

Kako je Hrvatska uspjela očuvati financijsku stabilnost tijekom pandemijske krize?

Mislav Brkić, HNB

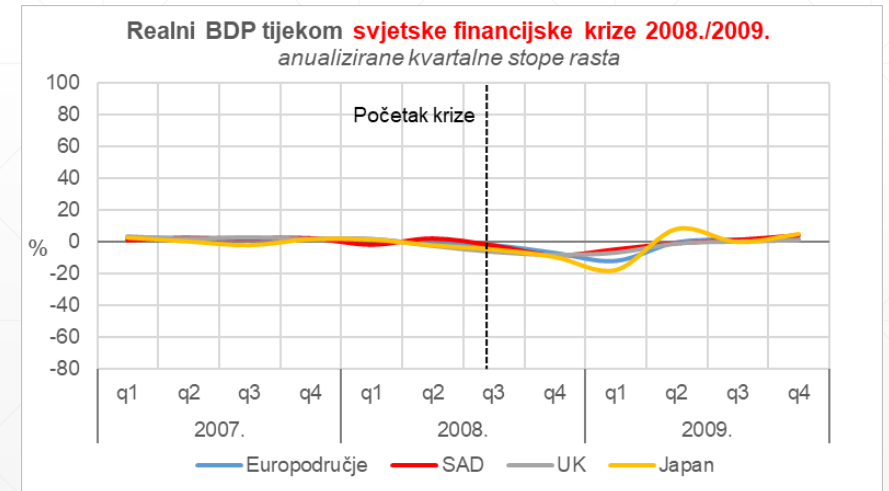
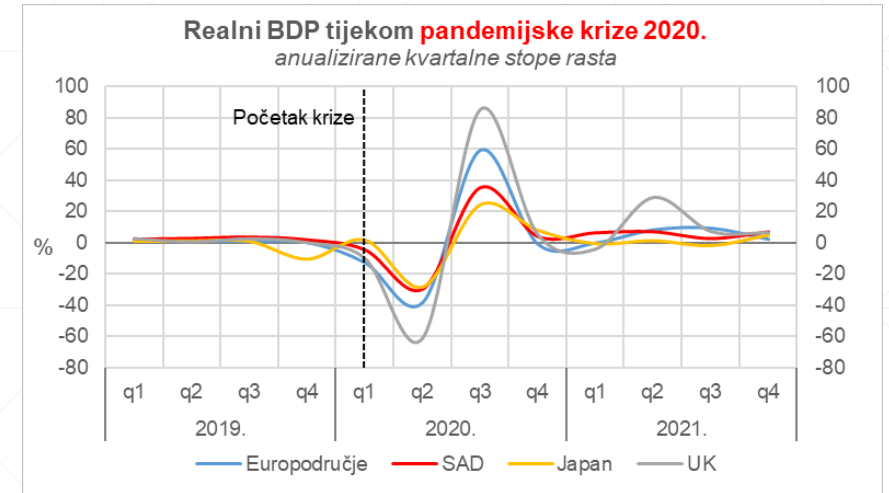
15. veljače 2023.

Pregled

- Pandemijska kriza – glavna obilježja
 - Odgovor ekonomske politike u razvijenim gospodarstvima
 - Odgovor ekonomske politike u Hrvatskoj
 - Čimbenici koji su Hrvatskoj omogućili snažan odgovor na krizu
 - Članstvo u europodručju i otpornost na buduće krize
-

Pandemijska kriza – neke činjenice

- Pandemijska kriza bila je po mnogo čemu specifična:
 - uzrokovana potpuno egzogenim šokom
 - vrlo oštra i kratkotrajna
 - visoko sinkronizirana među zemljama
 - potpuni zastoj aktivnosti u pojedinim uslužnim djelatnostima
 - snažan pad globalnog turizma (-70% u 2020.)
 - poremećaji u globalnoj trgovini
 - nisu zabilježene veće poteškoće u financijskom sektoru



Izvori: MMF, Eurostat.

Odgovor ekonomske politike u razvijenim gospodarstvima bio je snažan i sveobuhvatan

Fiskalne mjere	▪ Potpore za očuvanje radnih mjesta ▪ Transferi ranjivim skupinama ▪ Odgode/oslobođenja od plaćanja poreza i doprinosa ▪ Krediti državnih banaka/razvojnih agencija ▪ Državna jamstva za kredite ▪ Zajednički fond za oporavak i otpornost (EU)
Monetarne mjere	▪ Smanjenje ključnih kamatnih stopa ▪ Povećanje obujma operacija refinanciranja ▪ Programi otkupa državnih vrijednosnica ▪ Programi otkupa privatnih vrijednosnica/kredita ▪ <i>Swap</i> aranžmani između središnjih banaka
Prudencijalne mjere	▪ Relaksacija pravila o klasifikaciji plasmana ▪ Otpuštanje zaštitnih slojeva kapitala ▪ Ograničenja isplata dividendi

Poduzete mjere bile su pravodobne i vrlo učinkovite ...

Fiskalne mjere



Fiskalni poticaji spriječili su destrukciju zaposlenosti i omogućili poduzećima da prebrode likvidnosni šok izazvan *lockdownom*

Monetarne mjere



Snažne monetarne mjere umirile su financijska tržišta i tako omogućile državi i ostalim sektorima povoljne uvjete zaduživanja

