzije makroekonomskih neravnoteža i gubitka konkurentnosti; daju mogućnost ranog upozorenja; pokazatelji su relativno jednostavni i imaju znatnu komunikacijsku ulogu te je za njih moguće ostvariti visoku razinu statističke kvalitete; te, naposljetku, podaci mogu biti pravodobno dostupni i usporedivi među državama članicama.

3.3. Vremenska dinamika procedure

MIP je potrebno promatrati u okviru tijeka Europskog semestra. Ciklus Europskog semestra započinje u studenome, kada Europska komisija objavljuje Godišnje izvješće o rastu (engl. *Annual Growth Survey*), u kojemu se definiraju glavni izazovi za gospodarstvo EU-a i njezinih članica u predstojećoj godini. Na temelju tog

izvješća a nakon rasprava u Vijeću i Europskom parlamentu, Europsko vijeće daje savjete i preporuke zemljama članicama za vođenje ekonomske politike. U isto vrijeme Europska komisija objavljuje Izvješće o ranom upozoravanju (engl. *Alert Mechanism Report*) – prikaz ostvarenja država članica prema odabranim pokazateljima makroekonomskih neravnoteža, tzv. *scoreboardu*, i njegovo osnovno ekonomsko tumačenje. To je izvješće prvi korak u godišnjem praćenju makroekonomskih neravnoteža, odnosno prva faza MIP-a.

Potom Europska komisija izrađuje dubinske analize za države članice za koje smatra da postoji rizik makroekonomskih neravnoteža, koristeći se širim skupom pokazatelja i analitičkih alata te uzimajući u obzir preporuke Vijeća EU-a, Programe stabilnosti i konvergencije¹⁴ te upozorenja i preporuke Europskog odbora za sistemski rizik (ESRB). Nakon toga EK ocjenjuje programe te svoje komentare na programe i preporuke za svaku zemlju članicu EU-a te Europsku uniju u cjelini dostavlja na raspravu Vijeću ECOFIN-a i Europskome vijeću. Po donošenju krajem lipnja ili početkom srpnja te se preporuke prosljeđuju državama članicama kako bi one mogle dovršiti svoje proračunsko planiranje za sljedeću godinu.¹⁵

Procedura pri makroekonomskim neravnotežama ima, kao i Pakt o stabilnosti i rastu, svoje preventivne elemente i elemente korekcije. Opisane faze Europskog semestra čine preventivni dio MIP-a. Njegov korektivni dio započinje nakon predstavljanja nalaza dubinske analize i preporuka Europske komisije i Vijeća, ako one upućuju na ozbiljne neravnoteže. U tom slučaju započinje procedura pri prekomjernim neravnotežama (engl. *Excessive Imbalances Procedure*, EIP). Predstavi li država članica zadovoljavajući plan za ispravljanje neravnoteža, procedura se može suspendirati. Za države članice eurozone predviđena je i mogućnost financijskih sankcija u slučaju nepoštivanja preporuka Europske komisije i Vijeća EU-a. Naime, u situaciji kada država ne provodi dovoljne mjere, Vijeće EU-a može donijeti odluku prema

14 Svoje proračunske planove države članice predstavljaju u programima stabilnosti (članice eurozone) i programima konvergencije (članice izvan eurozone), uzimajući u obzir savjete i preporuke iz prošlogodišnjega Europskog semestra, kao i prioritete iz godišnjeg izvješća o rastu (engl. *Annual Growth Survey*). Te dokumente, zajedno s nacionalnim programom reformi, koji se bavi strukturnim politikama, predaju na ocjenu Europskoj komisiji.

15 Završetak Europskog semestra u lipnju trebao bi biti početak „nacionalnog“ semestra u drugoj polovini godine, kada bi države članice trebale raspraviti o preporukama EU-a i uključiti ih u svoje nacionalne proračune za iduću godinu, kao i u pripremu idućih nacionalnih programa koje će predstaviti EU-u u proljeće sljedeće godine. Dodatna vrijednost Europskog semestra je u tome što istodobno predstavljanje programa konvergencije i stabilnosti te nacionalnih programa reformi omogućuje ocjenu rasta i fiskalnih strategija istodobno, uključujući i moguće rizike i neravnoteže, što prije nije bio slučaj.

13 Detaljno o metodologiji i razlozima za uključivanje pojedinih pokazatelja vidjeti u Europska komisija (2012.b).

kojoj država članica mora izdvojiti sredstva na depozit koji nosi kamatu, a ako niti u sljedećem razdoblju članica ne počne provoditi potrebne mjere, taj se depozit može pretvoriti u financijsku kaznu u visini do 0,1% BDP-a države članice. Kako cijela procedura pri prekomjernim neravnotežama ne bi izgubila na provedivosti, ponajprije zbog odugovlačenja s donošenjem odluka o sankcijama, uveden je koncept glasovanja obrnutom većinom.

3.4. Dosadašnja primjena MIP-a

S obzirom na očite manjkavosti striktnih okvira nadgledanja poput kriterija nominalne konvergencije iz Maastrichta, jedno od pozitivnih obilježja MIP-a njegova je fleksibilnost u smislu popisa pokazatelja, koji nije konačan i fiksni, nego se po potrebi može mijenjati i nadopunjavati ako i kada to bude potrebno. U praksi je mogućnost prilagodbe popisa pokazatelja već jednom korištena. Naime, prva procedura bila je zasnovana na deset makroekonomskih pokazatelja, a nakon toga je, za potrebe drugog i trećeg MIP-a, dodan još jedan pokazatelj: rast ukupnih obveza financijskog sektora. Postoje, međutim, određeni izazovi u vezi s provedbom procedure pri makroekonomskim neravnotežama. Ovaj novi okvir zahtijeva visok stupanj specifičnog znanja i stručnosti kada je u pitanju gospodarstvo pojedine države članice. Također, posebice kod ranog djelovanja, postoji potreba za kvalitativnim prosuđivanjem, a ne treba zanemariti ni probleme s prikupljanjem statističkih podataka za pojedine pokazatelje.

Procedura pri makroekonomskim neravnotežama prvi je put provedena 2012. godine, a zasnivala se na analizi makroekonomskih pokazatelja za 2010. godinu. U tijeku prvog MIP-a Europska komisija je odlučila napraviti dubinsku analizu (engl. *In-depth Review*, IDR) dvanaest država članica za koje je postojao rizik makroekonomskih neravnoteža¹⁶, a pritom niti jednoj od njih nisu utvrđene prekomjerne neravnoteže. Ovakav zaključak djelovao je pomalo iznenađujuće s obzirom na to da je nekoliko država članica u to vrijeme premašivalo referentne vrijednosti za čak polovinu od tada ukupno deset makroekonomskih pokazatelja. Moguće opravdanje za takav zaključak prvog MIP-a može biti činjenica da je u tom trenutku riječ bila o potpuno novom mehanizmu, te se, na neki način, htjelo državama članicama i institucijama EU-a dati vremena za upoznavanje

s novim procedurama. Također, prve preporuke koje se daju na kraju Europskog semestra, a temelje se i na ocjeni makroekonomskih neravnoteža, mogu poslužiti kao svojevrsno mjerilo za ocjenu ostvarenja u sljedećem krugu procedure.

Već u MIP-u za 2013. dvjema državama članicama, Sloveniji i Španjolskoj, evidentirane su prekomjerne makroekonomske neravnoteže (Europska komisija, 2012.a i 2013.b). Ono što je vjerojatno bilo presudno da Slovenija i Španjolska budu izdvojene kao države s prekomjernim neravnotežama jest to što su u tim državama makroekonomske neravnoteže dodatno povećane u odnosu na prethodnu godinu. Unatoč tome, za te dvije države članice tada nije pokrenut korektivni dio procedure pri prekomjernim neravnotežama. Italija i Mađarska, iako su također premašivale referentne vrijednosti za veći broj pokazatelja, tada nisu bile izdvojene kao države s prekomjernim neravnotežama s obzirom na to da je kod njih zabilježeno blago smanjenje neravnoteža utvrđenih prethodnim MIP-om. U studenome 2013. započeo je MIP za 2014. godinu, u koji je prvi put uključena i Hrvatska kao nova država članica. Zbog prekoračenja referentnih vrijednosti za veći broj pokazatelja, Europska je komisija odlučila provesti dubinske analize nad sedamnaest država članica¹⁷, među kojima je i Hrvatska, a izvješća o provedenim analizama objavljena su u ožujku 2014. godine (Europska komisija, 2014.a). U izvješćima se navodi da su makroekonomske neravnoteže utvrđene u ukupno četrnaest država članica¹⁸, od kojih tri države članice – Hrvatska, Italija i Slovenija, imaju prekomjerne neravnoteže. Treba napomenuti da pritom nije odmah pokrenut korektivni dio MIP-a, odnosno procedura pri prekomjernim neravnotežama (engl. *Excessive Imbalances Procedure*, EIP), već se najprije od nacionalnih vlasti tih triju članica očekuje da nalaze dubinskih analiza zajedno s mjerama za suzbijanje neravnoteža uključe u svoje nacionalne dokumente – Nacionalni program reformi i Program konvergencije (ili Program stabilnosti ako je riječ o članici eurozone) koji se daju na ocjenu Europskoj komisiji u travnju. Na temelju tih dokumenata Europska će komisija pri završetku Europskog semestra, u lipnju, donijeti ocjenu o tome jesu li predložene mjere odgovarajuće. U slučaju negativne ocjene Europska komisija predložit će Vijeću EU-a da započne

16 Države članice koje provode program gospodarske prilagodbe u sklopu aranžmana financijske pomoći MMF-a i EU-a nisu uključene u proceduru pri makroekonomskim neravnotežama.

17 Europska komisija je dubinsku analizu provela nad ukupno sedamnaest država članica: Španjolskom, Slovenijom, Francuskom, Italijom, Irskom, Mađarskom, Belgijom, Bugarskom, Danskom, Maltom, Nizozemskom, Finskom, Švedskom, Ujedinjenim Kraljevstvom, Njemačkom, Luksemburgom i Hrvatskom.

18 Makroekonomske neravnoteže utvrđene su u svim državama koje su bile podvrgnute dubinskoj analizi osim Danske, Malte i Luksemburga.

korektivni dio MIP-a, tj. proceduru pri prekomjernim neravnotežama.

