

Neven Vidaković\*

## KOORDINACIJA MONETARNE I FISKALNE POLITIKE U SLJEDEĆOJ KRIZI

### Sažetak

Ekonomska kriza koja je počela 2007. na Wall Streetu ostavila je duboke tragove u ekonomijama diljem svijeta. Iako se kriza u SAD-u završila nakon 2010., a u Europskoj uniji 2014., osjećaj da je kriza prisutna osjeti se i danas. Ovaj rad analizira moguće scenarije za sljedeću ekonomsku krizu s posebnim fokusom na odnos monetarne i fiskalne politike u EU u slučaju kada su se i monetarna i fiskalna politika odlučile za jasna pravila, a mogućnosti diskrecije su praktički nepostojeći. U tome kontekstu analizirano je i stanje Hrvatske i koja su moguća ograničenja s kojima će se susresti Hrvatska u sljedećoj krizi.

Ključne riječi: monetarna politika, fiskalna politika, suboptimalni ekvilibrij, ekonomska kriza

### 1. Uvod

Hrvatska je u 2017. u potpunosti ostavila razdoblje recesije iza sebe. Ipak, učinci recesije na ekonomiji i na promjeni strukture ekonomije jasni su i osjetljivi. Stanje ekonomije danas znatno je različito nego što je bilo 2008. kada je kriza počela. Svrha je ovoga rada pogledati trenutačno stanje Hrvatske i njezinoga ekonomskoga okruženja, monetarne i fiskalne restrikcije koje su dio novoga okruženja članstava u EU i izvore sljedeće ekonomske krize. S obzirom na to okruženje, Hrvatska je prihvatila jasna pravila ponašanja koja traže konzistentno provođenje ekonomskih politika posebno u razdobljima recesije. Ta pravila služe kako bi jasno obznanila koji će se ekonomski koraci poduzimati, ali otvoreno je pitanje jesu li upravo ti koraci optimalna politika u određenom ekonomskom trenutku.

U ekonomskoj znanosti već desetljećima postoji debata treba li se ekonomska politika voditi prema pravilima ili prema diskreciji provoditelja ekonomske politike (eng. *rules versus discretion*). Rani radovi (Kydland i Prescott, 1977; 1982.) su pokazali da je problem s pravilima što su ona vrlo teško održiva, jer provoditelji monetarne

\* doc.dr.sc Neven Vidaković, Platinum Invest i Zagrebačka škola ekonomije i managementa, neven.vidakovic@platinuminvest.hr

politike uvijek imaju mogućnost da jednostavno izigraju pravila koja su postavili. Kasnije (Persson et al., 2006) je pokazano da su pravila moguća i da postoje slučajevi u kojima su pravila ekonomski optimalan način provođenja ekonomske politike. U novom radu (Kocherlakota 2016) je pokazan optimalan put koji pokazuje da su pravila dobra, ali da ne moraju biti optimalna. Isto tako je pokazano da pravila nisu optimalna u koliko postoji pravilan oblik diskrecije. Tako da nije točno da su pravila uvijek bolja od direkcije, kao niti da je diskrecija uvijek loša, ali je pokazano da postoje pravila koja jesu superiornija diskreciji u određenim slučajevima. Njegov rad je bio fokusirana na monetarnu politiku i rad je pokazao da ukoliko ne postoji sklonost inflaciji provoditelja monetarne politike pravila da dozom diskrecije su u stvari najbolji način za provođenje monetarne politike čak i u razdobljima ekonomske krize.

Jedan od načina na koji se EU bori s krizom jest taj da je uveo jasna pravila i za monetarnu i za fiskalnu politiku. Iako je regulativa kompleksna, na jednostavan se način mogu prikazati pravila kako su ona predočena javnosti. Pravila za monetarnu politiku jesu da centralna banka cilja inflaciju od 2 %, a pravila za fiskalnu politiku jesu da vlade trebaju imati deficit državnoga proračuna manji od 3 %, inače države ulaze u proceduru za smanjenje prekomjernoga deficita. Kombinacija ekonomskoga rasta, inflacije oko 2 % i deficita državnoga proračuna manjega od 3 % u stvari garantira da ni jedna država u EU nikada neće imati ekonomskih problema uzrokovanih pogrešnim ekonomskim politikama. Nominalan rast od oko 4 % – 5 % i deficit državnoga proračuna manji od 3 % znači da će se udio duga države u BDP-u kroz vrijeme smanjiti i države koje su članice EU imat će osiguranu fiskalnu stabilnost. Inflacija manja od 2 % također garantira monetarnu stabilnost država. To je okosnica ekonomske politike koju provodi EU. Ipak, u dugom razdoblju nakon što je kriza formalno završila odnos iz diferencijalne jednadžbe koji je opisan ne ostvaruje se. Nominalne stope rasta nisu između 4 % i 5 %, zato što realne stope rasta nisu oko 3 % i zato što inflacija nije oko 2 %. To je naravno prosjek, stvarno stanje značajno se razlikuje od države do države. Istovremeno, mnoge države imaju deficit proračuna iznad 3 % BDP-a. Prema tome, plan za postizanje fiskalne stabilnosti u EU se ne događa. Monetarna stabilnost je ostvarena jer je inflacija u prosjeku ispod dva posto.