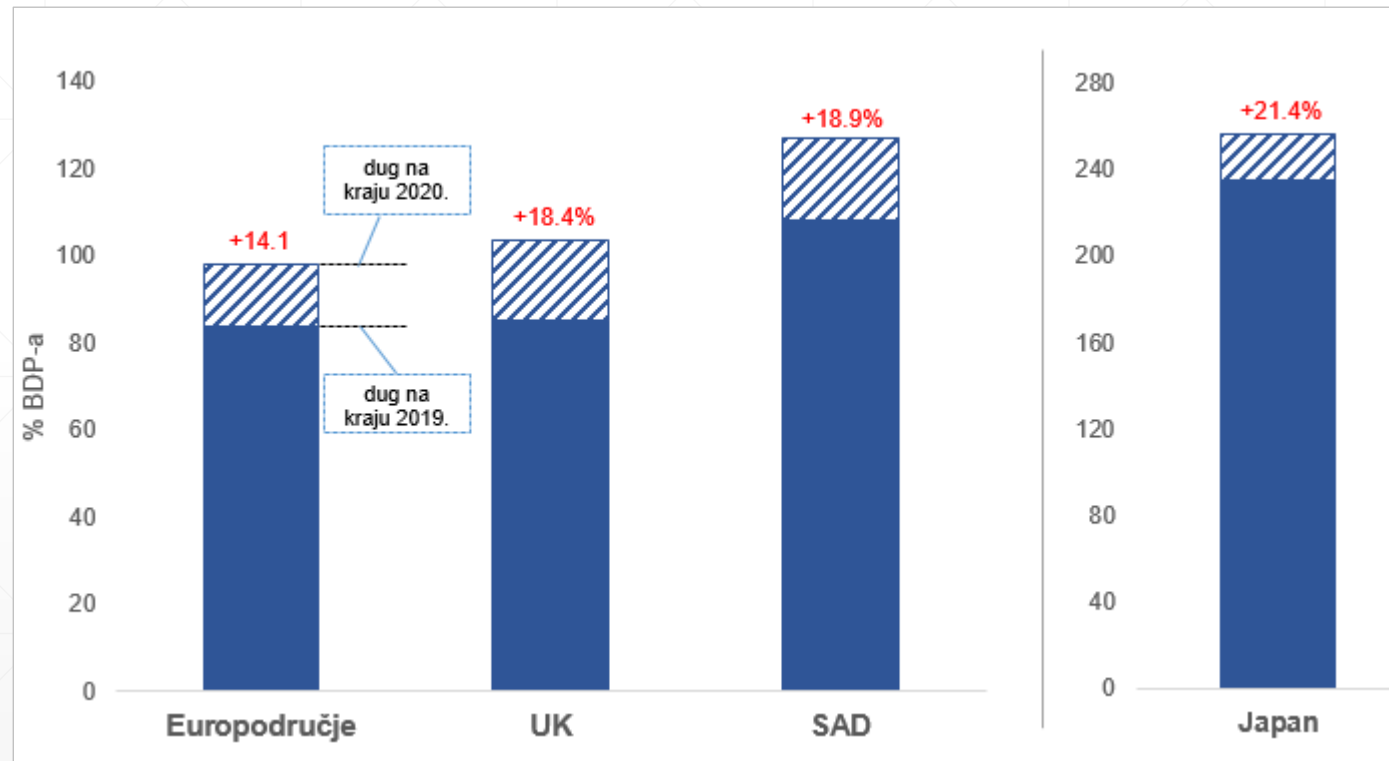
Prudencijalne mjere



Prudencijalnim mjerama smanjen je teret otplate duga za kućanstva i poduzeća, a banke su potaknute da nastave kreditirati gospodarstvo

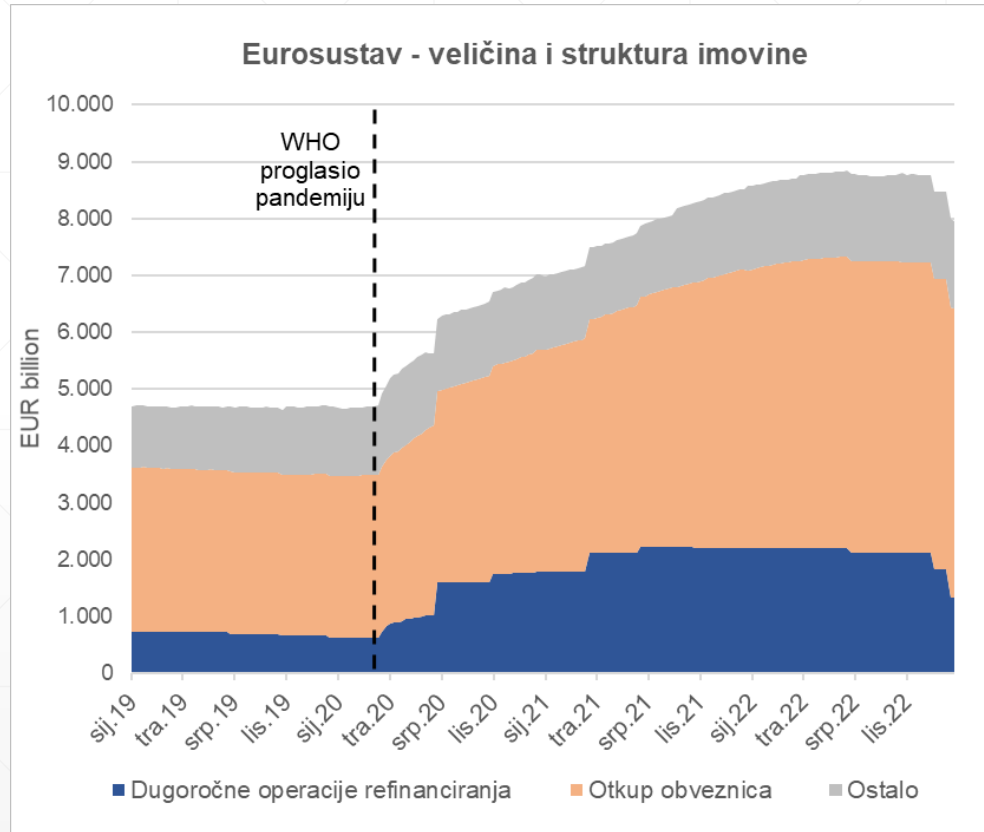
Izdašne mjere potpore gospodarstvu i pad nominalnog BDP-a doveli su do zamjetnog povećanja razine javnog duga ...

Povećanje omjera javnog duga i BDP-a u 2020.

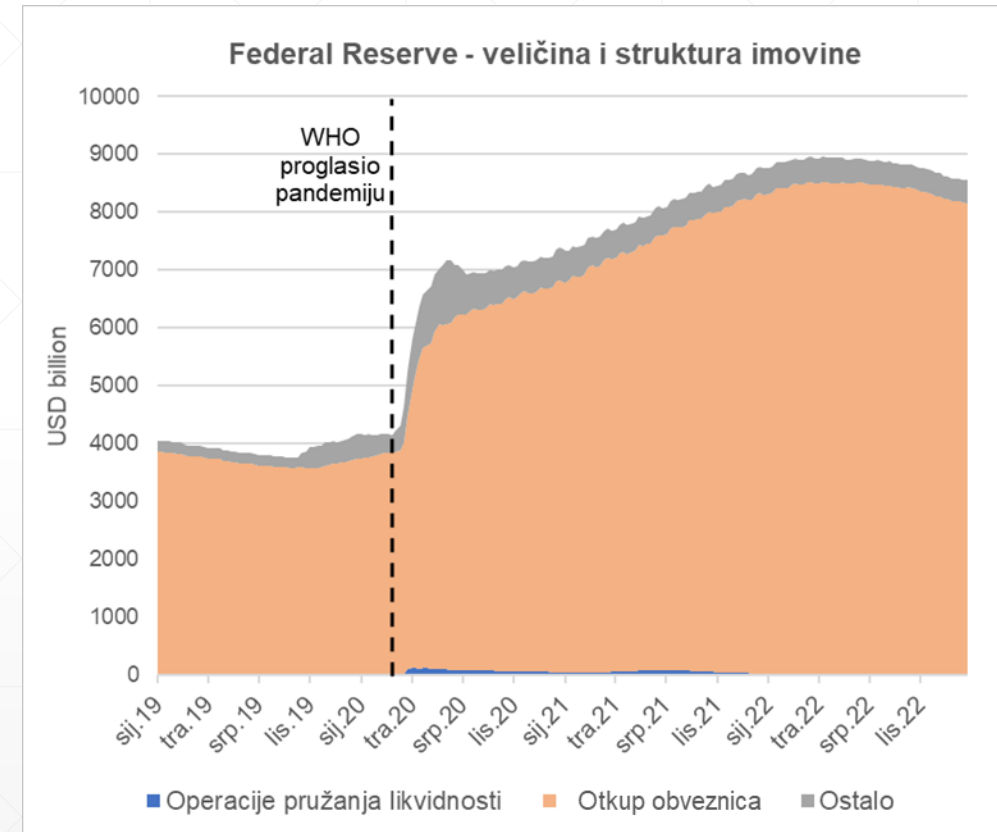


Izvori: MMF, Eurostat.