Analizom ostvarenja država članica u dosadašnja tri kruga MIP-a zamjećuje se da postoje određene sličnosti u vezi s prisutnim makroekonomskim neravnotežama među državama s usporedivim razinama relativnog dohotka. Većinu razvijenih država članica tako karakterizira visok javni dug i dug privatnog sektora te gubitak udjela u ukupnom svjetskom izvozu. Razina javnog duga u dijelu razvijenih država članica premašivala je referentnu vrijednost i u razdoblju uoči izbijanja svjetske financijske krize. Primjerice, 2007. godine u sedam starijih država članica dug opće države bio je viši od 60% BDP-a. Negativni učinci svjetske financijske krize, a potom i dugotrajne recesije na gospodarsku aktivnost i javne financije, bili su iznimno snažni, pa u 2012. godini jedanaest starijih država članica premašuje referentnu vrijednost za javni dug. Kumulativni porast javnog duga u razdoblju od 2007. do 2012. u pojedinim je državama bio dramatičan. U Španjolskoj se, primjerice, udio javnoga duga u BDP-u povećao za 50 postotnih bodova BDP-a (s 36% na 86% BDP-a), dok je u Irskoj u istom razdoblju kumulativni porast iznosio čak 93 postotna boda (s 25% na 117% BDP-a). Kada je riječ o zaduženosti privatnog sektora, osim Njemačke i Italije, u svim razvijenim državama članicama razina privatnog duga viša je od indikativne referentne vrijednosti za taj pokazatelj (133% BDP-a), pri čemu u šest država privatni dug premašuje 200% BDP-a. Gubitak udjela izvoza razvijenih država članica djelomično odražava sve intenzivnije uključivanje država s tržištima u nastajanju u međunarodnu razmjenu, zbog čega ukupan svjetski izvoz raste brže od izvoza razvijenih gospodarstava. Ova pojava nije karakteristična

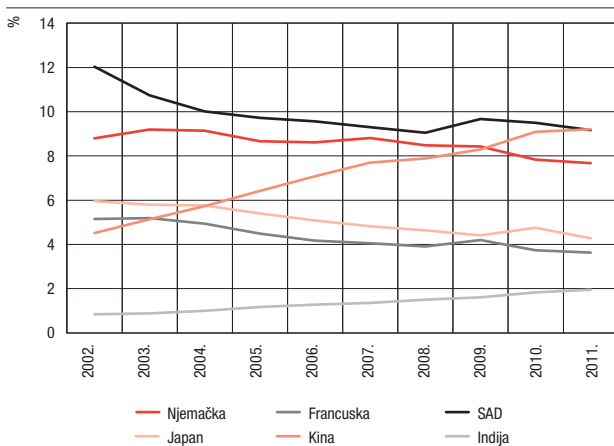
samo za razvijena gospodarstva EU-a nego i za druga napredna svjetska gospodarstva, poput SAD-a i Japana (Slika 3.). Osim toga, nepovoljnoj dinamici tržišnog udjela razvijenih država članica pridonosi i geografska orijentacija njihova izvoza (di Mauro i sur., 2010.).

Novе države članice EU-a, koje ujedno imaju i nižu razinu relativnog dohotka, u pravilu ostvaruju znatno nižu razinu zaduženosti privatnog i javnog sektora te dinamičan rast udjela u svjetskom izvozu. Od jedanaest novih država članica iz središnje i istočne Europe samo je jedna država članica u 2012. premašivala referentnu vrijednost za javni dug (Mađarska), dok zaduženost privatnog sektora nije bila prekomjerna niti u jednoj državi iz ove skupine. Ključna ranjivost za većinu ovih gospodarstava izrazito je negativno stanje međunarodnih ulaganja, što je posljedica znatnih kapitalnih priljeva u razdoblju nakon pristupanja EU-u. Kod većine tih država olakotna je okolnost relativno nizak neto inozemni dug, zahvaljujući visokom udjelu izravnih inozemnih ulaganja u ukupnim inozemnim obvezama.

Svjetska financijska kriza, a potom i dužnička kriza u eurozoni snažno su se odrazile na gospodarstva država članica, a time i na relativnu važnost pojedinih makroekonomskih neravnoteža. U Tablici 2. dana je usporedba ostvarenja država članica prema nekoliko izdvojenih pokazatelja za 2007. godinu, dakle prije izbijanja svjetske financijske krize, s ostvarenjima iz 2012. godine, do kada su se učinci krize u punom smislu odrazili na gospodarstva država članica. Podaci iz Tablice 2. potvrđuju da su u promatranom razdoblju u gospodarstvima država članica zabilježene znatne makroekonomske prilagodbe. Razvijene države članice tako se od izbijanja svjetske financijske krize suočavaju s ubrzanjem nepovoljne dinamike udjela u svjetskom izvozu i snažnim rastom duga opće države. Gubitak udjela u svjetskom izvozu razvijenih država članica, osim što odražava uključivanje država s tržištima u nastajanju u međunarodnu razmjenu, djelomično je i posljedica usporavanja rasta vanjskotrgovinske razmjene između država članica EU-a u recesijskim uvjetima. Pogoršanje salda opće države i snažan rast javnog duga u razvijenim državama članicama u proteklih nekoliko godina mogu se povezati s nekoliko činitelja: pogoršanjem fiskalne bilance u uvjetima dugotrajne recesije, donošenjem mjera fiskalnih poticaja te, u nekoliko država, financiranjem sanacije i dokapitalizacije financijskih institucija (Europska komisija, 2011.).

Kod druge skupine država, u koju možemo svrstati Španjolsku, Portugal, Irsku, Grčku i baltičke države, došlo je do nagle korekcije ranije nagomilanih vanjskih neravnoteža. U razdoblju uoči financijske krize ove su

Slika 3. Udjeli odabranih država u ukupnom svjetskom izvozu robe i usluga



Izvori: WTO i izračun autora

Tablica 2. Odabrani pokazatelji makroekonomskih neravnoteža, 2007. i 2012.

Referentna vrijednost	Saldo tekućeg računa, u postocima BDP-a, trogodišnji prosjek		Udio u svjetskom izvozu, petogodišnja promjena		Rast kredita privatnom sektoru, u postocima BDP-a		Dug opće države, u postocima BDP-a		Stopa nezaposlenosti, trogodišnji prosjek	
	6% BDP-a / -4% BDP-a		-6%		15% BDP-a		60% BDP-a		10%	
	2007.	2012.	2007.	2012.	2007.	2012.	2007.	2012.	2007.	2012.
Belgija	1,9	-0,4	-10,3	-14,9	12,7	-1,6	84,0	99,8	8,1	7,7
Danska	2,9	5,9	-8,7	-18,6	18,9	5,9	27,1	45,4	4,2	7,5
Njemačka	6,3	6,5	2,0	-13,2	1,9	1,5	65,2	81,0	10,1	6,2
Irska	-4,1	2,3	-15,7	-16,3	24,0	-1,6	24,9	117,4	4,5	14,4
Grčka	-11,2	-7,5	3,8	-26,7	16,9	-6,8	107,2	156,9	9,0	18,2
Španjolska	-8,8	-3,1	-3,2	-14,6	26,9	-10,4	36,3	86,0	8,6	22,3
Francuska	-0,7	-1,8	-18,0	-14,0	11,8	3,5	64,2	90,2	9,0	9,9
Italija	-1,2	-2,3	-9,3	-23,8	12,4	-1,0	103,3	127,0	6,9	9,2
Luksemburg	10,7	7,0	28,2	-18,3	16,6	-5,0	6,7	21,7	4,5	4,8
Nizozemska	7,8	8,8	-2,7	-12,0	9,9	0,2	45,3	71,3	4,4	4,7
Austrija	2,8	2,2	0,7	-21,2	8,8	2,7	60,2	74,0	4,8	4,3
Portugal	-10,4	-6,5	-5,5	-16,0	20,6	-5,4	68,4	124,1	8,7	13,6
Finska	3,9	-0,5	-5,1	-30,8	13,1	9,0	35,2	53,6	7,6	8,0
Švedska	8,1	6,1	0,0	-18,7	22,4	1,3	40,2	38,2	7,0	8,1
UK	-2,8	-2,8	-18,6	-18,9	15,3	2,8	43,7	88,7	5,2	7,9
Bugarska	-18,1	-0,4	43,4	4,8	43,4	2,5	17,2	18,5	8,6	11,3
Češka	-2,4	-3,0	25,8	-4,2	9,7	0,6	27,9	46,2	6,8	7,0
Estonija	-13,8	0,9	39,3	6,5	30,0	4,7	3,7	9,8	6,1	13,2
Cipar	-8,2	-6,7	-11,2	-26,6	38,6	10,0	58,8	86,6	4,7	8,7
Letonija	-19,2	-0,4	45,7	12,3	34,4	-0,7	9,0	40,6	7,8	16,9
Litva	-10,7	-1,3	30,7	29,3	23,1	-0,3	16,8	40,5	6,1	15,6
Madžarska	-7,3	0,6	20,8	-17,8	20,3	-6,1	67,0	79,8	7,3	11,0
Malta	-8,3	-1,6	-12,1	4,5	9,4	-1,6	60,7	71,3	6,9	6,6
Poljska	-4,1	-4,6	42,2	1,3	11,8	3,4	45,0	55,6	13,8	9,8
Rumunjska	-10,8	-4,4	42,8	5,9	18,8	0,9	12,8	37,9	6,9	7,2
Slovenija	-3,0	1,2	18,7	-19,9	21,8	-3,0	23,1	54,4	5,8	8,1
Slovačka	-7,2	-1,7	74,4	4,2	10,1	3,2	29,6	52,4	13,7	14,0
Hrvatska	-6,4	-0,5	10,2	-24,7	17,9	-2,1	33,3	55,8	11,1	13,8

Napomena: Tamnijom bojom označena su ostvarenja koja premašuju utvrđene referentne vrijednosti za pojedine pokazatelje.