Trenutačno u EU postoji plan kako osigurati fiskalnu stabilnost, postoje jasna pravila monetarne politike koja imaju zacrtane ciljeve. S druge strane postoje mjere koje će biti implementirane u slučaju ako dođe do probijanja zadanih ciljeva. Sustav je posložen na pravilima i mogućnosti za diskreciju su izrazito male. Određenje za provođenje ekonomskih politika na temelju pravila u EU više je nego jasno. Provođenje pravila traži da postoje jasno definirani ekonomski modeli koji onda sukladno ekonomskim *inputima* omogućuju definiranje koja pravila kada treba primijeniti. Postoji jasan trokut: modeli, ekonomski podaci, provođenje ekonomske politike. Ukoliko se provođenje ekonomskih politika temelji na pravilima onda je ponašanje unutar modela

jasno definirano. Problem nastaje u tome što provođenje pravila prema ekonomskom modelu u ekonomiji ne mora nužno biti optimalna ekonomska politika koja je potrebna ekonomiji u tom trenutku. To je djelomično pokazao i Kocherlakota u svom radu.

U radovima (Evans et al., 2013) i (Pearlman i Sargent, 2005) autori pokazuju da ekonomska politika može operirati s modelima koji u nekom inicijalnom trenutku pogrešno analiziraju ekonomiju i kreiraju pogrešnu sliku ekonomije za provoditelja ekonomske politike. Kao rezultat toga moguće je da se ekonomska politika usmjeri prema pogrešnim varijablama i odvede ekonomiju u stabilan, ali suboptimalan ekvilibrij. Konstrukcija modela koje su pokazali gore navedeni autori jako je jednostavna. Provoditelj ekonomske politike ima nekoliko modela ekonomije koje koristi, pritom nije siguran koji je točan model. S obzirom na to da provoditelj ekonomske politike ne zna koji je točan model, on radi uprosječivanje preko svih modela i onda provodi ekonomsku politiku. Kada dobije povratnu informaciju o rezultatima svoje ekonomske politike, provoditelj ekonomske politike putem Bayesijskoga učenja nauči koji je pravi model i s vremenom počne upotrebljavati pravi model.

Trenutačna ekonomska konstrukcija EU takav proces učenja o stanju ekonomije i promjene u ekonomskoj politici ne dozvoljava, jer postoje pravila koja se provode. Tek nakon provođenja pravila moguće je utvrditi da su ta pravila pogrešna. Pravila su također teško promjenjiva. Da su pravila i način provođenja ekonomske politike u EU za vrijeme prošle krize pogrešna već su pokazali House et al. (2016) koji su okarakterizirali politiku štednje kao lošu i kontraproduktivnu.

Istraživanje višestrukih ekvilibrija također je posebno interesantno ako ekonomija dođe do Nashovoga ekvilibrija koji je stabilan, ali ne nužno i optimalan ekvilibrij. Takvo stanje je posebno važno za istraživanje jer su upravo takvi ekonomski slučajevi oni u kojima treba provoditi najbolju moguću ekonomsku politiku. Kako pobjeći iz takvih ekvilibrija pokazali su Cho et al. (2002).

Hrvatska je ekonomska politika za vrijeme prošle krize bila prociklička i kontraproduktivna za ekonomiju. Kao što su pokazali Gregurek i Vidaković (2009), za vrijeme krize centralna je banka smanjila količinu novca i povećala kamatnu stopu kako bi zadržava stabilnost kune. S druge strane fiskalna politika je dizala poreze kako bi napunila proračun. Smanjenje količine novca i podizanje poreza su školski primjeri kako se izaziva recesija, a ne kako se smanjuju negativni učinci recesije na ekonomiju. Takva politika imala je multiplikativne negativne učinke jer je provedena za vrijeme najveće recesije.

Razlozi zašto su hrvatska fiskalna i monetarna politika provodile prorecesijsku politiku za vrijeme recesije lako su objašnjivi i prolaze iz ciljeva fiskalne i monetarne politike u RH. Centralna banka je fokusirana na stabilnost tečaja, bez obzira na posljedice te politike. Fiskalna politika je fokusirana na punjenje proračuna, bez obzira na izvore novca za proračun (dug ili novi porezi). Kada se ekonomska politika pogleda iz ovih perspektiva onda objašnjenje za prorecesijsku politiku za vrijeme krize postaje

jesno. Centralna banka će napraviti sve da stabilizira tečaj, a fiskalna politika će dizati poreze sve dok se proračun ne napuni na zadovoljavajuću razinu.

Hrvatska je u 2017. definitivno ostavila krizu iza sebe i sada je u stanju ekonomske ekspanzije. Stanje ekonomske ekspanzije može se gledati ili kao razdoblje jako dobroga ekonomskoga stanja ili kao razdoblje pripreme za sljedeću ekonomsku krizu. Ovaj će rad zauzeti normativan stav u ekonomskoj analizi u trenutno stanje ekonomske ekspanzije je primarno razdoblje kada se rade pripreme u monetarnoj i fiskalnoj politici kako bi se stvorio manevarski prostor za ublažavanje sljedećega razdoblja recesije.

Jasno je da će u jednom trenutku doći do zaokreta u ekonomskom ciklusu i da će doći do ekonomske krize. U tome trenutku početno stanje svake države bit će od iznimne važnosti za tu državu i kako će se država nositi s tom krizom. Naime, nametnuta pravila će se provoditi, a brzina provođenja pravila, kao i cijena provođenja pravila, uvelike će ovisiti upravo u toj početnoj točki stanja kada nastupi kriza.