... kao i do znatnog povećanja ukupne imovine središnjih banaka



Izvor: ESB

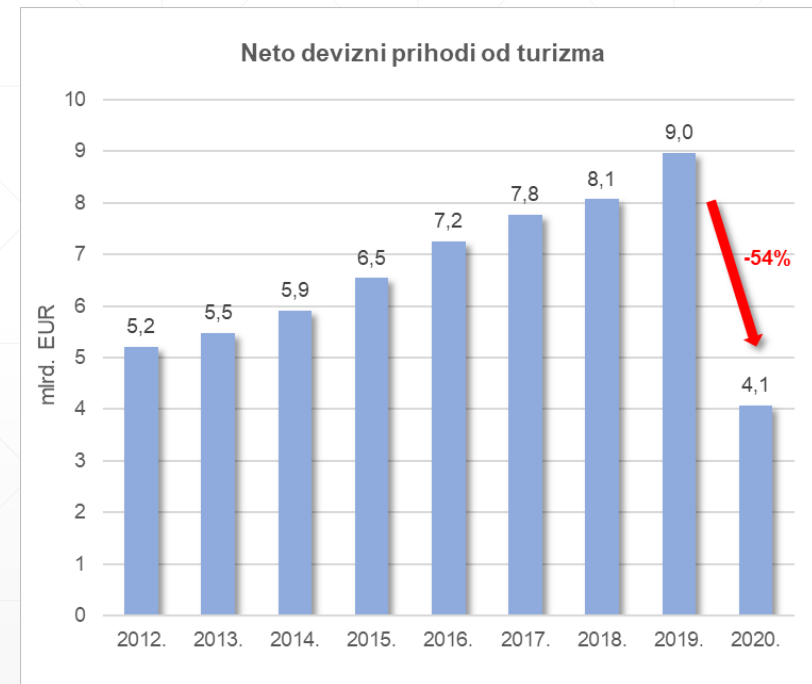


Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis

Izbijanje pandemijske krize snažno se negativno odrazilo na hrvatsko gospodarstvo ...

- Izazovi za Hrvatsku u ožujku 2020. bili su golemi:
 - brzo širenje zaraze i pritisak na zdravstveni sustav
 - velike potrebe države za financiranjem u uvjetima uspostave *lockdowna*
 - znatno pogoršanje izgleda za gospodarski rast i javne financije
 - snažan odljev sredstava iz investicijskih fondova (7,7 mlrd. HRK) ➡ rast kamatnih stopa na javni dug
 - deprecijacijski pritisci na kunu

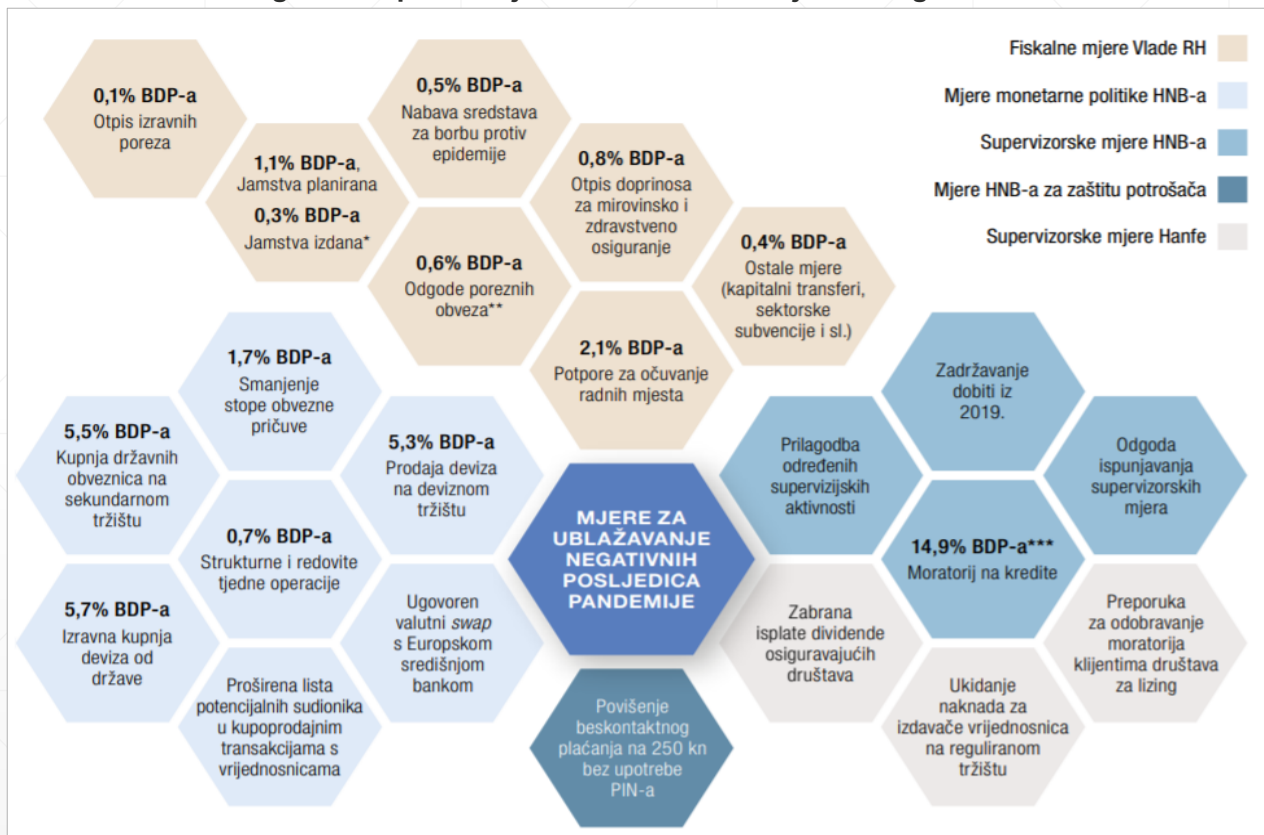
Dramatičan pad prihoda od turizma bio je najvidljiviji kanal utjecaja pandemije na hrvatsko gospodarstvo



Izvor: HNB

... što je primoralo Vladu i HNB na donošenje brojnih mjera za ublažavanje njenih učinaka

Odgovor na pandemijsku krizu u Hrvatskoj u 2020. godini



Izvor: Godišnje izvješće HNB-a 2020.