Izvor: Europska komisija

države bilježile snažan priljev inozemnoga kapitala, ekspanziju kredita i domaće potražnje, što je pridonijelo akumulaciji unutarnjih i vanjskih neravnoteža. Kao rezultat toga, u 2007. godini sve spomenute članice prekoračile su referentne vrijednosti kod pokazatelja salda tekućeg računa, rasta kredita privatnom sektoru i stanja međunarodnih ulaganja. Nakon izbijanja svjetske financijske krize nastupila je snažna recesija u EU-u te naglo

usporavanje dotoka inozemnoga kapitala, što je naposljetku rezultiralo uravnoteženjem salda tekućeg računa u spomenutim državama. U takvim uvjetima vanjske neravnoteže i zaduživanje privatnog sektora prestaju biti ključna makroekonomska ranjivost, a intenziviraju se problemi u realnom gospodarstvu i javnim financijama kao posljedica snažne kontrakcije domaće i inozemne potražnje te razduživanja domaćih sektora.

4. Značenje procedure pri makroekonomskim neravnotežama za Hrvatsku

Hrvatska je prvi put uključena u proceduru pri makroekonomskim neravnotežama, za ovu godinu, pa se postavlja pitanje što će sudjelovanje u toj proceduri Hrvatskoj donijeti. U Izvješću o mehanizmu upozoravanja (engl. *Alert Mechanism Report*), kojim je započeo MIP za 2014. godinu, Hrvatskoj je utvrđeno prekoračenje referentnih vrijednosti za tri od ukupno jedanaest makroekonomskih pokazatelja. Europska komisija je stoga odlučila Hrvatsku podvrgnuti dubinskoj analizi stanja kako bi se utvrdilo postoje li uistinu makroekonomske neravnoteže u gospodarstvu, te, ako postoje, jesu li te zatečene neravnoteže prekomjerne. Europska komisija je nakon provedene dubinske analize zaključila da u Hrvatskoj postoje prekomjerne makroekonomske neravnoteže (Europska komisija, 2014.b). U izvješću o provedenoj dubinskoj analizi Komisija ističe da su makroekonomske neravnoteže nagomilane u razdoblju prije početka svjetske financijske krize, a njihovi nepovoljni učinci posebno dolaze do izražaja sada u vrijeme produljene recesije. Ključne ranjivosti za hrvatsko gospodarstvo proizlaze iz znatnih inozemnih obveza, smanjenja udjela u svjetskom izvozu, visokozaduženih poduzeća i brzorastućeg javnog duga, a sve u kontekstu niskog rasta i nedostatnih kapaciteta za prilagodbu. Napominje se da takvim neravnotežama pridonose i strukturne slabosti, ponajprije nepovoljno poslovno okružje i neučinkovito tržište rada. U nastavku ovog poglavlja detaljnije se analiziraju strukturni uzročnici prekoračenja referentnih vrijednosti kod pokazatelja MIP-a koji su posebno problematični za Hrvatsku.

4.1. Analiza makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj primjenom pokazatelja MIP-a

Prema ostvarenjima za 2012. godinu Hrvatska premašuje referentne vrijednosti za tri od ukupno jedanaest makroekonomskih pokazatelja koji se rabe u MIP-u. Pokazatelji trenutačno problematični za Hrvatsku jesu stanje međunarodnih ulaganja, dinamika udjela u svjetskom izvozu robe i usluga te stopa nezaposlenosti (Tablica 3.). Budući da ovi pokazatelji odražavaju i strukturna obilježja gospodarstva, a ne samo privremenu cikličku dinamiku, izgledno je da će Hrvatska u sljedećih nekoliko godina nastaviti premašivati referentne vrijednosti kod ovih pokazatelja. Osim spomenutih, Hrvatskoj će u bližoj budućnosti problem biti i pokazatelj duga opće države, jer je u drugoj polovini 2013. zbog nastavka nepovoljnih gospodarskih kretanja javni dug dosegnuo utvrđenu referentnu vrijednost. Nadalje, s obzirom na to da recentno poboljšanje salda tekućeg računa primarno odražava privremenu kontrakciju domaće potražnje i uvoza, a ne znatan napredak u relativnoj konkurentnosti i izvoznim ostvarenjima, izgledno je da će saldo tekućeg računa ponovo postati negativan kada se gospodarska aktivnost dinamizira. Stoga bi u srednjoročnom razdoblju i kod tog pokazatelja moglo doći do prekoračenja referentne vrijednosti. U nastavku se detaljnije analiziraju ostvarenja Hrvatske prema pokazateljima MIP-a koji upućuju na postojanje makroekonomskih neravnoteža u hrvatskom gospodarstvu.

Tablica 3. Ostvarenja Hrvatske prema pokazateljima makroekonomskih neravnoteža, 2007. – 2012.

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

^a Deflaciran indeksom potrošačkih cijena za šesnaest država

^b Hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina deflaciran deflatorom osobne potrošnje

^c Podatak za 2011. godinu

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

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

Izvori: HNB; Ministarstvo financija; Eurostat; IFS

4.1.1. Stanje međunarodnih ulaganja

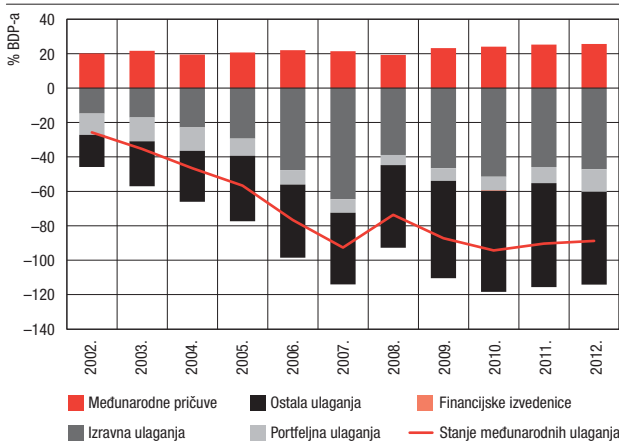
S razinom neto inozemnih obveza od gotovo 90% BDP-a Hrvatska znatno premašuje utvrđenu referentnu vrijednost za pokazatelj stanja međunarodnih ulaganja. Visoka razina neto inozemnih obveza rezultat je prekomjernog zaduživanja i s njim povezanoga snažnog priljeva kapitala u razdoblju gospodarske ekspanzije koje je završilo izbijanjem svjetske financijske krize krajem 2008. godine. Akumulacija neto inozemnih obveza bila je u početku podjednako rezultat priljeva izravnih ulaganja i priljeva inozemnih kredita koji se evidentiraju pod stavkom ostala ulaganja (Slika 4.). Znatno dio ukupnog prirasta inozemnog duga bio je odraz pojačanog zaduživanja domaćih banaka kod banaka majki, čime je financiran snažan rast plasmana privatnom sektoru. S obzirom na potencijalne nepovoljne učinke intenzivnog zaduživanja banaka i kreditne ekspanzije, središnja je banka 2004. započela s implementacijom mjera s ciljem usporavanja inozemnog zaduživanja banaka, a u sljedećim godinama te su mjere bile dodatno postrožene (HNB, 2006.)¹⁹. Osim usporavanja rasta inozemne

pasive banaka, ovakva politika središnje banke potaknula je dokapitalizaciju banaka i njihovu preorijentaciju na domaće izvore sredstava, što je pridonijelo povećanju otpornosti bankovnog sustava. Navedena promjena u izvorima financiranja banaka odrazila se i na strukturu inozemnih obveza: snažnije se povećavaju obveze na osnovi vlasničkih ulaganja (Slika 4.), a znatno se smanjuje doprinos banaka rastu obveza po dužničkim ulaganjima (Slika 5.). Osim što je destimulirao zaduživanje banaka, HNB je davao potporu državi u nastojanjima da smanji ovisnost o inozemnim izvorima financiranja. U tu svrhu HNB je državi izravno prodavao devize potrebne za servisiranje inozemnih obveza te je, prema potrebi, prilagodio instrumentarij monetarne politike kako bi državi osigurao povoljne uvjete za financiranje na domaćem tržištu (HNB, 2005.).

Međutim, s obzirom na to da HNB ne raspolaže instrumentima kojima bi regulirao dinamiku inozemnog zaduživanja ostalih domaćih sektora, ukupni inozemni dug nastavio se snažno povećavati (Slika 5.). Naime, kako je kreditni potencijal domaćih banaka bio smanjen zbog primjene makrobonitetnih mjera za usporavanje inozemnog zaduživanja, a kasnije i ponovnog uvođenja

19 Detaljnije o makrobonitetnim mjerama HNB-a u razdoblju gospodarske ekspanzije vidjeti u Bokan i sur. (2010.) i Galac (2011.).

Slika 4. Stanje međunarodnih ulaganja
doprinosi sastavnica



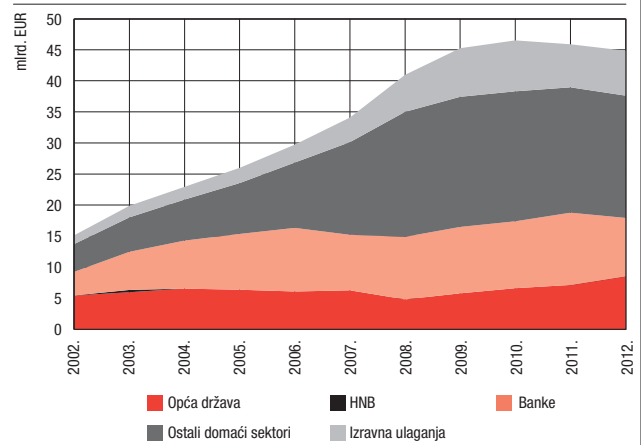
Izvor: HNB

instrumenta za ograničavanje rasta plasmana privatnom sektoru (HNB, 2010.), poduzeća se sve više usmjeravaju na inozemne izvore sredstava. Ovdje su osim privatnih poduzeća važnu ulogu imale i nebankarske financijske institucije, osobito društva za lizing koja su osnivana s ciljem zaobilaženja makrobonitetnih mjera središnje banke, zatim HBOR te poduzeća iz javnog sektora. Osim izravnog zaduživanja kod inozemnih banaka, pri čemu su često posredovale domaće banke, intenzivno je bilo i zaduživanje domaćih poduzeća kod vlasnički povezanih poduzeća, a posljedica toga bio je rast inozemnog duga na osnovi izravnih ulaganja²⁰, što se može vidjeti na Slici 5.