Ovaj rad nastoji analizirati kako izgleda sadašnje stanje ekonomija u EU s obzirom na stanje duga i buduće kretanje monetarne politike. Poseban naglasak stavlja se na ekonomsku politiku u Hrvatskoj u kontekstu sljedeće krize. Kontekst krize prikazan je kao jedan od mogućih Nashovih ekvilibrija do kojih dođe upravo zbog toga što su monetarna i fiskalna politika provedene na temelju jasno definiranih pravila, bez mogućnosti diskrecijskoga djelovanja upravo u trenutcima kada je to diskrecijsko djelovanje bilo najpotrebnije za ekonomiju.

Rad je podijeljen na sljedeće dijelove: drugi dio rada analizira monetarnu politiku u EU i konstrukciju monetarne politike u odnosu na potrebe fiskalne politike. Treći dio analizira trenutačno fiskalno stanje u EU s posebnim fokusom na potrebnu fiskalnu prilagodbu koja je potrebna državama koje su u razdoblju ekonomske krize nagomilale dug. Četvrti dio spaja stanja koja su analizirana u drugom i trećem i analizira upravo mogućnost kreiranja Nashovomg ekvilibrija u EU kao rezultata monetarne i fiskalne politike koje se provode po strogim pravilima. U tome poglavlju također se diskutira i ekonomsko stanje Hrvatske unutar mogućega stabilnoga, ali suboptimalnoga ekvilibrija. Peti dio zaključuje.

## 2. Monetarna politika u EU

Monetarnu politiku koju provodi ECB moguće je analizirati kroz dvije prizme: teoretsku i prizmu realne ekonomije. Ako se monetarna politika gleda samo kroz teoretsku prizmu onda je uloga centralne banke u ekonomiji osiguranje stabilnosti cijena.<sup>1</sup> Način na koji se provodi stabilnost cijena jeste da ECB u srednjem roku cilja stopu infla-

<sup>1</sup> Ovdje je posebno važno naglasiti da ECB ima jednostruki mandat, a to je samo stabilnost cijena. Za razliku od FED-a koji ima dvostruki mandat, stabilnost cijena, ali i stopu pune zaposlenosti.

cije od 2 %. Gledano iz te perspektive monetarna politika je onda samo upotreba transakcijskih mehanizama kojima se ostvaruje cilj. Ako pogledamo monetarnu politiku iz prizme realne ekonomije, onda naravno dobivamo drugačiju sliku, a to je mikroekonomska uloga monetarne politike, odnosno kako transakcije monetarne politike utječu na kreditnu politiku banaka. Upravo je kreditna politika banaka mehanizam koji odluke centralne banke prenosi na ostale sudionike u ekonomiji i daje rezultate odluka koje donosi centralna banka.

Kriza je pokazala da je monetarna politika neodvojiva od kreditne politike. Iako se u standardnim udžbenicima iz makroekonomije (Ljungqvist i Sargent 2004) jasno pokazuje utjecaja monetarne politike na ekonomiju putem inflacije i kamatne stope, utjecaj kreditne politike na ekonomiji je u potpunosti zaobiđen. Odluke koje banke donose posebno u sektorskoj distribuciji kredita i proizvodima koje plasiraju je od presudne važnosti za cjelokupnu strukturu ekonomije.

Začudo, na ovim se prostorima do 1990. smatralo da su monetarna i kreditna politika samo dvije strane istoga novčića.<sup>2</sup> Kreditna politika bila je posebno važna zato što se preko kreditne politike u realnu ekonomiju distribuirala akumulirana štednja. Nakon 1994. i stabilizacijskoga programa fokusiranost monetarne politike u Hrvatskoj, kao i u ostatku svijeta, pogrešno je prebačena samo na stabilnost cijena, pri tome zanemarujući kreditnu politiku banaka i utjecaj kreditne politike banaka na ekonomiju. Monetarna politika fokusirala se na cijene, a banke su bile puštene samostalnom djelovanju. Na strukturne nestabilnosti koje takva monetarna politika kreira nikada se nije obraćalo pažnju. Ako pogledamo Hrvatsku interesantno je da se nikada nisu provodile „strukturne reforme”, ali su se zato provodile reforme strukture ekonomije. U svom radu (Radošević i Vidaković, 2014) jasno su pokazali kako je HNB svojom monetarnom politikom u potpunosti promijenio strukturu monetarne ekonomije u Hrvatskoj. Fokusiranost na stabilnost cijena, a bez fokusa na kreditnu politiku banaka, uzrokovala je naravno nestabilnost. Jedan od klasičnih primjera nestabilnosti u monetarnoj strukturi ekonomije je naravno „slučaj CHF” koji je opisan u Vidaković i Zbašnjik (2015). Kao što su se negativne karakteristike akumulirale kroz godine, tako su se i osjećale godinama u ekonomiji kada su postale jasne svima.