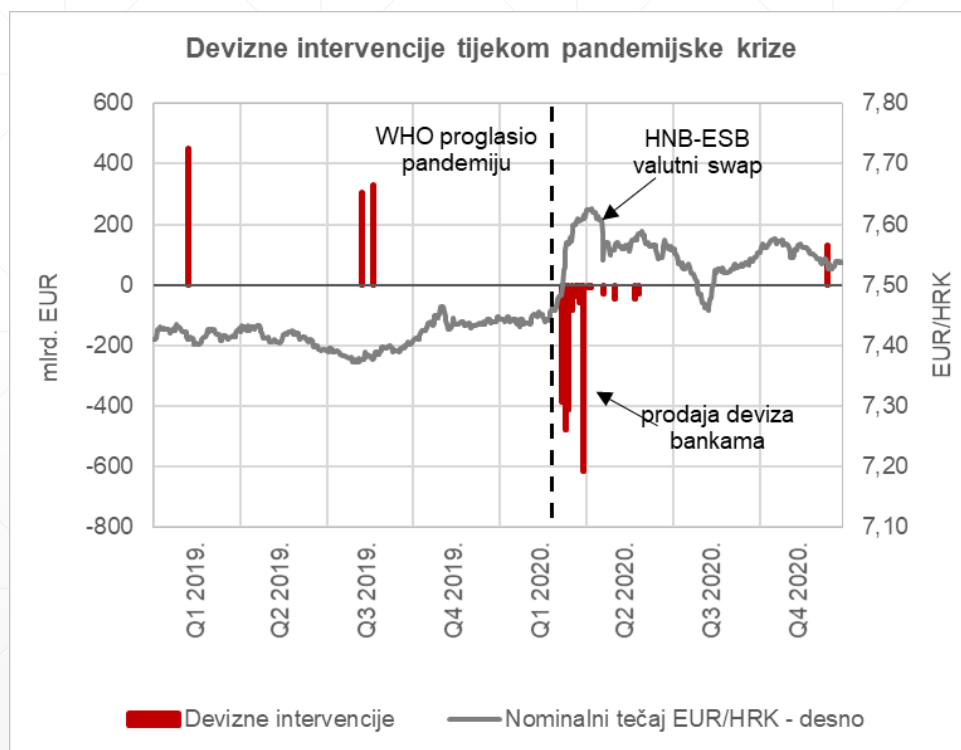
HNB je snažno reagirao na pandemijsku krizu, koristeći i neke alate koji prije nisu bili korišteni

Odgovor HNB-a na pandemijsku krizu 2020./2021.

PODRUČJE:	1.	2.	3.	4.
	DEVIZNO TRŽIŠTE	KUNSKO NOVČANO TRŽIŠTE	TRŽIŠTE DRŽAVNIH OBVEZNICA	PRUDENCIJALNE MJERE
ALATI:	devizne intervencije (2,7 mlrd. eura)	smanjenje stope obvezne pričuve s 12 na 9% (6,4 mlrd. kuna)	program otkupa državnih obveznica (20,3 mlrd. kuna)	relaksacija pravila o klasifikaciji plasmana kako bi se potaknulo odobravanje moratorija
	valutni swap s ESB-om (2 mlrd. eura)	strukturne repo operacije (4,3 mlrd. kuna)	nebankovnim financijskim institucijama dozvoljen pristup aukcijama HNB-a	zabrana isplata dividendi za banke
		redovne repo operacije		

HNB je imao delikatan zadatak jer je istodobno upravljao poremećajima na deviznom tržištu i tržištu javnog duga

U razdoblju od ožujka do lipnja 2020. HNB je bankama prodao ukupno 2,7 mlrd. eura međunarodnih pričuva te je otkupio 20,3 mlrd. kuna obveznica RH



Izvor: HNB



Izvor: HNB, Eurostat

Pokretanje programa otkupa državnih obveznica bila je riskantna, ali nužna odluka

Odluka o pokretanju otkupa obveznica bila je delikatna iz nekoliko razloga:

- HNB nikada ranije nije provodio konačne (*outright*) otkupe državnih obveznica
- Postojao je rizik da otkup obveznica u domaćoj valuti poništi napore koji su se poduzimali s ciljem stabilizacije tečaja kune
- Institucionalni ulagači (investicijski i mirovinski fondovi, osiguravajuća društva) koji drže velike portfelje obveznica do tada nisu imali pristup aukcijama HNB-a

Ipak, procijenjeno je da su argumenti u korist otkupa obveznica ipak snažniji:

- Likvidnost tržišta obveznica naglo se smanjila zbog poremećaja u sektoru investicijskih fondova
 - Normalizacija uvjeta na tržištu državnih obveznica bila je potrebna kako bi država mogla nesmetano financirati visoke troškove pandemijske krize
 - Činjenica da su ESB i druge središnje banke također otkupljivale obveznice smanjila je vjerojatnost negativne reakcije tržišta i rejting agencija
-

Vlada je izdašnim fiskalnim poticajima značajno ublažila (kratkoročne i dugoročne) ekonomske učinke pandemije

- Tijekom **svjetske financijske krize 2008./2009.** fiskalna politika u Hrvatskoj bila je prociklična:
 - nije bilo diskrecijskih mjera potpore gospodarstvu
 - štoviše, uveden je poseban krizni porez na plaće i druge primitke te je povećana stopa PDV-a što je dodatno smanjilo raspoložive dohotke

2008./2009.

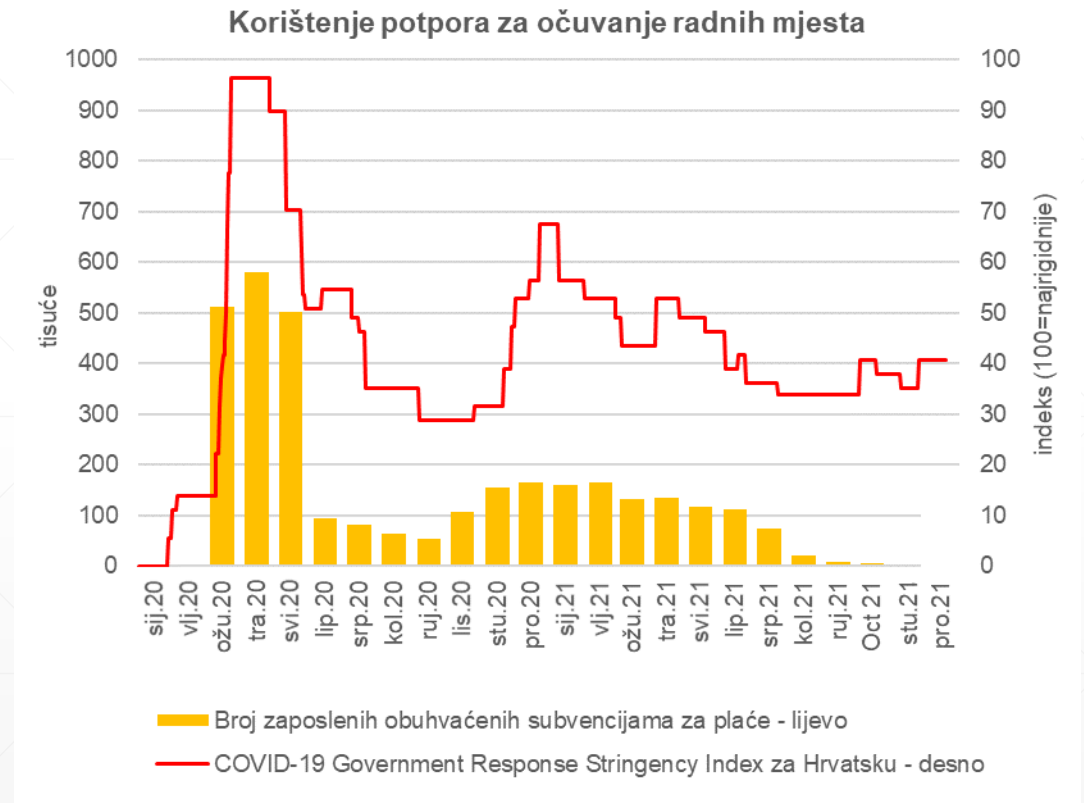
- Suprotno tome, tijekom **pandemijske krize 2020./2021.** fiskalna politika djelovala je izrazito protuciklički:
 - izdašnim potporama omogućeno je brojnim poduzećima da opstanu i zadrže zaposlenike unatoč dramatičnom padu prihoda
 - time je ublažen intenzitet recesije te su stvoreni preduvjeti za brz oporavak nakon završetka *lockdowna*

2020./2021.