Akumulacija inozemnih obveza bila je povezana s povećanjem drugih neravnoteža, primjerice s ubrzanim rastom zaduženosti privatnog sektora, snažnim rastom cijena imovine i pogoršanjem salda tekućeg računa platne bilance. Tako se u razdoblju od 2002. do 2008. godine omjer duga privatnog sektora i BDP-a povećao sa 64% BDP-a na 117% BDP-a, dok je istodobno deflacinirani hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina kumulativno porastao za 48%. Manjak na tekućem računu platne bilance u tom je razdoblju prosječno iznosio 6,5% BDP-a, ponajprije kao odraz visokoga manjka u robnoj razmjeni, ali i znatnog neto odljeva na računu dohotka u uvjetima visoke razine neto inozemnih obveza. S izbijanjem svjetske financijske krize nastupila je snažna kontrakcija domaće i inozemne potražnje te usporavanje dotoka inozemnoga kapitala u Hrvatsku, što je dovelo do nagle korekcije manjka na tekućem računu

²⁰ Izravna dužnička ulaganja osim međusobnog financiranja vlasnički povezanih poduzeća uključuju i zaduživanje banaka na osnovi podređenih i hibridnih instrumenata.

Slika 5. Bruto inozemni dug
na kraju razdoblja



Izvor: HNB

(Slika 6.) i do privremene stabilizacije neto inozemnih obveza (Slika 4.)²¹.

Međutim, s obzirom na to da spomenuto uravnoteženje salda tekućeg računa odražava korekciju vanjskotrgovinskog manjka uvjetovanu slabljenjem agregatne potražnje u razdoblju nepovoljnih gospodarskih prilika, a ne strukturno jačanje izvozne baze, izgledno je da će dinamiziranje gospodarske aktivnosti nužno značiti i ponovnu pojavu manjka na tekućem računu. Ostvarivanje uravnoteženog salda tekućeg računa platne bilance u uvjetima visoke inozemne zaduženosti otežano je i stoga što podmirivanje inozemnih obveza uzrokuje velike odljeve na računu dohotka te tako stvara dodatni pritisak na saldo tekućeg računa.

Treba napomenuti da smanjenje neto inozemnih obveza nije ni potpuno konzistentno s ciljanim modelom gospodarskog rasta Hrvatske za sljedeće razdoblje, koji bi se trebao temeljiti na pojačanom priljevu izravnih inozemnih ulaganja (FDI). Naime, osim što se priljev FDI-ja knjiži kao povećanje inozemnih obveza i tako izravno pogoršava stanje međunarodnih ulaganja, u kratkom roku može rezultirati i povećanjem manjka na tekućem računu zbog rasta investicija povezanog s inozemnim ulaganjima. Dakle, s obzirom na iznimno visoku razinu neto inozemnih obveza i nepostojanje uvjeta za održive viškove na tekućem računu platne bilance te na ciljani model gospodarskog rasta u sljedećem razdoblju, izgledno je da će Hrvatska i u dugom roku nastaviti premašivati referentnu vrijednost za ovaj pokazatelj.

²¹ Naglo smanjenje inozemnih obveza na osnovi izravnih inozemnih ulaganja u 2008. godini nije uzrokovano neto odljevom izravnih ulaganja nego naglim padom vrijednosti dionica poduzeća u inozemnom vlasništvu nakon preljevanja učinaka svjetske financijske krize na domaće tržište kapitala.

4.1.2. Kretanje udjela u svjetskom izvozu robe i usluga

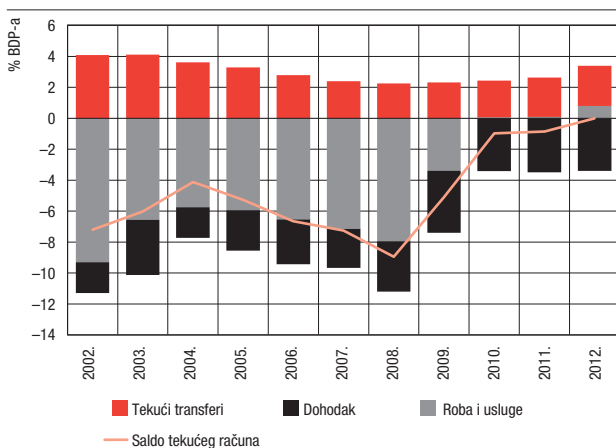
Prema pokazatelju dinamike udjela u svjetskom izvozu Hrvatska se u usporedbi s ostalim posttranzicijskim državama članicama EU-a nalazi u znatno nepovoljnijem položaju. U razdoblju od 2008. do 2012. Hrvatska je ostvarila smanjenje udjela u svjetskom izvozu od 25%, čime je trostruko premašena referentna vrijednost za ovaj pokazatelj. Snažno smanjenje izvoza u tom razdoblju djelomično je i cikličkoga karaktera, jer odražava dugotrajnu recesiju i slabljenje potražnje na glavnim izvoznim tržištima (HNB, 2010.). Međutim, ako se promatra dinamika tržišnog udjela u razdoblju uoči izbijanja svjetske financijske krize, od 2002. do 2008. godine, zamjećuje se da su izvozna ostvarenja Hrvatske bila relativno slaba unatoč povoljnim gospodarskim kretanjima (Slika 7.).

Naime, u tom je razdoblju udio Hrvatske u svjetskom izvozu robe i usluga porastao za samo 13%, dok su nove države članice u istom razdoblju ostvarile znatno povećanje svojih tržišnih udjela. Relativno slaba izvozna ostvarenja Hrvatske ne mogu se obrazložiti relativnim gubitkom troškovne i cjenovne konkurentnosti u odnosu na skupinu novih država članica. Naime, u razdoblju gospodarske ekspanzije od 2002. do 2008. u Hrvatskoj je nominalni jedinični trošak rada porastao kumulativno za 28%, dok je realni efektivni tečaj deflaciran indeksom potrošačkih cijena aprecirao za 13%. U većini novih država članica pogoršanje pokazatelja konkurentnosti u navedenom razdoblju bilo je jače izraženo, ali su te države unatoč tome u pravilu zabilježile mnogo povoljniju dinamiku udjela u svjetskom izvozu. Hrvatska u odnosu na usporedive države osobito zaostaje kada je

riječ o robnom izvozu, pa je tako u 2008. ukupna vrijednost hrvatskoga robnog izvoza iznosila 21% BDP-a, dok je u novim državama članicama EU-a (bez Malte i Cipra) robni izvoz u istoj godini iznosio prosječno 49% BDP-a.

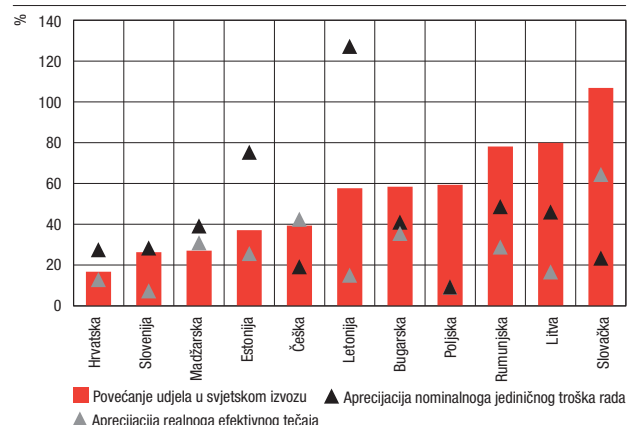
S obzirom na to da prema pokazateljima relativne cjenovne i troškovne konkurentnosti Hrvatska nije u negativnom smislu odskakala od usporedivih država, može se zaključiti da su slabija izvozna ostvarenja uvjetovana strukturnim činiteljima. Problem nedovoljnih kapaciteta izvoznog sektora svakako je jedan od ključnih činitelja, a može se povezati s nepovoljnom strukturom kapitalnih priljeva u razdoblju gospodarske ekspanzije. Inozemni kapital uglavnom je pritekao u sektore međunarodno nerazmjernih dobara i usluga i tako podgrijavao domaću potražnju, dok su izravna ulaganja u proizvodne djelatnosti bila znatno slabije zastupljena. Od ukupnih priljeva na financijskom računu u razdoblju od 2002. do 2008. čak 55% ukupnog iznosa odnosilo se na dužnički kapital, dok je 40% priljeva kapitala zabilježeno u obliku izravnih inozemnih ulaganja. Uz relativno slabiju ulogu izravnih ulaganja u ukupnom priljevu kapitala, negativni učinci na gospodarstvo proizlazili su iz strukture izravnih inozemnih ulaganja: više od polovine ukupnih priljeva apsorbirale su uslužne djelatnosti poput financijskog posredovanja, trgovine i poslovanja s nekretninama, dok su ulaganja u proizvodne djelatnosti bila zanemariva. Osim što nije izravno pridonio formiranju produktivnih kapaciteta, inozemni kapital potaknuo je snažan kreditni rast i prelijevanje proizvodnih resursa u djelatnosti međunarodno nerazmjernih dobara i usluga čija je profitabilnost porasla zahvaljujući ekspanziji domaće potražnje.

Slika 6. Saldo tekućeg računa platne bilance doprinos sastavnica



Izvor: HNB

Slika 7. Kumulativne promjene udjela u svjetskom izvozu i pokazatelja relativne konkurentnosti u razdoblju 2002. – 2008.



Izvor: Eurostat; izračun autora

4.1.3. Stopa nezaposlenosti

Trogodišnji prosjek anketne stope nezaposlenosti iznosio je 13,7% u 2012. godini, što znači da je Hrvatska uvelike premašila referentnu vrijednost od 10%. S obzirom na sadašnju visinu stope nezaposlenosti (17% u listopadu 2013.)²² te na nastavak nepovoljnih trendova u realnom sektoru i na tržištu rada, izvjesno je da će Hrvatska i kod ovog pokazatelja još dugo premašivati referentnu vrijednost. Snažan rast broja nezaposlenih osoba koji traje od 2009. godine može se povezati s cikličkim činiteljima, s obzirom na to da je povezan s dugotrajnom recesijom u domaćem gospodarstvu i u zemljama glavnim trgovinskim partnerima, ali je djelomično i strukturne prirode. Naime, dio povećanja broja nezaposlenih rezultat je korekcije outputa u onim djelatnostima koje su se oslanjale na snažan kreditni ciklus u razdoblju prije krize. Naime, u razdoblju obilnih kapitalnih priljeva i gospodarske ekspanzije od 2002. do 2008. proizvodni resursi su se prelijevali u tada propulzivne sektore gospodarstva poput financijskog posredovanja, trgovine i građevinarstva, čijem je razvoju pogodovao snažan rast domaće potražnje. U tom su razdoblju djelatnosti međunarodno nerazmjernih dobara i usluga zajedno s povećanjem broja zaposlenih ostvarile i povećanje udjela u ukupnoj bruto dodanoj vrijednosti na štetu proizvođačkog sektora²³.