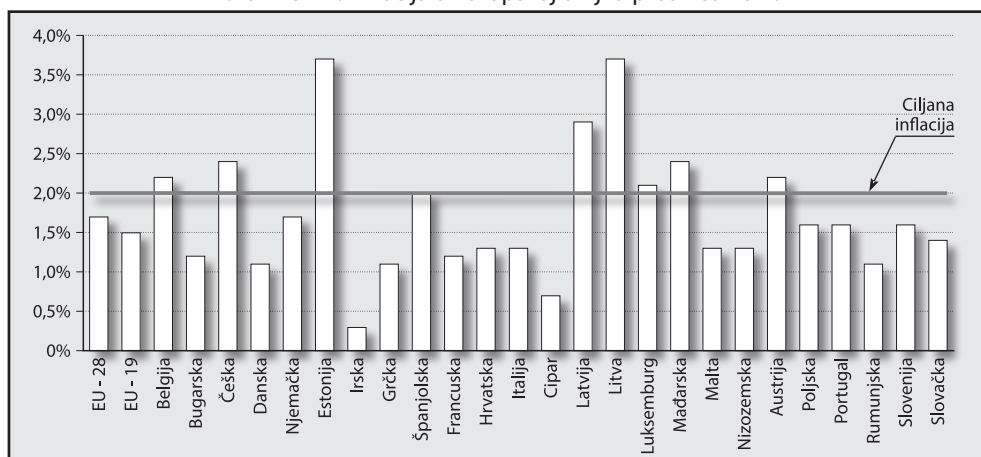
Kriza je pokazala da se banke ne mogu tako lagano zaobići i da su integralni dio cjelokupnoga ekonomskoga sustava, ali fundamentalna promjena koja je nastala bila je prije svega u regulatornom režimu banaka. Posebno u fokusu na kapital banaka i stabilnost bankarskoga sustava, ali bez dublje politike utjecaja centralne banke na kreditnu politiku. Kao rezultat toga monetarna politika ECB-a nastoji ostvariti svoj mandat tako da postigne stabilnost cijena ili ciljanu inflaciju od 2 %, zanemarujući pri tome kreditnu politiku banaka ili kreditne potrebe države, o čemu će biti riječi u

<sup>2</sup> Za detalje i utjecaj monetarne i kreditne politike na ekonomiju treba pogledati Perišin (1975) i Perišin i Šokman (1988) ili Dimitrijević (1981).

sljedećem poglavlju ovoga rada. Prema tome, iako je kvantum regulative nakon krize povećan, suština monetarne politike ECB-a na stabilnosti je cijena i pravilima, bez jače diskrecijske mogućnosti koja je potrebna za različite situacije u kojima se ekonomije mogu naći.

ECB je fokusiran na stabilnost cijena u EU, ali ako pogledamo evoluciju inflacije u EU u razdoblju krize jasno je da različite države trebaju različitu monetarnu politiku. Na kraju 2017. stope inflacije su u potpunosti različite u zemljama koje su članice eurozone i EU. Tako imamo stope inflacije iznad 4 % u Litvi i Estoniji što je značajno iznad ciljane inflacije od 2 % i Irsku sa stopom inflacije od 0,3%, što je značajno ispod ciljane stope inflacije od 2 %. Iako imamo nominalno istu monetarnu politiku, jasna je potreba za različitim monetarnom politikama u različitim državama.

**Grafikon 1.** Inflacija u Europskoj uniji u prosincu 2017.



Izvor: Eurostat

Takvo stanje upućuje na divergenciju u potrebama za monetarnom politikom pojedinih država koje su članice zajedničkoga valutnoga područja. U prosjeku stope inflacije još su uvijek ispod ciljane, ali kad se pogledaju individualne države jasno je da neke zemlje trebaju restriktivnu monetarnu politiku kako bi se smanjila inflacija. Divergencija u stopama inflacije u monetarnoj uniji koja nije državna unija posebno je opasna jer kreira nestabilnost unutar odnosa između pojedinih država članica. Nemoguće je prilagoditi monetarnu politiku za svaku državu eurozone. Ako dođe do promjene monetarne politike, to onda osjećaju sve članice bez obzira na to trebaju li u trenutku promjene takvu monetarnu politiku ili ne. Ovdje imamo primjer već spomenutoga stabilnoga ali suboptimalnog ekvilibrija. Ekvilibrij je stabilan jer sve članice eurozone prihvaćaju monetarnu politiku koju provodi ECB. Ekvilibrij je suboptimalan jer ista monetarna politika nije potrebna svim državama. U stanju ekonomske ekspanzije u dobrim vremenima preko ove divergencije je jako lagano preći, ali u slučaju

da se poslovni ciklus okrene prema dolje divergencije u potrebama za različitim monetarnim politikama jako lagano mogu postati izvori nestabilnosti cijeloga sustava.

Da bi smo mogli u potpunosti razumjeti mogućnost kreiranja stabilnoga, ali suboptimalnoga ekvilibrija potrebno je jasno prikazati i trenutačnu sliku fiskalne politike u EU, što ćemo napraviti u sljedećem poglavlju. Tako ćemo imati puno širu sliku moguće izvora nestabilnosti u ekonomijama EU.

### 3. Potrebe za refinanciranjem

Kriza koja je prvo počela kao financijska kriza u SAD-u, u Europi je mutirala u fiskalnu krizu nakon ekonomskih problema u Grčkoj. Države članice EU<sup>3</sup> imale su velike deficite i kao rezultat u mnogim je državama došlo do značajnoga povećanja udjela duga u BDP-u. Iako danas neke države nisu značajno zadužene prema Maastrichtskim kriterijima, jasno je da je kriza uzrokovala rast duga svih država. Tablica 1. pokazuje da su sve države 2016. imale veći udio duga u BDP-u u odnosu na početno stanje 2007.