Subvencioniranje plaća i porezna oslobođenja bili su ključni elementi Vladinih fiskalnih poticaja

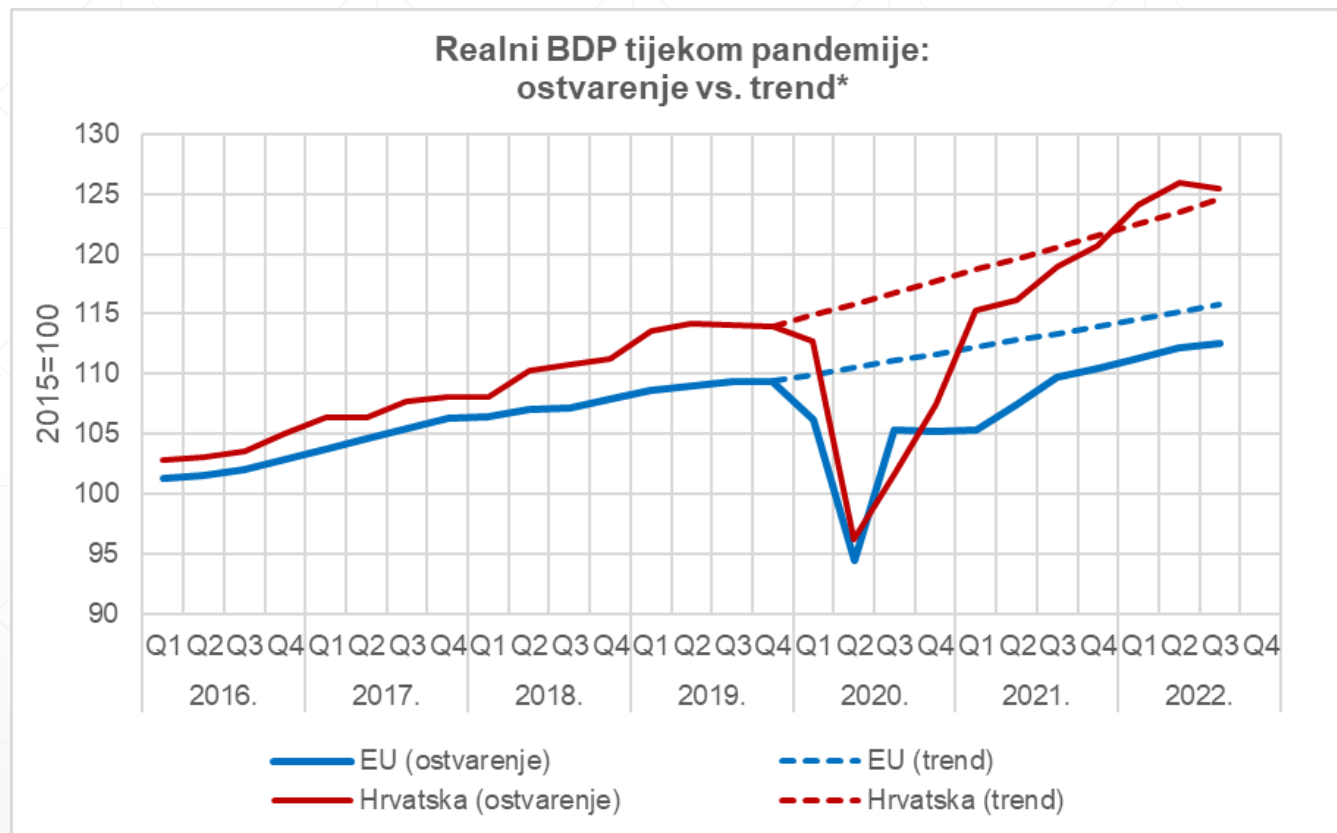
Među brojnim mjerama iz domene fiskalne politike najznačajniji učinak su imali:

- **potpore za očuvanje radnih mjesta**
 - na vrhuncu krize u travnju 2020. potporama je bilo obuhvaćeno više od 500 tisuća zaposlenih (fiskalni trošak 12,8 mlrd. kuna ili 3,1% BDP-a)
- **oslobođenje od plaćanja poreza i doprinosa**
 - ovu mogućnost iskoristilo je čak 130.000 poduzeća (fiskalni trošak 5,1 mlrd. kuna ili 1,1% BDP-a)
 - Hrvatska je prednjačila među članicama EU-a po iznosu odobrenih poreznih oslobođenja



Izvori: HZZ; Hale et al. (2020.)

Snažan odgovor fiskalne politike generirao je visoke troškove, ali je i zaslužan za dinamičan oporavak gospodarstva

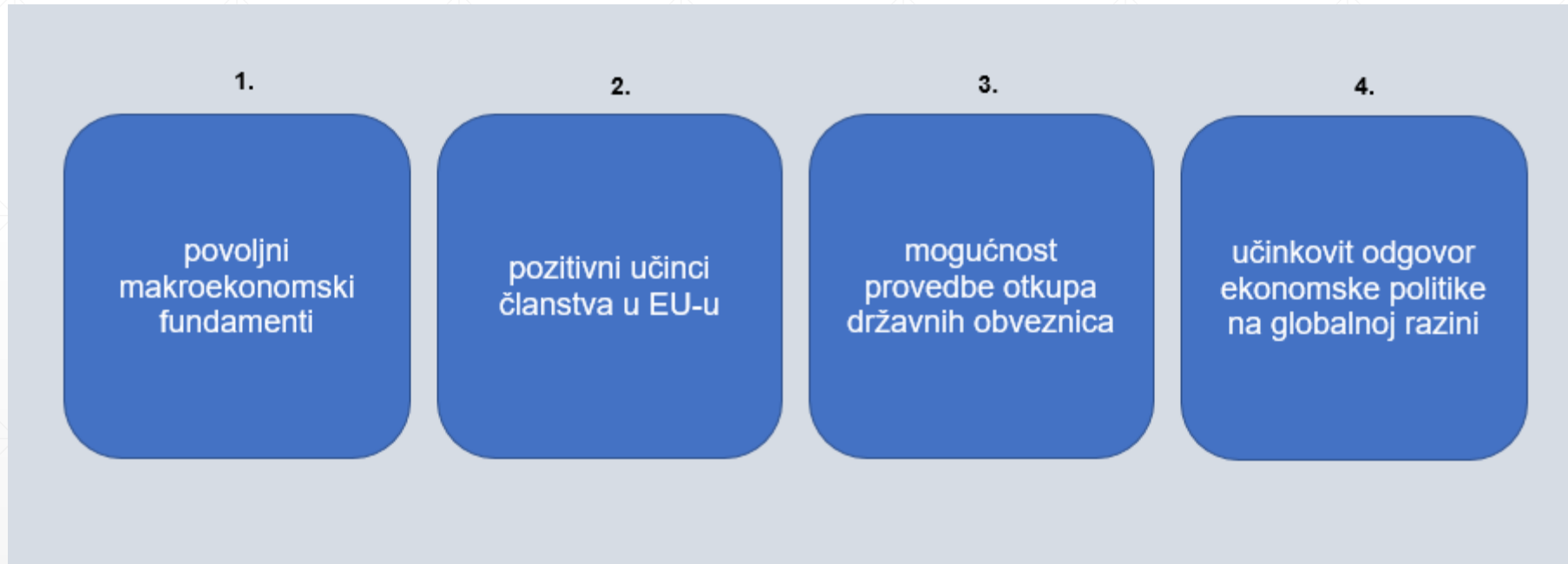


Napomena: * linija trenda je napravljena ekstrapolacijom serije korištenjem prosječne kvartalne stope rasta ostvarene u razdoblju 2016.-2019.