Svjetska financijska kriza prouzročila je duboku recesiju u realnom gospodarstvu te je došlo do snažnog pogoršanja uvjeta na tržištu rada. Od 2008. do 2012. prosječan broj zaposlenih prema anketnim izvorima smanjio se za 190 tisuća, odnosno za 12%. Samo u sektorima građevinarstva i trgovine broj zaposlenih osoba smanjen je za gotovo 100 tisuća, čime je poništeno cjelokupno zapošljavanje ovih dvaju sektora u razdoblju od 2002. do 2008. godine. U spomenutom razdoblju istodobno se odvijao i snažan pad broja zaposlenih u prerađivačkoj industriji, u kojoj je broj zaposlenih smanjen za 17%, dok je bruto dodana vrijednost ove grane smanjena za 19%. Zbog istodobnog smanjivanja broja radnih mjesta u djelatnostima nerazmjernih dobara i usluga i prerađivačkoj industriji kapaciteti gospodarstva nedovoljni su za apsorpciju postojećeg viška radne snage na tržištu rada. U takvim uvjetima nezaposleni nemaju alternative i pojavljuje se problem strukturne nezaposlenosti, što dovodi do intenziviranja neželjenih pojava poput

ekonomske emigracije²⁴.

Zbog snažnog rasta nezaposlenosti došlo je do daljnjeg smanjivanja ionako vrlo niske stope zaposlenosti. U 2008. godini stopa zaposlenosti²⁵ radno sposobnog stanovništva (od 15. do 74. godine starosti) iznosila je 49,7%, a zbog nepovoljnih učinaka dugotrajne recesije na tržište rada stopa zaposlenosti dodatno se smanjila na samo 43,3% u 2012. godini. Hrvatska je po ovom pokazatelju uvjerljivo na začelju u EU-u, a samo još Grčka, Španjolska i Italija imaju stope zaposlenosti niže od 50%.

4.1.4. Dug opće države

Iako Hrvatska prema podacima za 2012. (koji se analiziraju u MIP-u za 2014.) nije premašivala referentnu vrijednost, ovaj je pokazatelj izdvojen za dodatnu analizu zbog toga što je dinamika javnog duga u tekućim makroekonomskim uvjetima vrlo nepovoljna te je već tijekom 2013. godine referentna vrijednost od 60% BDP-a premašena. To je znatan rizik za Hrvatsku jer je ista referentna vrijednost za javni dug propisana i u okviru kriterija nominalne konvergencije koje država treba zadovoljiti prije uvođenja eura. Stoga, premašivanjem referentne vrijednosti kod ovog pokazatelja Hrvatska ugrožava perspektivu da u bližoj budućnosti postane punopravnom članicom Ekonomske i monetarne unije.

U trenutku izbijanja svjetske financijske krize krajem 2008. godine javni dug Hrvatske bio je umjereno visok za državu koja se nalazila u procesu realne konvergencije. Iako je fiskalna politika u prethodnom razdoblju snažnog rasta vođena prociklično, u tom trenutku nije se činilo vjerojatnim da bi javni dug mogao predstavljati prepreku uvođenju eura jednom kada Hrvatska postane država članica EU-a. Međutim, izbijanje svjetske financijske krize te krize u eurozoni snažno se negativno odrazilo na hrvatsko gospodarstvo i javne financije, pa se omjer javnog duga i BDP-a zamjetljivo povećao (Slika 8.). Manjak opće države naglo je porastao zbog cikličkog pada fiskalnih prihoda i rasta rashoda, a sve se to odvijalo u trenutku kada je financiranje na međunarodnom financijskom tržištu bilo gotovo nemoguće. U takvim okolnostima središnja banka je otpuštanjem otprije

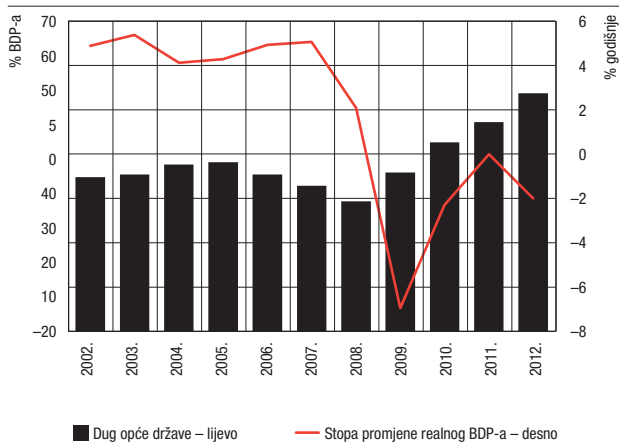
22 Sezonski prilagođeni podaci Eurostata

23 U spomenutom razdoblju zabilježeno je povećanje udjela djelatnosti građevinarstva za 2,5 postotnih bodova, financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja za 0,4 postotna boda, dok je udio prerađivačke industrije smanjen za 0,7 postotnih bodova.

24 Caballero i Lorenzoni (2007.) obrađuju negativne učinke realne aprecijacije tečaja na proizvodna poduzeća u izvoznom sektoru. Oni pokazuju da se poduzeća u izvoznom sektoru u fazi realne aprecijacije suočavaju s pritiscima s troškovne strane jer se natječu za proizvodne resurse s tada profitabilnim sektorima međunarodno nerazmjernih dobara i usluga. Kada razdoblje realne aprecijacije završi i nastupi razdoblje korekcije neravnoteža, prethodno oslabljena poduzeća u izvoznom sektoru nemaju dovoljno kapaciteta za zapošljavanje radnika otpuštenih iz sektora međunarodno nerazmjernih dobara i usluga.

25 Podaci Eurostata

Slika 8. Dug opće države i realni BDP u razdoblju 2002. – 2012.



Izvor: HNB

formiranih zaštitnih rezerva pomogla očuvati vanjsku likvidnost države, a fiskalna politika se usmjerila na kontroliranje proračunskog manjka. Doneseno je nekoliko mjera, a osobito važne bile su povećanje stope poreza na dodanu vrijednost i uvođenje kriznog poreza na dohodak. Iako su te mjere donekle pomogle ograničiti povećanje proračunskog manjka, država je na ovaj način pridonijela produbljenju gospodarskog pada, što se povratno negativno odražava na održivost javnih financija u srednjem roku.

Višegodišnje razdoblje slabljenja gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj usporava fiskalnu konsolidaciju jer negativno utječe na ključne prihodne i rashodne stavke proračuna. Kontinuirano slabljenje domaće potražnje i pogoršanje uvjeta na tržištu rada onemogućavaju oporavak tradicionalno najizdašnijih izvora prihoda kao što su porez na dodanu vrijednost, socijalni doprinosi te porezi na dohodak i dobit. S druge strane, rastući proračunski izdaci za kamate na brzorastući javni dug²⁶ i socijalne naknade za sve veći broj nezaposlenih osoba opterećuju rashodnu stranu proračuna. U uvjetima visokih proračunskih manjkova i nastavka nepovoljne dinamike gospodarstva, izgledno je da će se javni dug povećavati i u sljedećim godinama. Tek kada se stvore uvjeti za održiv gospodarski oporavak moguće je očekivati znatnije poboljšanje salda opće države i postupno opadanje omjera javnog duga i BDP-a.

4.2. Izgledi za preporuke Europske komisije i Vijeća EU-a – implikacije za ulazak u ERM II i EMU

Kako je u radu rečeno, Hrvatska je uključena u proceduru pri makroekonomskim neravnotežama za 2014., pa je stoga obuhvaćena i Izvješćem o mehanizmu upozoravanja, koje je objavljeno u studenome 2013. godine. U Izvješću o mehanizmu upozoravanja (engl. *Alert Mechanism Report*, AMR) Hrvatska je zbog prekoračenja referentnih vrijednosti, zajedno s još šesnaest država članica, izdvojena kao zemlja s rizikom postojanja makroekonomskih neravnoteža za koju je Europska komisija izradila dubinsku analizu. Nakon inicijalnog pregleda ostvarenja prema pokazateljima MIP-a u AMR-u je naglašeno da su navedena prekoračenja povezana ponajprije sa strukturnim činiteljima. Pritom je napomenuto da je izrazito negativno stanje međunarodnih ulaganja rezultat ustrajnih manjkova na tekućem računu platne bilance u razdoblju uoči krize, a iznimno loša ostvarenja vanjskog sektora odražavaju nepovoljnu proizvodnu i geografsku specijalizaciju izvoza kao i gubitak relativne cjenovne konkurentnosti. Vezano uz visoku stopu nezaposlenosti, u AMR-u se također naglašava njezin primarno strukturni karakter koji se ogleda u visokom udjelu dugotrajne nezaposlenosti. Recentno uravnoteženje tekućeg računa platne bilance okarakterizirano je kao posljedica kontrakcije domaće potražnje, a ne strukturnog poboljšanja vanjskotrgovinskih ostvarenja.

Konačno, nakon provedene dubinske analize, Europska komisija je zaključila da u Hrvatskoj postoje prekomjerne makroekonomske neravnoteže. Moglo se očekivati da će se ponoviti praksa iz prve godine provedbe procedure pri makroekonomskim neravnotežama za sve države članice EU-a, te da unatoč premašivanju indikativnih referentnih vrijednosti Hrvatska neće biti izdvojena kao država s prekomjernim neravnotežama s obzirom na to da prvi put sudjeluje u proceduri. Međutim, Europska komisija je u ožujku 2014. zaključila da su za Hrvatsku zatečene neravnoteže ipak prekomjerne, pa će se u slučaju nepoduzimanja odlučnih mjera za njihovo ispravljanje predložiti i primjena korektivnog dijela ovog mehanizma odnosno pokretanje procedure pri prekomjernim neravnotežama.