**Tablica 1.** Državni dug – postotak BDP-a

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
EU - 28	58%	61%	73%	78%	81%	84%	86%	87%	85%	83%
EU - 19	65%	69%	78%	84%	86%	89%	91%	92%	90%	89%
Belgija	87%	93%	100%	100%	103%	104%	106%	107%	106%	106%
Bugarska	16%	13%	14%	15%	15%	17%	17%	27%	26%	29%
Češka	28%	28%	34%	37%	40%	45%	45%	42%	40%	37%
Danska	27%	33%	40%	43%	46%	45%	44%	44%	40%	38%
Njemačka	64%	65%	73%	81%	79%	80%	77%	75%	71%	68%
Estonija	4%	5%	7%	7%	6%	10%	10%	11%	10%	9%
Irska	24%	42%	62%	86%	110%	120%	119%	105%	77%	73%
Grčka	103%	109%	127%	146%	172%	160%	177%	179%	177%	181%
Španjolska	36%	40%	53%	60%	70%	86%	96%	100%	99%	99%

<sup>3</sup> U ovoj analizi se članicom EU smatra i Hrvatska koja za vrijeme početka krize nije bile formalno u EU, ali ovo je rad iz ekonomije, a ne prava tako da ćemo u kontekstu ekonomske analize Hrvatsku tretirati kao dio EU.

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Francuska	64%	68%	79%	82%	85%	90%	92%	95%	96%	97%
Hrvatska	38%	40%	49%	58%	65%	71%	82%	86%	85%	83%
Italija	100%	102%	113%	115%	117%	123%	129%	132%	132%	132%
Cipar	54%	45%	54%	56%	66%	80%	103%	108%	108%	107%
Latvija	8%	18%	36%	47%	43%	41%	39%	41%	37%	41%
Litva	16%	15%	28%	36%	37%	40%	39%	41%	43%	40%
Luksemburg	8%	15%	16%	20%	19%	22%	24%	23%	22%	21%
Mađarska	65%	71%	77%	80%	80%	78%	76%	75%	75%	74%
Malta	62%	63%	68%	68%	70%	68%	68%	64%	60%	58%
Nizozemska	43%	55%	57%	59%	62%	66%	68%	68%	65%	62%
Austrija	65%	68%	80%	82%	82%	82%	81%	84%	84%	84%
Poljska	44%	47%	50%	53%	54%	54%	56%	50%	51%	54%
Portugal	68%	72%	84%	96%	111%	126%	129%	131%	129%	130%
Rumunjska	13%	13%	23%	30%	34%	37%	38%	39%	38%	38%
Slovenija	23%	22%	35%	38%	47%	54%	70%	80%	83%	79%
Slovačka	30%	29%	36%	41%	44%	52%	55%	54%	52%	52%

Izvor: Eurostat

Tablica 1. pokazuje evoluciju duga država članica EU kroz krizu. Jasno je da su neke države nakon krize krenule u ozbiljnu fiskalnu prilagodbu i kroz godine su smanjile svoj dug. Posebno je interesantan primjer Irske koja je nakon eksplozije duga krenula sa smanjivanjem duga. Druga skupina država nije napravila potrebno razduživanje. Kao rezultat došlo je do jasnoga fiskalnoga razdvajanja na zadužene države i na nezadužene države.

Ovdje imao vrlo sličnu sliku kao što smo imali i s monetarnom politikom. Različite države trebaju različitu fiskalnu politiku. Bez obzira na to da li se radi o konvergiranju prema istoj razini državnoga duga, države koje imaju dug značajno iznad 60 % BDP-a moraju smanjiti svoj dug. Zanimljivo je pogledati i trenutačno stanje državnoga deficita što je prikazano u tablici 2.