Izvor: Eurostat; izračun autora.

Kako su Vlada i HNB uspjeli pružiti tako snažnu potporu gospodarstvu?

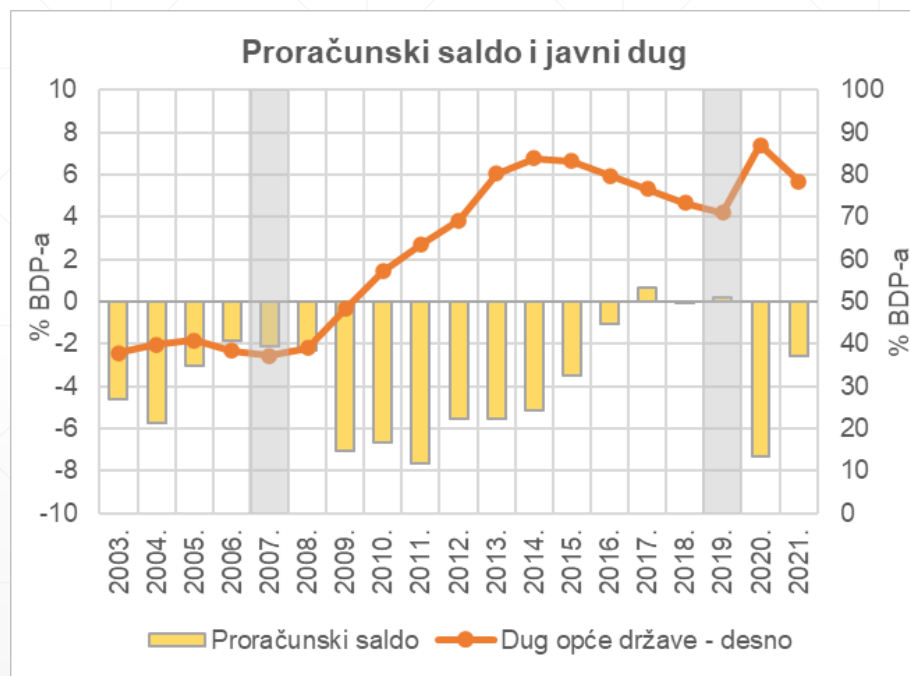
- Kapacitet nositelja ekonomske politike za pružanje financijske potpore bio je velik zahvaljujući nizu unutarnjih i vanjskih čimbenika:



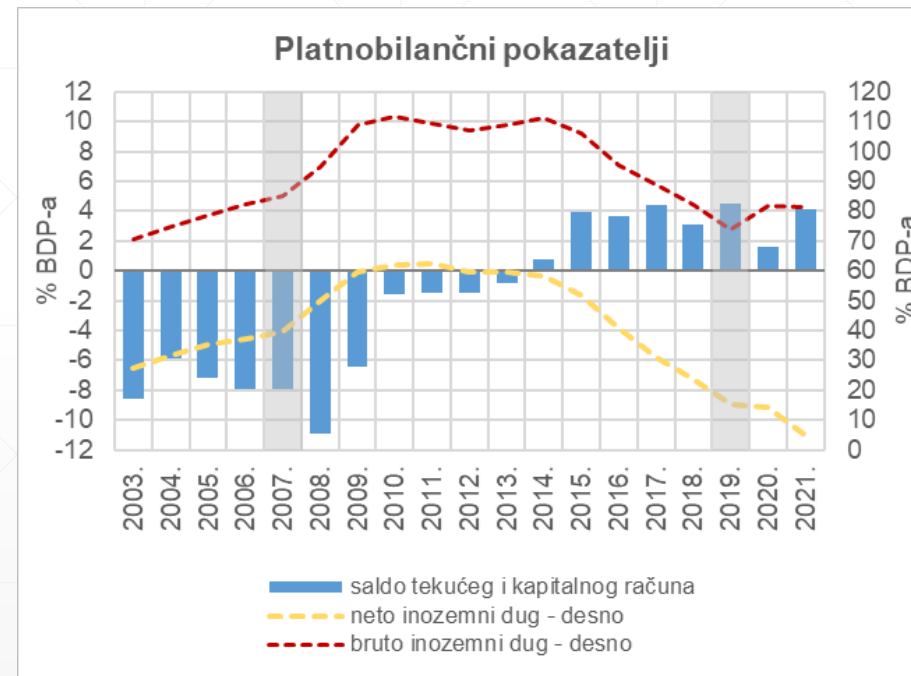
Kako je pružena potpora gospodarstvu?

(1) povoljni makroekonomski fondamenti

Fiskalni, a posebice platnobilančni pokazatelji bili su povoljniji uoči pandemijske krize nego što su bili uoči izbijanja svjetske financijske krize 2008.



Izvori: HNB; DZS

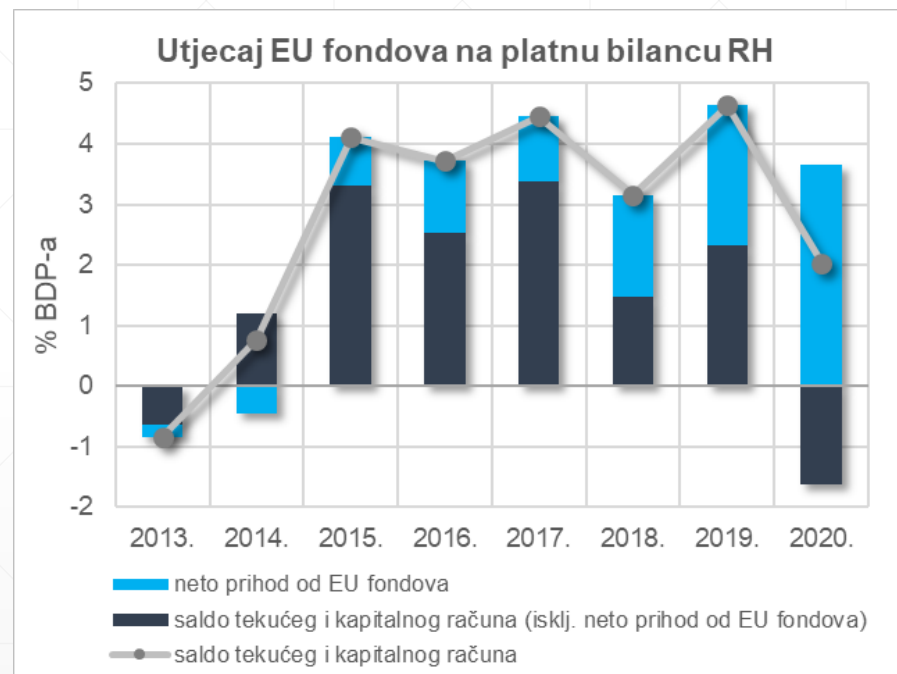


Izvor: HNB

Kako je pružena potpora gospodarstvu?