Zaključke o postojanju makroekonomskih neravnoteža i njihovoj štetnosti treba promatrati i iz perspektive uvođenja eura u Hrvatskoj. Naime, iako su uvjeti za uvođenje eura ostali nepromijenjeni, novi mehanizmi i pravila cjelokupnog okvira za gospodarsko upravljanje mogu postati neformalni kriteriji pri ocjeni spremnosti

²⁶ U 2012. kamatni izdaci za dug opće države viši su za 3,8 milijardi kuna odnosno za 76% nego u 2008. godini, a omjer kamatnih izdataka i BDP-a porastao je u istom razdoblju s 1,5% na 2,7%.

za uvođenje eura. Tako bi se za države članice izvan eurozone pokazatelji makroekonomskih neravnoteža mogli uzimati kao neformalni uvjeti za uvođenje eura. Također, za nove države članice čije valute još ne sudjeluju u tečajnom mehanizmu (engl. *Exchange Rate Mechanism II*, ERM II), ti bi pokazatelji vrlo vjerojatno mogli postati neformalni kriteriji već u pregovorima za pristupanje

ERM-u II, što je ključan korak na putu prema uvođenju eura. U tom će smislu biti zanimljivo vidjeti osvrt na situaciju s makroekonomskim neravnotežama u Izvješćima o konvergenciji već u lipnju 2014., kada će Europska komisija i Europska središnja banka dati svoju redovitu ocjenu postignutog stupnja konvergencije u državama koje još nisu uvele euro.

5. Zaključak

Uvođenjem procedure pri makroekonomskim neravnotežama upotpunjen je okvir gospodarskog upravljanja i koordinacije u EU-u. Prije nije postojao mehanizam pomoću kojega bi se nadziralo države članice kada je riječ o različitim makroekonomskim varijablama. Događalo se stoga da je nekoliko država članica ostvarivalo manjkove na tekućem računu višestruko veće od uobičajenih razina za države takvih razina dohotka, a da nije postojao instrument kojim bi ih se upozoravalo na neodrživ stupanj neravnoteža. Takve države našle su se u iznimno nepovoljnoj situaciji kada je nastupila svjetska financijska kriza te je usred recesije započela korekcija prethodno akumuliranih neravnoteža. Dosljednom provedbom MIP-a mogla bi se povećati otpornost gospodarstva EU-a u slučaju ponavljanja financijskih kriza u budućnosti.

Ovdje je, dakle, riječ o novom mehanizmu za koji postoji jasna potreba postojanja u Ekonomskoj i monetarnoj uniji, ali tek će se vidjeti koliko će se učinkovito i dosljedno provoditi. Naime, postoje određeni izazovi u vezi s provedbom MIP-a. Ovaj novi okvir zahtijeva visok stupanj specifičnog znanja o pojedinom nacionalnom gospodarstvu, mnogo kvalitativnog prosuđivanja te kvalitetnu i pravodobnu statistiku. Također, vezano uz posljednju fazu procedure, odgovarajući odgovor ekonomske politike na prepoznate rizike i moguće prekomjerne neravnoteže zahtijeva konsenzus koji je katkad teško postići, a ni instrumenti prilagodbe nisu uvijek samo u rukama države.

Procedura pri makroekonomskim neravnotežama prvi je put provedena 2012. godine. Unatoč tome što je nekoliko država u tom trenutku premašivalo referentne vrijednosti za gotovo polovinu pokazatelja, Europska komisija je zaključila da ni u jednoj državi članici neravnoteže nisu prekomjerne. Međutim, već u MIP-u za 2013. godinu dvjema državama, Sloveniji i Španjolskoj,

utvrđene su prekomjerne neravnoteže, a odluka o postojanju prekomjernih neravnoteža u tim dvjema državama članicama vjerojatno je rezultat činjenice da je kod njih zabilježeno dodatno povećanje neravnoteža utvrđenih u prethodnom MIP-u. Nekoliko drugih država također je premašivalo referentne vrijednosti kod većeg broja pokazatelja, ali je kod njih zamijećeno blago smanjenje prethodno utvrđenih neravnoteža. U MIP-u za 2014. Europska komisija je utvrdila da su prekomjerne neravnoteže prisutne u Hrvatskoj, Sloveniji i Italiji, a od nositelja ekonomske politike u tim državama očekuje se poduzimanje odgovarajućih mjera za ublažavanje tih neravnoteža.

Ovogodišnji ciklus Europskog semestra završit će u lipnju 2014., kada će Europska komisija predložiti, a Vijeće EU-a donijeti preporuke namijenjene svakoj državi članici zasebno (engl. *Country Specific Recommendations*). Preporuke za Hrvatsku odnosit će se na utvrđena problematična područja, odnosno na one mjere ekonomske politike kojima se može utjecati na smanjenje prekomjernih neravnoteža. Osim toga, preporuke za Hrvatsku imat će još jedan važan element, a to je konačna ocjena o tome poduzimaju li hrvatske vlasti dovoljno odlučnih mjera za ispravljanje neravnoteža i, slijedom toga, pokreće li Vijeće EU-a za Hrvatsku korektivni dio MIP-a.

Važnost MIP-a to je veća za države izvan eurozone jer ishod ove procedure može imati učinke na njihovu perspektivu pristupanja ERM-u II, što je jedan od preduvjeta za uvođenje eura. Naime, država članica kojoj su pronađene prekomjerne neravnoteže te je odlučeno da bude podvrgnuta EIP-u, odnosno korektivnom dijelu MIP-a, neće moći pristupiti tečajnom mehanizmu jer postojanje prekomjernih makroekonomskih neravnoteža upućuje na to da država nije postigla dostatan stupanj održive konvergencije.

Za detaljniju analizu potencijalnih neravnoteža u Hrvatskoj izdvojeno je nekoliko pokazatelja za čije je referentne vrijednosti izvjesno da će u sljedećem razdoblju biti prekoračene. U MIP-u za 2014. Hrvatska ne zadovoljava tri pokazatelja – stanje međunarodnih ulaganja, kretanje udjela u svjetskom izvozu i stopu nezaposlenosti, dok će kod pokazatelja duga opće države referentna vrijednost biti premašena već u sljedećem krugu procedure. Slaba ostvarenja Hrvatske prema navedena četiri pokazatelja ponajprije su strukturno uvjetovana, pa se ne može očekivati njihovo brzo svodenje u dopuštene okvire. Primjerice, kod pokazatelja stanja međunarodnih ulaganja Hrvatska gotovo trostruko premašuje utvrđenu referentnu vrijednost, što je rezultat snažnog priljeva inozemnoga kapitala u proteklom desetljeću. Nepovoljna dinamika udjela u svjetskom izvozu pokazatelj je po kojemu se Hrvatska u negativnom smislu razlikuje od usporedivih država članica, koje u pravilu imaju znatan rast tržišnog udjela. Među činiteljima koji su pridonijeli slabim izvoznim rezultatima vrijedi istaknuti nepovoljnu strukturu kapitalnih priljeva, među kojima su proizvodna izravna ulaganja (FDI) bila zanemariva, ali i usmjerenost hrvatskog izvoza na spororastuća tržišta u okružju. Povećanje stope nezaposlenosti djelomično je ciklička pojava jer se događa u uvjetima slabe domaće i inozemne potražnje, ali djelomično odražava i strukturnu korekciju zaposlenosti u sektorima u kojima je postojao višak kapaciteta. Snažno povećanje duga opće države tijekom recesije također se jednim dijelom može povezati s cikličkim uvjetima jer je rezultat snažnoga cikličkog pogoršanja fiskalne bilance. Međutim, mnogo značajnija ustrajnost recesije u Hrvatskoj u odnosu na usporedive

države članice ima korijene u strukturnim manjkavostima hrvatskoga gospodarstva.

S obzirom na ograničen manevarski prostor monetarne i fiskalne politike kao poluge gospodarskog oporavka, nositelji ekonomske politike ispravno vide rješenje u privlačenju inozemnih ulaganja koja bi trebala potaknuti investicijski ciklus privatnog sektora i gospodarski rast. Činjenica da je Hrvatska postala punopravnom članicom EU-a svakako povećava atraktivnost Hrvatske kao države odredišta za inozemna ulaganja. Pritom treba voditi računa i o poboljšanju uvjeta za rad i razvoj domaćih poduzeća, pa su u tom smislu mjere koje Vlada poduzima s ciljem smanjenja nelikvidnosti i poboljšanja poslovne klime u gospodarstvu koraci u pravom smjeru.

Za Hrvatsku kao buduću članicu eurozone procedura pri makroekonomskim neravnotežama postaje iznimno važna poveže li se s postupkom ocjenjivanja postignutog stupnja konvergencije. Naime, kriteriji nominalne konvergencije za uvođenje zajedničke valute nisu se mijenjali, ali zajedno s njima praćenje makroekonomskih neravnoteža može dati cjelovitu sliku o stanju i mogućim ranjivostima konkretnoga gospodarstva. Pokazatelji makroekonomskih neravnoteža mogli bi se upotrijebiti već u pregovorima o sudjelovanju nacionalne valute u tečajnom mehanizmu (ERM II) te bi se moglo dogoditi da institucije Europske unije pošalju poruku članici koja aplicira za sudjelovanje u ERM-u II da odgodi svoj zahtjev za sudjelovanje dok ne ispravi uočene neravnoteže. Takav bi razvoj mogao bitno utjecati na ukupnu dinamiku uvođenja eura u državama članicama izvan eurozone.