**Tablica 2. Deficit državnoga proračuna – postotak BDP-a**

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
EU - 28	-0,90%	-2,50%	-6,60%	-6,40%	-4,60%	-4,20%	-3,30%	-3,00%	-2,40%	-1,70%
EU - 19	-0,60%	-2,20%	-6,30%	-6,20%	-4,20%	-3,60%	-3,00%	-2,60%	-2,10%	-1,50%
Belgija	0,10%	-1,10%	-5,40%	-4,00%	-4,10%	-4,20%	-3,10%	-3,10%	-2,50%	-2,50%
Bugarska	1,10%	1,60%	-4,10%	-3,10%	-2,00%	-0,30%	-0,40%	-5,50%	-1,60%	0,00%
Češka	-0,70%	-2,00%	-5,50%	-4,20%	-2,70%	-3,90%	-1,20%	-1,90%	-0,60%	0,70%
Danska	5,00%	3,20%	-2,80%	-2,70%	-2,10%	-3,50%	-1,20%	1,10%	-1,80%	-0,60%
Njemačka	0,20%	-0,20%	-3,20%	-4,20%	-1,00%	0,00%	-0,10%	0,30%	0,60%	0,80%
Estonija	2,70%	-2,70%	-2,20%	0,20%	1,20%	-0,30%	-0,20%	0,70%	0,10%	-0,30%
Irska	0,30%	-7,00%	-13,80%	-32,10%	-12,70%	-8,00%	-6,10%	-3,60%	-1,90%	-0,70%
Grčka	-6,70%	-10,20%	-15,10%	-11,20%	-10,30%	-8,90%	-13,20%	-3,60%	-5,70%	0,50%
Španjolska	1,90%	-4,40%	-11,00%	-9,40%	-9,60%	-10,50%	-7,00%	-6,00%	-5,30%	-4,50%
Francuska	-2,50%	-3,20%	-7,20%	-6,80%	-5,10%	-4,80%	-4,10%	-3,90%	-3,60%	-3,40%
Hrvatska	-2,40%	-2,80%	-6,00%	-6,50%	-7,80%	-5,20%	-5,30%	-5,10%	-3,30%	-0,90%
Italija	-1,50%	-2,70%	-5,30%	-4,20%	-3,70%	-2,90%	-2,90%	-3,00%	-2,60%	-2,50%
Cipar	3,20%	0,90%	-5,40%	-4,70%	-5,70%	-5,60%	-5,10%	-8,80%	-1,20%	0,50%
Latvija	-0,50%	-4,20%	-9,10%	-8,70%	-4,30%	-1,20%	-1,00%	-1,20%	-1,20%	0,00%
Litva	-0,80%	-3,10%	-9,10%	-6,90%	-8,90%	-3,10%	-2,60%	-0,60%	-0,20%	0,30%
Luksemburg	4,20%	3,30%	-0,70%	-0,70%	0,50%	0,30%	1,00%	1,30%	1,40%	1,60%
Mađarska	-5,00%	-3,70%	-4,50%	-4,50%	-5,40%	-2,40%	-2,60%	-2,70%	-2,00%	-1,90%
Malta	-2,10%	-4,20%	-3,20%	-2,40%	-2,40%	-3,50%	-2,40%	-1,80%	-1,10%	1,10%
Nizozemska	0,20%	0,20%	-5,40%	-5,00%	-4,30%	-3,90%	-2,40%	-2,30%	-2,10%	0,40%
Austrija	-1,40%	-1,50%	-5,30%	-4,40%	-2,60%	-2,20%	-2,00%	-2,70%	-1,00%	-1,60%
Poljska	-1,90%	-3,60%	-7,30%	-7,30%	-4,80%	-3,70%	-4,10%	-3,60%	-2,60%	-2,50%
Portugal	-3,00%	-3,80%	-9,80%	-11,20%	-7,40%	-5,70%	-4,80%	-7,20%	-4,40%	-2,00%
Rumunjska	-2,80%	-5,50%	-9,50%	-6,90%	-5,40%	-3,70%	-2,10%	-1,40%	-0,80%	-3,00%
Slovenija	-0,10%	-1,40%	-5,80%	-5,60%	-6,70%	-4,00%	-14,70%	-5,30%	-2,90%	-1,90%
Slovačka	-1,90%	-2,40%	-7,80%	-7,50%	-4,30%	-4,30%	-2,70%	-2,70%	-2,70%	-2,20%

Izvor: Eurostat

Kada usporedimo podatke iz dviju tablica vidimo da je divergencija u fiskalnoj politici puno veća nego što pokazuju podaci o dugu država. Kada usporedimo dva seta fiskalnih podataka jasno je da fiskalnu konsolidaciju provode države kojima ona nije potrebna. Sada vidimo da problem nije samo u tome koja država ima koju količinu duga, nego je problem i u tome što su države s velikom količinom duga upravo države koje nastavljaju s gomilanjem duga umjesto da smanjuju svoju zaduženost. Znači da, kao i s monetarnom politikom, različite države imaju različite potrebe za fiskalnom politikom.

#### **4. Primjer slučaja krize**

Do sada smo pokazali kako postoje jasne divergencije između monetarne politike koja je potrebna različitim državama. Neke države mogu podnijeti ekspanzivnu monetarnu politiku dok je drugima zbog inflacije potrebna restriktivna monetarna politika. Također smo pokazali i da postoji divergencija u fiskalnoj politici, jer države koje imaju veliki dug nastavljaju gomilati taj dug umjesto da ga počnu smanjivati. Države koje trebaju fiskalnu prilagodbu su upravo države koje je ne provode. Isto tako, očekivani ekonomski rast koji bi trebao smanjiti dug ne ostvaruje se. To su dva primjera suboptimalnoga ekvilibrija, ali sada je potrebno kreirati sliku globalnoga suboptimalnoga ekvilibrija koji nastaje kada dođe do divergencije monetarne i fiskalne politike i kako će taj suboptimalni ekvilibrij izazvati sljedeću ekonomsku krizu.

Mi ćemo se ovdje fokusirati na samo jedan scenarij za sljedeću krizu, mogući su i drugi, ali ovaj ima najzanimljivije pretpostavke za interakciju monetarne i fiskalne politike s obzirom na ekonomske podatke koje smo pokazali. Kao osnovnu pretpostavku za kreiranje toga suboptimalnoga ekvilibrija bit će sljedeći ekonomski scenarij: ECB zbog povećanja inflacije počne dizati kamatnu stopu, iako države s visokom stopom zaduženosti nisu na vrijeme u potpunosti provele potrebnu fiskalnu prilagodbu i smanjile državni dug na prihvatljive razine. Takvo ekonomsko stanje, kada restriktivna monetarna politika počne ugrožavati fiskalnu stabilnost, posebno je zanimljiva i nedovoljno istražena. Stoga ćemo detaljno pogledati kako bi mogla izgledati sljedeća ekonomska kriza u EU u scenariju koji smo predstavili.