(2) pozitivni učinci članstva u EU-u

- **Izdašni prihodi od EU fondova pozitivno utječu na makroekonomske fundamente RH:**
 - pridonose investicijama i gospodarskom rastu
 - povećavaju saldo tekućeg i kapitalnog računa platne bilance
 - dovode do povećanja međunarodnih pričuva i smanjenja neto inozemnog duga
- **Neto prihodi od EU fondova najvišu su razinu dosegili u pandemijskoj 2020.**
 - zahvaljujući tome, Hrvatska je u 2020. ostvarila pozitivan saldo tekućeg i kapitalnog računa unatoč padu prihoda od turizma od 54%
 - vrlo snažan priljev sredstava u toj godini posljedica je odluke Vijeća EU-a da se državama članicama omogući fleksibilno korištenje EU fondova u svrhu ublažavanja učinaka pandemije

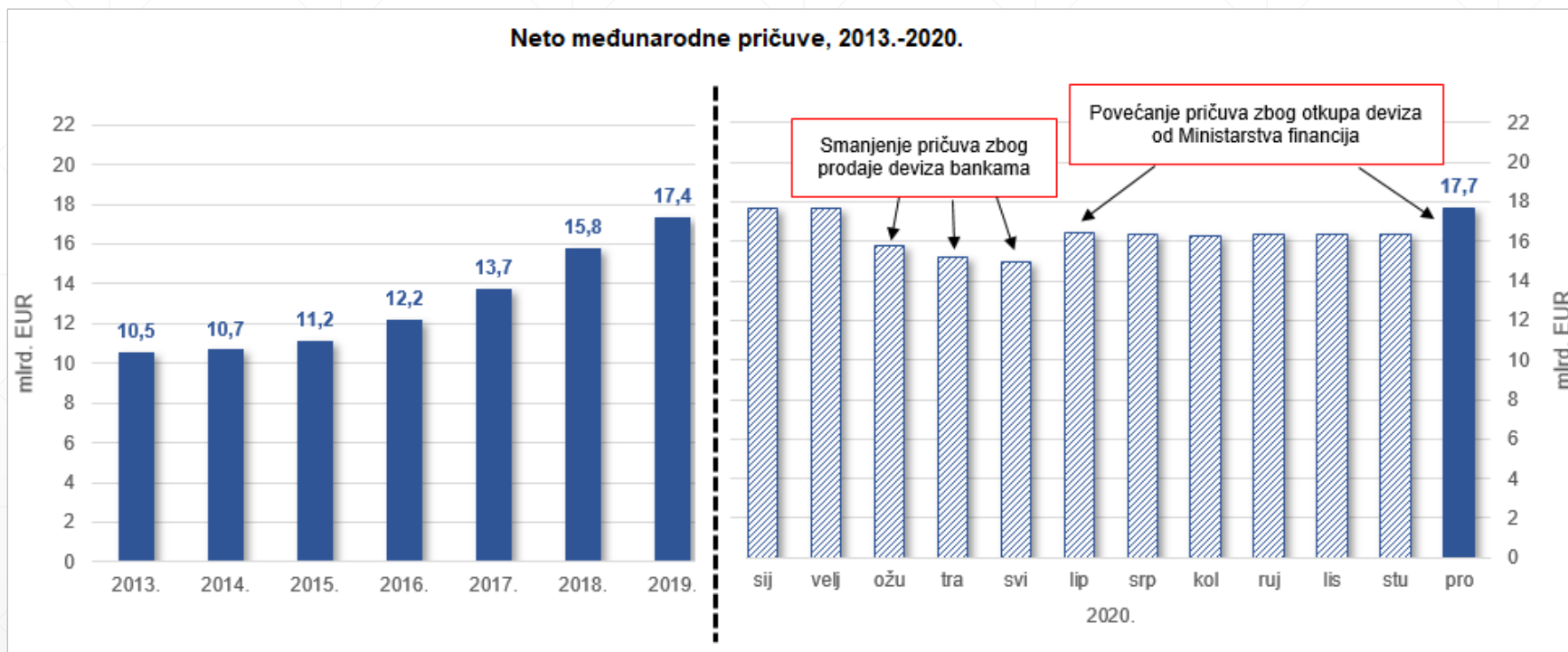


Izvor: HNB

Kako je pružena potpora gospodarstvu?

(2) pozitivni učinci članstva u EU-u (nast.)

Zahvaljujući izdašnom priljevu EU fondova i uspješnom izdanju međunarodne obveznice RH, HNB je do kraja 2020. nadomjestio pričuve potrošene u deviznim intervencijama



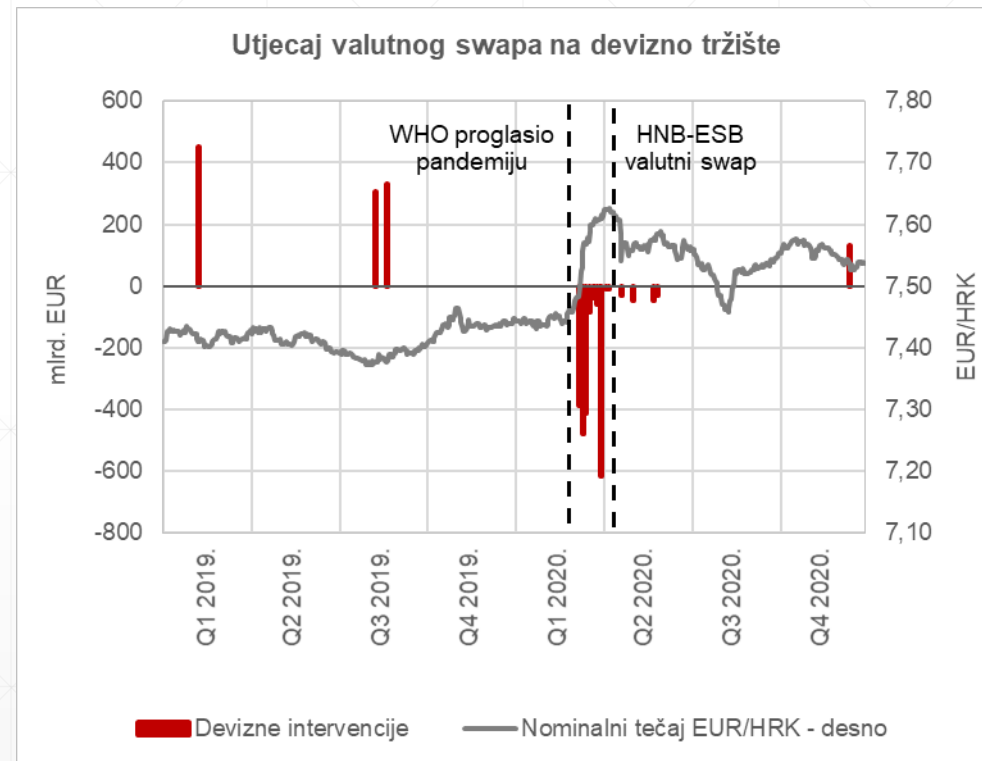
Izvor: HNB

Kako je pružena potpora gospodarstvu?