Literatura

- Argyrou, M. i Chortareas, G. (2008.): *Current Account Imbalances and Real Exchange Rates in the Euro Area*, Review of International Economics, Volume 16, Issue 4, str. 747. – 764.
- Blanchard, O. i Giavazzi, F. (2002.): *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle*, Brookings Papers on Economic Activity, 2:2002, str. 147. – 186., The Brookings Institution, Washington, DC
- Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I. i Lang, M. (2010.): *Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj*, Istraživanja I-25, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Caballero, R. J. i Lorenzoni, G. (2007.): *Persistent Appreciations and Overshooting: A Normative Analysis*, NBER Working Paper 13077, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- De Grauwe, P. (2011.): *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document br. 346, svibanj, Centre for European Policy Studies, Brussels
- Deutsche Bank (2011.): *Macroeconomic Coordination – What can a scoreboard approach achieve?*, EU Monitor 78, siječanj, Frankfurt
- di Mauro, F., Forster, K. i Lima, A. (2010.): *The Global Downturn and Its Impact on Euro Area Exports and Competitiveness*, Occasional Paper Series br. 119, Europska središnja banka, Frankfurt
- Europska središnja banka (2005.): *Competitiveness and the Export Performance of the Euro Area*, Occasional Paper Series, No. 30, lipanj, Europska središnja banka, Frankfurt
- Europska središnja banka (2010.): *Reinforcing Economic Governance in the Euro Area*, ECB's Governing Council Note, lipanj, Europska središnja banka, Frankfurt
- Europska komisija (2010.a): *Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance*, Communication from the European Commission, lipanj, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2010.b): *European Economic Forecast – Spring 2010*, svibanj, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2011.): *Public Finances in EMU*, ožujak, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2012.a): *Alert Mechanism Report 2013*, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2012.b): *Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances*, Occasional Papers 92, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2013.a): *Alert Mechanism Report 2014*, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2013.b): *Macroeconomic Imbalances*, Occasional Papers 132 – 144, izvješća o dubinskoj analizi za 13 država članica, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2014.a): *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the Eurogroup: Results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2014 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, Europska komisija, Brussels
- Europska komisija (2014.b): *European Economy – Macroeconomic Imbalances Croatia 2014*, Occasional Papers 179, ožujak, Europska komisija, Brussels
- Galac, T. (2011.): *Središnja banka kao krizni menadžer u Hrvatskoj – analiza hipotetičnih scenarija*, Istraživanja I-34, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Gros, D. i C. Alcidi (2010.): *Fiscal Policy Coordination and Competitiveness Surveillance: What solutions to what problems?* CEPS Policy Brief br. 213, rujanj, Centre for European Policy Studies, Brussels
- Gros, D. (2012.): *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis*, CEPS

Policy Brief, br. 266, travanj, Centre for European Policy Studies, Brussels

Holinski N., Kool C. i Muysken, J. (2012.): *Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 1. – 20.

Jaumotte, F. i Sodsriwiboon (2010.): *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Paper 139, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Hrvatska narodna banka (2005.): *Godišnje izvješće 2004.*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, str. 98.

Hrvatska narodna banka (2006.): *Godišnje izvješće 2005.*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, str. 96. – 97.

Hrvatska narodna banka (2010.): *Godišnje izvješće 2009.*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, str. 53.

Trichet, J. C. (2011.): *Competitiveness and the smooth functioning of EMU*, govor, dostupno na [<http://www.ecb.eu/press/key/date/2011/html/sp110223.en.html>]

Dodatak Pokazatelji makroekonomskih neravnoteža

1. Saldo tekućeg računa platne bilance jedan je od ključnih pokazatelja inozemne pozicije gospodarstva. Prisutnost neravnoteža na tekućem računu može značiti povećanu ranjivost gospodarstva na vanjske šokove, a može upućivati i na postojanje drugih makroekonomskih neravnoteža. Neravnoteže na tekućem računu Europska komisija neće vrednovati simetrično. Veća važnost pridavat će se manjkovima koji su često povezani s nizom drugih makroekonomskih neravnoteža i rizika. Rizici koji proizlaze iz viška na tekućem računu nisu zanemarivi, ali su ipak znatno blaži od rizika povezanih s manjkovima. Pri vrednovanju ostvarenja država članica prema ovom pokazatelju uzimat će se u obzir sve specifičnosti nacionalnih gospodarstava, poput specifičnosti procesa konvergencije dohotka. Naime, manjkovi na tekućem računu nisu nužno razlog za zabrinutost ako su povezani s intenzivnim ulaganjem u proizvodne kapacitete u tijeku procesa realne konvergencije. Takva ulaganja pridonose rastu proizvodnosti i dohotka, čime se povećava sposobnost gospodarstva da podmiruje preuzete inozemne obveze u budućnosti. S druge strane, manjkovi na tekućem računu razlog su za zabrinutost ako su povezani s ubrzanom akumulacijom inozemnog duga i drugim naznakama makroekonomskih neravnoteža, poput snažnog rasta kredita privatnom sektoru ili prekomjernim rastom cijena nekretnina. Saldo tekućeg računa važan je pokazatelj i iz razloga što je izravno povezan s promjenama u stanju međunarodnih ulaganja.

Pri odabiru pokazatelja za saldo tekućeg računa (TR) odlučeno je da se umjesto godišnjeg omjera salda tekućeg računa i bruto domaćeg proizvoda koristi trogodišnji prosjek tog omjera, kako bi se ublažili učinci mogućih naglih godišnjih kolebanja u saldu tekućeg računa. Granice referentnog raspona utvrđene su na -4% BDP-a i $+6\%$ BDP-a.

$$\frac{\left(\frac{TR}{BDP}\right)_t + \left(\frac{TR}{BDP}\right)_{t-1} + \left(\frac{TR}{BDP}\right)_{t-2}}{3} \cdot 100 \quad (1)$$

2. Stanje međunarodnih ulaganja zajedno s pokazateljem salda tekućeg računa omogućuje analizu stanja i dinamike inozemne pozicije određenoga gospodarstva. Osim o ukupnoj razini neto inozemne imovine ili obveza, ranjivost vanjske pozicije države ovisi i o strukturi bruto inozemne imovine i obveza. Radi potpunije

ekonomske interpretacije inozemne pozicije, kao dodatni pokazatelj rabit će se neto inozemni dug koji pokazuje koliko iznose inozemne obveze koje podrazumijevaju troškove otplate glavnice i kamata. Većinu novih država članica EU-a obilježava visoko negativno stanje međunarodnih ulaganja, ali i relativno nizak inozemni dug zbog visokog udjela izravnih inozemnih ulaganja u ukupnim inozemnim obvezama.

Kao relevantni pokazatelj ovdje će se rabiti jednostavni omjer stanja međunarodnih ulaganja i bruto domaćeg proizvoda (BDP) u razdoblju t . Referentna vrijednost iznosi -35% BDP-a, što znači da države čije neto inozemne obveze premašuju 35% BDP-a ne zadovoljavaju ovaj pokazatelj.

$$\frac{\text{stanje međunarodnih ulaganja}_t}{BDP_t} \cdot 100 \quad (2)$$

3. Realni efektivni tečaj upućuje na kretanje relativne cjenovne konkurentnosti gospodarstva u odnosu na glavne trgovinske partnere. Kako se ovaj pokazatelj zasniva na cijenama i tečaju, a zanemaruje ostale činitelje koji utječu na konkurentnost gospodarstva, potrebno ga je upotpuniti drugim pokazateljima, primjerice kretanjem udjela izvoza robe i usluga u ukupnom svjetskom izvozu. Europska komisija je odlučila realni efektivni tečaj deflacionirati indeksom potrošačkih cijena uz objašnjenje da se tako dobiva sveobuhvatna slika cjenovne konkurentnosti domaćih proizvođača. Nominalni jedinični trošak rada, koji se također često rabi u svrhu deflacioniranja realnoga efektivnog tečaja, u proceduri pri makroekonomskim neravnotežama upotrijebljen je kao samostalan pokazatelj.

Metodološki je ovaj pokazatelj definiran kao trogodišnja promjena realnoga efektivnog tečaja deflacioniranog harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (IRET_IPC). Utvrđeni referentni raspon širi je za države izvan eurozone ($\pm 11\%$) nego za države eurozone ($\pm 5\%$), s obrazloženjem da države izvan monetarne unije prirodno imaju veću varijabilnost nominalnog tečaja. Osim toga, države članice izvan eurozone većinom su relativno slabije razvijena gospodarstva kojima još predstoji razdoblje konvergencije dohotka, a time i snažnije aprecijacije realnoga efektivnog tečaja.

$$\frac{(IRET_IPC)_t - (IRET_IPC)_{t-3}}{(IRET_IPC)_{t-3}} \cdot 100 \quad (3)$$

4. Udio u svjetskom izvozu robe i usluga obuhvaća i one aspekte konkurentnosti koji nisu pokriveni

Ovaj dodatak izrađen je na temelju članka Europske komisije (2012.b) u kojemu se detaljno pojašnjava odabir pokazatelja i pripadajućih referentnih vrijednosti za proceduru pri makroekonomskim neravnotežama.

pokazateljima poput realnoga efektivnog tečaja ili jediničnog troška rada. Naime, promjena udjela u svjetskom izvozu ne mora biti rezultat promjene cjenovne ili troškovne konkurentnosti, nego može biti odraz strukturnih i kvalitativnih promjena u strukturi izvoza, geografske specijalizacije izvoza ili kretanja relativne produktivnosti, koja je u dugom roku ključni činitelj izvoza.

Kao pokazatelj za praćenje dinamike udjela u svjetskom izvozu uzima se petogodišnja realna promjena udjela pojedine države u ukupnom svjetskom izvozu. Korištenjem duljeg referentnog razdoblja nastoje se obuhvatiti dugotrajnije promjene u relativnoj konkurentnosti gospodarstva. Referentna vrijednost iznosi –6%, što znači da država kojoj je gubitak udjela u svjetskom izvozu u proteklih pet godina bio veći od 6% neće zadovoljiti ovaj pokazatelj.

$$\frac{\left(\frac{\text{izvoz}}{\text{svjetski izvoz}}\right)_t - \left(\frac{\text{izvoz}}{\text{svjetski izvoz}}\right)_{t-5}}{\left(\frac{\text{izvoz}}{\text{svjetski izvoz}}\right)_{t-5}} \cdot 100 \quad (4)$$

5. Nominalni jedinični trošak rada pokazatelj je troškovne konkurentnosti gospodarstva jer upućuje na eventualnu neusklađenost između rasta nominalnih plaća i rasta proizvodnosti radne snage.