Sljedeća ekonomska kriza prema našem scenariju bit će prije svega kriza državnoga proračuna. Mapa te krize izrazito je jednostavna. Povećanje kamatne stope radi smanjivanja inflacije ili samo radi normaliziranja monetarne politike za učinak će imati smanjenje potrošnje i pad prihoda od PDV-a s jedne strane i povećanje troškova državnoga proračuna s druge strane. Države će se istovremeno naći u stanju u kojemu su troškovi proračuna zbog rasta troška zaduženja narasli, a prihodi su zbog smanjenja PDV-a pali. To će uzrokovati značajan rast deficita proračuna koji će otići iznad 3 % i aktivirati mjere fiskalne stabilizacije prema pravilima EU.

S obzirom na regulativu EU koja putem europskoga semestra traži fiskalnu stabilnost i prilagodbe, države koje imaju velike dugove bit će najviše pogođene recesijom. Države koje imaju deficit iznad dozvoljenoga morat će poduzeti prorecesijske mjere štednje i na taj način samo produbiti krizu. Smanjenje državne potrošnje smanjit će BDP i na taj način još više smanjiti državne prihode. Nastat će klasična recesijska spirala zbog smanjenja državnoga proračuna koja je već viđena u Grčkoj. Bez obzira na smanjenje potrošnje Grčka nikako ne uspijeva smanjiti dug i ostvariti značajne stope ekonomskoga rasta. Upravo države s najvećim povećanjem deficita bit će države koje imaju najveći dug i morat će raditi najveće fiskalne prilagodbe.

Nova podjela EU neće više biti na male i velike ili na sjeverne i južne ili razvijene i nerazvijene nego će biti na prezadužene i nezadužene. Kao što smo vidjeli u podacima, imamo veliku Francusku koja je prezadužena i malu Češku koja to nije ili razvijenu zaduženu Belgiju i nerazvijenu nezaduženu Bugarsku. Postavlja se pitanje zašto bi ECB znajući za taj scenarij digao kamatnu stopu i izazvao recesiju, posebno recesiju koja kreira krizu proračuna. Odgovor je jednostavan: odluke monetarne politike vezane su pravilima. ECB u trenutku kada inflacija naraste iznad 2 % mora početi provoditi restriktivnu monetarnu politiku, bez obzira na to je li takva politika državama potrebna. Isto tako, na drugoj strani države se ponašaju neodgovorno jer ne koriste razdoblje ekonomske ekspanzije kako bi otplatile dugove koje su akumulirale u razdoblju krize.

Nova će podjela stvoriti tenzije unutar EU i dovest će u pitanje opstojnost EU. Izbor koji će biti ponuđen je ili slabija integracija u kojoj svaka država nastoji riješiti samostalno svoj problem ili još veća integracija u kojoj se sve fiskalne i monetarne odluke centraliziraju na razinama EU.

Ne želimo u ovome radu špekulirati o ishodima, ali potrebno se osvrnuti na to kako će takva ekonomska kriza utjecati na Hrvatsku. Problem koji je posebno zanimljiv i o kojemu će uvelike ovisiti buduća kriza jest početna točka. Građani u RH bili su 2008. zaduženi, ali zato državni dug nije bio velik. U sljedećoj krizi situacija će biti drugačija jer će država biti ta koja je zadužena. Prema podacima RH će biti na strani zaduženih država, jer ne provoditi fiskalnu konsolidaciju niti je ima plan provesti. Znači da se za Hrvatsku može očekivati opisani recesijski scenarij.

Rješenje za stanje može se tražiti na dva načina. Prvi je način jednostavno upotrijebiti recept koji je napravljen za vrijeme prošle krize, a to je zadužiti se za 200 milijardi kuna i jednostavno putem duga održati proračun i prebroditi krizu. S time da jasno treba reći da prebroditi krizu znači čekati da se ostatak EU oporavi i onda jednostavno povuče i RH prema gore. Drugi način je prihvatiti bilo kakvu naredbu iz EU vezano za provođenje proračuna i fiskalnu politiku. Sličan diktat je dobila Grčka od „trojke”. Ta je opcija posebno zanimljiva zato što će RH morati prihvatiti ili gubitak fiskalne suverenosti ili ići putem slabljenja veza sa EU kako bi izašla iz krize. Slabljenje

veza s EU-om jest prema takozvanom Junkerovom planu „EU s više brzina” u kojoj ekonomski jače države imaju bolje mogućnosti za daljnji ekonomski razvoj, dok ekonomski slabije država trajno zaostaju za bogatima.

Idealan put za bilo koju ekonomsku politiku je fiskalna prilagodba, odnosno smanjivanje državnoga duga i priprema maneveraskoga prostora za sljedeću recesiju. To je također moguće napraviti na dva načina: smanjenjem potrošnje i povećanjem prihoda. Bez obzira na to ide li se na jednu ili na obje strategije potrebno je otvaranje novih radnih mjesta i povećanje nominalnoga BDP-a. Taj je postupak takozvani postupak reflacije koji je detaljno opisao Radošević (2013), ali nikada nije u našoj javnosti bio ozbiljno shvaćen.

Ulogu monetarne politike u Hrvatskoj u sljedećoj krizi nema potrebe značajnije analizirati. Isto kao i ECB, HNB ima jasno definirana pravila od kojih ne želi odstupati bez obzira na to koje je trenutačno stanje u ekonomiji. Prošla kriza pokazala je da je HNB voljan napraviti bilo što kako bi zadržao stabilnost tečaja. To uključuje i kamatnu stopu na kunu iznad 30 % i gubitak više od 200 000 radnih mjesta. Znači da se na pomoć monetarna politike u stanju krize ne može računati. Uloga monetarne politike naravno nije zacementirana, ona se može promijeniti, ali za to je prije svega potrebna promjena načina na koji monetarna politika vidi samu sebe i svoju ulogu u ekonomiji.