(2) pozitivni učinci članstva u EU-u (nast.)

Članstvo u EU-u Hrvatskoj je tijekom pandemijske krize omogućilo još dvije značajne pogodnosti:

- **Valutni swap** s ESB-om vrijedan 2 mlrd. eura
 - swap s ESB-om ojačao je kredibilitet HNB-ovog odgovora na krizu
 - pritisci na tečaj popustili su ubrzo nakon objave dogovora o swapu
- **Pristup sredstvima iz instrumenta za oporavak i otpornosti EU-a (RRF)**
 - očekivani pozitivni učinci RRF-a poboljšali su izgleda za gospodarski rast i javne financije te tako podržali kreditni rejting



Izvor: HNB

Kako je pružena potpora gospodarstvu?

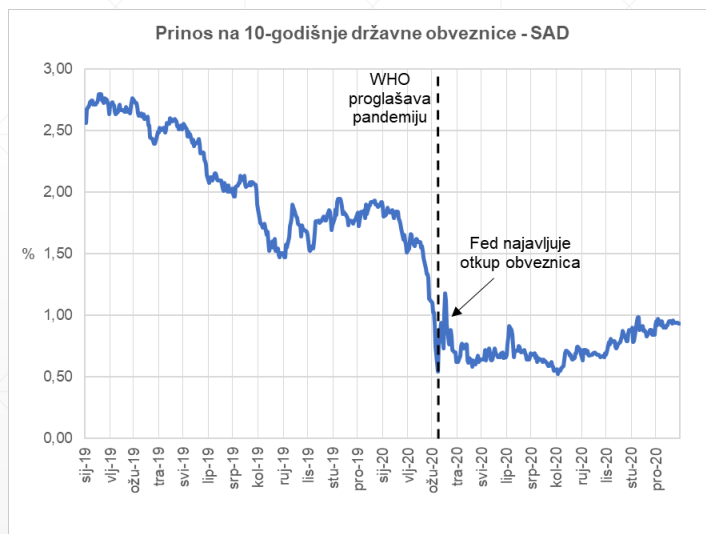
(3) mogućnost provedbe otkupa državnih obveznica

- U jeku pandemijske krize HNB i središnje banke nekoliko drugih država s tržištima u nastajanju uspješno su po prvi puta implementirale programe otkupa obveznica
 - Uspjeh tih programa može se objasniti sljedećim čimbenicima:
 - **”nekonvencionalni” alati** monetarne politike u proteklih 15 godina su **postali ”konvencionalni”**
 - naime, od svjetske financijske krize 2008. Fed, ESB i druge ključne središnje banke učestalo provode otkupe obveznica kako bi primirili tržišne poremećaje i potaknuli rast
 - pandemijska kriza **nije bila uobičajena kriza** uzrokovana makroekonomskim neravnotežama
 - u takvim uvjetima, financijska tržišta i rejting agencije nisu penalizirali države koje provode otkupe obveznica, posebice ako je bila riječ o državama sa zdravim fundamentima
 - **središnje banke razvijenih država** također su u to vrijeme provodile **vrlo ekspanzivnu** monetarnu politiku
 - središnjim bankama državama s tržištima u nastajanju bilo bi teže da su globalni monetarni uvjeti bili restriktivniji
-

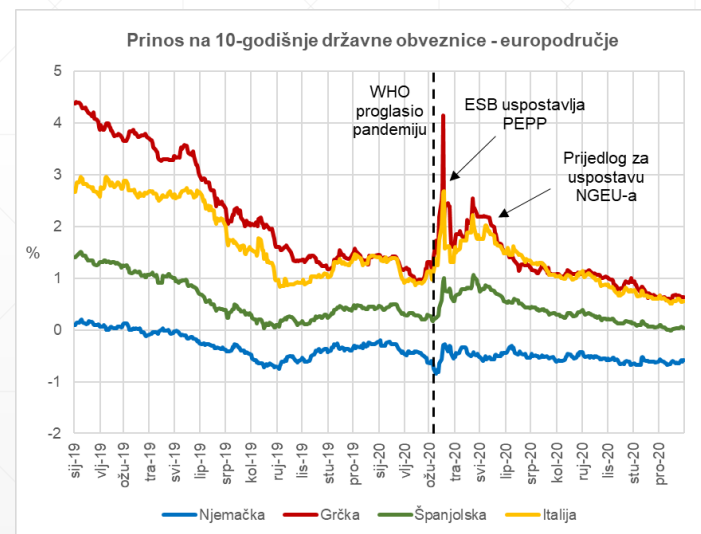
Kako je pružena potpora gospodarstvu?

(4) učinkovit odgovor ekonomske politike na globalnoj razini

- Brza reakcija nositelja politika u ključnim gospodarstvima (posebice Feda i ESB-a) primirila je paniku na svjetskim tržištima i povećala manevarski prostor za ostale države
 - to je, među ostalim, Hrvatskoj omogućilo da u lipnju 2020. emitira međunarodnu obveznicu vrijednu 2 mlrd. eura uz prinos od samo 1,6%



Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis



Izvor: Eurostat

Članstvo u europodručju i otpornost na buduće krize

- Suočavanje s krizama Hrvatskoj će ubuduće biti lakše iz više razloga:

- | |
|---|
| ❖ Problem valutne neusklađenosti imovine i obveza u privatnom i javnom sektoru je uklonjen |
| ❖ Kretanja na deviznom tržištu (npr. EUR vs. USD) više nisu relevantna za Hrvatsku |
| ❖ Banke imaju pristup monetarnim operacijama Eurosustava u eurima zbog čega će lakše podnositi eventualne pojačane odljeve depozita |
| ❖ Državne obveznice RH bit će uključene u otkup obveznica ako ESB odluči ponovno pokrenuti takav program |
| ❖ Hrvatska će se moći povoljno zadužiti kod Europskog mehanizma za stabilnost (ESM) ako se nađe u dužničkoj ili bankovnoj krizi |

Glavne poruke

- Odgovor ekonomske politike u Hrvatskoj na pandemijsku krizu 2020. bio je znatno snažniji i sveobuhvatniji nego odgovor na svjetsku financijsku krizu 2008./2009.
 - To se posebice odnosi na fiskalnu politiku koja je tijekom pandemijske krize pružila ključnu potporu gospodarstvu, dok je u vrijeme svjetske financijske krize bila naglašeno restriktivna
 - Nekoliko je čimbenika omogućilo Vladi i HNB-u da pruže snažnu potporu gospodarstvu i očuvaju financijsku stabilnost, a posebice zdravi makroekonomski fundamenti, uspješna implementacija programa otkupa obveznica i pristup izdašnom financiranju iz EU-a
 - Uvođenjem eura Hrvatska je stekla veću otpornost i pristup dodatnim izvorima financiranja (Eurosustav, ESM) koji će joj olakšati suočavanje s krizama u budućnosti
-

Hvala na pozornosti!