Pokazatelj za kretanje jediničnih troškova rada definiran je kao trogodišnja promjena nominalnoga jediničnog troška rada (JTR). Kao i kod pokazatelja realnoga efektivnog tečaja, ovdje je također utvrđen širi referentni raspon za države članice izvan eurozone ($\pm 12\%$, u odnosu na $\pm 9\%$ za države eurozone), uz obrazloženje da se tim državama može tolerirati brži rast jediničnog troška rada zbog specifičnosti procesa realne konvergencije.

$$\frac{(JTR)_t - (JTR)_{t-3}}{(JTR)_{t-3}} \cdot 100 \quad (5)$$

6. Kretanje cijena nekretnina uvršteno je među pokazatelje MIP-a jer se prekomjerne ekspanzije i korekcije cijena nekretnina snažno odražavaju na realno gospodarstvo te mogu upućivati na postojanje drugih makroekonomskih neravnoteža. Nekoliko je kanala putem kojih ciklusi rasta i pada cijena nekretnina mogu utjecati na gospodarstvo. Rast cijena nekretnina, primjerice, povećava bogatstvo kućanstava i potiče njihovu potrošnju, što uzrokuje priljev proizvodnih resursa u djelatnosti koje se zasnivaju na domaćoj potražnji. Osim toga, kretanje cijena imovine povezano je i s kretanjem monetarnih i kreditnih agregata: više cijene imovine reduciraju utjecaj asimetričnih informacija između zajmotražitelja i kreditora jer vrijednost kolaterala raste pa

dolazi do popuštanja kreditnih standarda. Kada započne pad cijena nekretnina, smanjuje se vrijednost kolaterala, što dovodi do pogoršanja kvalitete aktive banaka i usporavanja kreditne aktivnosti bankovnog sustava. Profitabilnost građevinarstva i drugih djelatnosti koje se zasnivaju na domaćem kreditnom ciklusu smanjuje se, što pridonosi usporavanju ukupne gospodarske aktivnosti i rastu nezaposlenosti.

Odabrani pokazatelj za kretanje cijena nekretnina jest godišnja promjena deflaciranog indeksa cijena stambenih nekretnina. Indeks cijena stambenih nekretnina eksperimentalni je indeks cijena nekretnina (ICN) koji je dostupan na Eurostatu, a za deflaciranje se radi deflator osobne potrošnje, također s Eurostata²⁸. Referentna vrijednost iznosi 6%.

$$\frac{\left(\frac{ICN}{\text{deflator os_potr}}\right)_t - \left(\frac{ICN}{\text{deflator os_potr}}\right)_{t-1}}{\left(\frac{ICN}{\text{deflator os_potr}}\right)_{t-1}} \cdot 100 \quad (6)$$

7. Dug privatnog sektora definiran je kao omjer obveza stanovništva i nefinancijskih poduzeća po preuzetim kreditima i izdanim vrijednosnicama i BDP-a, a računa se pomoću nekonsolidiranih podataka iz godišnjih financijskih računa. Ovaj pokazatelj može poslužiti kao mjera ranjivosti privatnog sektora na promjene u poslovnom ciklusu, stopi inflacije i kamatnoj stopi. U uvjetima visoke razine privatnog duga prisutan je i rizik da će privatni sektor u razdoblju recesije započeti proces razduživanja, što može usporiti gospodarski oporavak. Budući da financijska razvijenost pridonosi rastu zaduženosti privatnog sektora, stare države članice uglavnom bilježe značajniju zaduženost kućanstava i nefinancijskih poduzeća u odnosu na nove države članice, koje su u pravilu slabije financijski razvijene.

Europska komisija je odabrala ovaj pokazatelj zaduženosti jer osim obveza po bankovnim kreditima obuhvaća i obveze na osnovi drugih oblika financiranja, kao što su financiranje unutar grupe povezanih poduzeća, inozemno zaduživanje ili emisija vrijednosnica. Dug privatnog sektora (DPS) definiran je kao ukupan iznos obveza privatnog sektora po primljenim kreditima i izdanim vrijednosnicama osim dionica, a iskazuje se u terminima bruto domaćeg proizvoda. Referentna vrijednost za ovaj pokazatelj iznosi 160% BDP-a.

$$\left(\frac{DPS_t}{BDP_t}\right) \cdot 100 \quad (7)$$

28 Budući da za Hrvatsku nije dostupan eksperimentalni indeks cijena nekretnina, u ovom je radu korišten hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina koji izrađuje HNB.

8. Rast kredita privatnom sektoru mjeri godišnju promjenu prethodno definiranog pokazatelja duga privatnog sektora. Rast kredita privatnom sektoru važan je pokazatelj jer kreditna ekspanzija povećava ranjivost u bankovnom sustavu, a može biti povezan i s nizom drugih nepoželjnih pojava poput akumulacije vanjskih neravnoteža i prekomjernog rasta cijena imovine.

S obzirom na velike razlike u inicijalnoj razini duga privatnog sektora među državama članicama, omjerom promjene privatne zaduženosti i BDP-a stječe se precizniji dojam o intenzitetu zaduživanja privatnog sektora nego korištenjem stope rasta privatnog duga. Naime, stopa rasta privatnog duga od 10% godišnje bila bi mnogo rizičnija za Švedsku, u kojoj je dug privatnog sektora viši od 230% BDP-a, nego za Češku, u kojoj dug iznosi manje od 80% BDP-a. Tek kada se dinamika zaduživanja stavi u omjer s BDP-om, pokazatelji za različite države postaju usporedivima. Referentna vrijednost iznosi 14% BDP-a.

$$\frac{\text{Promjena kredita privatnom sektoru}_t}{BDP_t} \cdot 100 \quad (8)$$

9. Dug opće države uključen je u pokazatelje kako bi se stekao dojam o ukupnoj zaduženosti svih sektora gospodarstva, zajedno s pokazateljem duga privatnog sektora. Dakle, motivacija za uključivanje ovog pokazatelja nije bila ta da se ocjenjuje stanje u javnim financijama, s obzirom na to da je to područje pokriveno Paktom o stabilnosti i rastu.

Referentna vrijednost za ovaj pokazatelj jednaka je referentnoj vrijednosti za kriterij javnog duga kod kriterija nominalne konvergencije, dakle 60% BDP-a.

$$\left(\frac{\text{Dug opće države}_t}{BDP_t} \right) \cdot 100 \quad (9)$$

10. Stopa nezaposlenosti uključena je među pokazatelje jer visoka nezaposlenost može upućivati na nepovoljnu alokaciju resursa u gospodarstvu i nedovoljnu sposobnost prilagodbe gospodarstva. Umjesto godišnjih vrijednosti, kod ovog pokazatelja uzimaju se trogodišnji prosjeci stope nezaposlenosti kako bi se stavio naglasak na srednjoročnu sposobnost prilagodbe tržišta rada. Referentna vrijednost iznosi 10%.

$$\frac{\text{st. nezap}_t + \text{st. nezap}_{t-1} + \text{st. nezap}_{t-2}}{3} \quad (10)$$

11. Rast ukupnih obveza financijskog sektora opća je mjera povećanja izloženosti financijskog sektora potencijalnim rizicima. Ovako jednostavno definiran pokazatelj rizika u financijskom sektoru pruža dobru osnovu za usporedbe među državama članicama jer izbjegava poteškoće s klasifikacijom instrumenata, a prednost je i to što ne diskriminira kada je riječ o pitanju modela financiranja koji se mogu znatno razlikovati među državama članicama.

Pokazatelj je definiran kao godišnja stopa rasta ukupnih obveza financijskog sektora. Financijski sektor ovdje uključuje središnju banku, poslovne banke, društva za osiguranje, mirovinske fondove i ostale financijske posrednike. Referentna vrijednost iznosi 16,5%.

$$\left(\frac{(\text{obveze fin. sektora})_t - (\text{obveze fin. sektora})_{t-1}}{(\text{obveze fin. sektora})_{t-1}} \right) \cdot 100 \quad (11)$$

Do sada objavljeni Pregledi:

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-ih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-12	Lipanj 2002.	Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)	Warren Coats i Marko Škreb
P-13	Rujan 2002.	Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WWWW-u	Evan Kraft i Tihomir Stučka
P-14	Veljača 2003.	Rezultati trećega HNB-ova anketiranja banaka: Hrvatski bankarski sektor u fazi konsolidacije i tržišnog pozicioniranja od 2000. godine do danas	Tomislav Galac
P-15	Kolovoz 2004.	Kako unaprijediti hrvatski sustav osiguranja štednih uloga?	Michael Faulend i Evan Kraft
P-16	Kolovoz 2004.	Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku	Alan Škudar
P-17	Rujan 2004.	Treba li Hrvatskoj razlikovanje premije osiguranja štednih uloga?	Tomislav Galac
P-18	Studeni 2004.	Analiza modela stambenog financiranja u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-19	Svibanj 2005.	Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije – Gdje je Hrvatska?	Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić i Ana Šabić
P-20	Kolovoz 2005.	Rezultati četvrtoga HNB-ova anketiranja banaka	Tomislav Galac i Lana Dukić
P-21	Listopad 2005.	Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj	Igor Ljubaj
P-22	Siječanj 2006.	Kontrola koncentracija u hrvatskome bankarskom sustavu	Tatjana Ružić
P-23	Ožujak 2006.	Analiza poslovanja stambenih štedionica: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja stambenih štedionica	Mladen Mirko Tepuš
P-24	Kolovoz 2008.	Rezultati petoga HNB-ova anketiranja banaka	Lana Ivičić, Mirna Dumičić, Ante Burić, Ivan Huljak

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama Istraživanja, Pregledi i Tehničke bilješke znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvaćanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni elektroničkom poštom ili optičkim medijima (CD, DVD), a mediju treba priložiti i ispis na papiru. Zapis treba biti u formatu Microsoft Word.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice zahvale i priznanja, poželjno je uključiti u tekst na kraju uvodnog dijela.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati broj, naslov, mjerne jedinice,

legendu, izvor podataka te bilješke. Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a, b, c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz nekih drugih programa, onda je potrebno dostaviti i te datoteke u formatu Excel (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom formatu EPS ili TIFF s opisima u Helvetic (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice treba označiti arapskim brojkama podignutima iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjima od slova kojima je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju stručni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Tehničke bilješke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdaje i druge publikacije: numizmatička izdanja, brošure, publikacije na drugim medijima (CD-ROM, DVD), knjige, monografije i radove od posebnog interesa za Banku, zbornike radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator Banka, edukativne materijale i druga slična izdanja.

ISSN 1334-0085 (online)