## 5. Zaključak

EU je ekonomska unija koja ima jedinstvenu monetarnu politiku i teoretsku fiskalnu politiku prema kojoj bi sve države trebale biti fiskalno slične. Sadašnje stanje prema analiziranim podacima pokazuje da različite zemlje unutar EU imaju potreba za različitom monetarnom politikom. Isto tako države koje imaju veliki dug su upravo države koje ne rade aktivno na smanjenju toga duga.

Takve različite potrebe za monetarnom politikom i fiskalna stanja posebno su zanimljiva u trenutku kada dođe do promjene u monetarnoj politici i počne restriktivna monetarna politika. Rast kamatnih stopa najviše će se osjetiti u državama koje nisu napravile adekvatne fiskalne prilagodbe u dobrim vremenima, kao rezultat nerada nova recesija bit će najjača upravo u tim državama.

Ekonomski problem djelovanja u krizi ustvari proizlazi iz problema ekonomskih pravila i ekonomske diskrecije. Nakon krize EU je odlučio da je optimalno provođenje ekonomske politike poštivanje jasno definiranih pravila kojih se svi moraju pridržavati. U velikoj većini scenariji takvo ponašanje je dobro, ali postoje slučajevi kada slijepo praćenje pravila može biti uzrok nestabilnosti u ekonomiji. Jedan takav scenarije pokazan je i u ovome radu.

Pitanje kako će Hrvatska proći u sljedećoj recesiji uvelike ovisi o tome koja će biti početna točka fiskalnoga duga u trenutku kada kriza počne. S obzirom na to da

trenutačno Hrvatska nije u procesu značajnoga smanjivanja duga države za očekivati je da će se naći na strani država koje će morati raditi veliko smanjenje proračuna i opet će imati značajnu krizu.

Hrvatska je prošlu ekonomsku krizu riješila dugom i čekanjem da se ekonomski oporavak iz EU prenese i u Hrvatsku. Zbog regulatornih ograničenja koje nameće EU sljedeća kriza tražit će puno aktivnije mjere koje neće moći biti čekanje i nadanje da će se stvari riješiti same od sebe.

## Literatura

1. Cho, In-Koo et al. 2002. Escaping Nash Inflation. *Review of Economic Studies*, 69: 1–40.
2. Dimitrijević, D. 1981. *Monetarna analiza*. Niš: Institut Edvard Kardelj.
3. Evans, George et al. 2013. *Bayesian Model Averaging, Learning and Model Selection in Macroeconomics at the Service of Public Policy*. Oxford University Press.
4. Gregurek, M. i Vidaković, N. 2009. Usklađenost monetarne i fiskalne politike u Hrvatskoj. *Ekonomija/Economics*, 16 (2): 395–428.
5. House, C. et al. 2017. *Austerity in the Aftermath of the Great Recession*. NBER working paper No. W23147.
6. Kocherlakota, Na. 2016. Rules versus Discretion: A Reconsideration. *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*, vol. 47 (2): 1–55.
7. Kydland, F. i Prescott, E. 1977. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3): 473–491.
8. Kydland, F. i Prescott, E. 1982. Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 50(6): 1345–1371.
9. Ljungqvist, L. i Sargent, T. 2004. *Recursive Macroeconomic Theory*, Second Edition. MIT Press.
10. Pearlman, J. i Sargent, T. 2005. Knowing the Forecasts of Others. *Review of Economic Dynamics*, 8: 480–497.
11. Perišin, I. 1975. *Novac, kredit i bankarstvo u sistemu samoupravljanja*. Zagreb: Informator.
12. Perišin, I. i Šokman, A. 1988. *Monetarno kreditna politika*. Zagreb: Informator.
13. Persson, M. et al. 2006. Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy: A Solution. *Econometrica*, 74: 193–212.
14. Radošević, D. i Vidaković, N. 2014. Monetary Policy versus Structural Reforms: The Case of Croatia. *Bančni Vesnik*, 63 (12): 40–44.
15. Radošević, D. 2013. Financijalizacija periferije Evropske unije, kapitalne kontrole i platna bilanca. *Ekonomija*, 20 (1): 131–153.
16. Vidaković, N. i Zbašnik, D. 2015. Capital Flows, Credit Crunch and Deleveraging Dynamics: The Case of Slovenia, Croatia and Hungary. U: *Comparison in Financialization and financial crisis – lessons from central and southeastern European economies*, ur. Radošević, D. i Cvijanović, V.



## **Coordination of monetary and fiscal politics in the next crisis**

### **Abstract**

The great recession as it is now known has started in 2007 on Wall Street and has left deep marks in economies all over the world. Although the crisis has ended in USA in 2010, and in EU in 2014., the effects of recession are still felt even today. This paper analyses the possible scenarios for the next recession with special focus on the interaction of monetary and fiscal policy in EU in the case when monetary and fiscal policy have strict rules and the room for discretion is practically nonexistent. In this scenario the status of Croatia is analyzed as well with the limitations Croatian economic policy will face in the next recession.

Key words: monetary policy, fiscal policy, suboptimal equilibrium, economic crisis