

## MONETARNA POLITIKA

(Izlaganje za konferenciju Hrvatskog novčanog tržišta; Opatija, 8-9. svibanj 2008.)

1. Prije godinu dana govorio sam na ovom istom mjestu o promjenama koje globalizacija financijskih tokova unosi u monetarne sustave i monetarne politike općenito, a u malim, visoko euriziranim zemljama, posebno. Osnovu tih politika više ne može predstavljati potpuno endogeno kreiranje ponude novca od strane središnje banke koja onda kroz interakciju s potražnjom ciljano determinira opću razinu cijena, tečaj i kamatne stope. Za razliku od te "neoklasične" slike, monetarna politika u uvjetima liberaliziranih financijskih tokova je prije svega "filter" koji kroz odnose relativnih cijena i prinosa utječe na ulazak i izlazak globalnog kapitala iz financijskog sustava zemlje. Prvenstveno kroz tu funkciju ona djeluje i kao jedan od moderatora općih ekonomskih performanci.

Pri tome taj kapital ima svoju referentnu inozemnu kamatnu stopu, dok njegova konverzija u nacionalnu valutu aprecijacijski utječe na tečaj.

Šest mjeseci ranije, na Konferenciji Zagrebačke burze, podsjetio sam pak na tada recentne analize BIS-a kako se ulazak kapitala različito manifestira na tržištu roba i usluga u odnosu na tržišta dionica i nekretnina. Dok se na prvom od njih proinflacijsko djelovanje povećane potražnje u maloj zemlji brzo amortizira uvozom pa je stabilnost cijena često praćena rastućim deficitom platne bilance, na tržištima dionica i nekretnina mogući amortizeri na strani ponude su mnogo slabiji. Tako se povećana, kreditima financirana, potražnja u značajnoj mjeri izravno prenosi na cijene.

To ohrabruje investitore i povećava nominalnu vrijednost kolaterala, a sve to zajedno potiče još snažniju kreditnu ekspanziju, s mogućnošću pojave čistog "bubble efekta".

Nasuprot tome, kada se promijene očekivanja u pogledu rizika i povrata na kapital ili financijski položaj samih investitora, cijeli proces kreće u suprotnom smjeru. Cijene padaju, s negativnim utjecajem na realni sektor koji je sada opterećen visokim deficitom, dugom i niskom investicijskom aktivnošću. A, ako još paralelno s time nastupe i šokovi na strani ponude roba i usluga te pokrenu inflaciju, situacija poprima krizna obilježja.

Dakle, riječ je o scenariju koji je sasvim dobro anticipirao događaje koji su uslijedili, bez obzira što se njihovi konkretni uzroci i mjesto pojave donekle razlikuju od onih na koje su se navedene analize referirale. Ti događaji u svakom slučaju nisu bili neočekivani, iako je, naravno, bilo teško precizno predvidjeti što, kada i gdje će biti "okidač" njihovog efektuiranja.

2. Spoznavajući sve to, a poučena i ranijim financijskim krizama u pojedinim zemljama, HNB već više godina ističe visoke rizike kojima je hrvatska ekonomija izložena u globaliziranom financijskom sustavu. Rizike kako izravnog prenošenja mogućih eksternih šokova, tako i unutarnjih šokova izazvanih procesima koje je potaknuo ili koje podržava priljev inozemnog kapitala u uvjetima relativno niske razine raspoloživog dohotka i visoke sklonosti potrošnji u zemlji.

Zato je primarni zadatak politike HNB-a u cijelom tom razdoblju bio da dimenzionira ulazak kapitala u bankovni sustav na način da on bude podrška održivom ekonomskom rastu, a ne da posljedicama svoje nekontrolirane ekspanzivnosti postane njegovo ograničenje. Pri tome treba imati na umu da sve velike banke u Hrvatskoj zapravo posluju kao financijski konglomerati pa se u njima angažirani strani kapital i alternativni oblici domaće štednje integralno usmjeravaju na tržišta, s ciljem maksimiranja prinosa na razini konglomerata.

Takav pristup monetarnoj politici stavio je težište u odabiru njezinih instrumenata na one koji poskupljuju eksterne izvore sredstava banaka, ograničavaju njihovu kreditnu multiplikaciju, odnosno u krajnjoj konzekvenci koji funkcionalno smanjuju visoke stope prinosa na kapital banaka kao osnovni motiv agresivne ponude kredita.

U tu svrhu HNB je prvenstveno koristio i postupno zaoštravao mjere izravnog utjecaja (GOP, OBZ, minimalno potrebna devizna potraživanja, uz zadržavanje visoke stope obvezne pričuve), a onda komplementarno i prudencijalne mjere kako bi osnažio i smanjio linearnost djelovanja izravnih mjera.

Takva politika, naravno, nije bila dobro primana od strane banaka, a nerijetko i od strane pojedinih političkih struktura. I na samo od njih. Međunarodne financijske institucije su vrlo precizno detektirale rizike koji izviru iz ekspanzivnog ulaska stranog kapitala, ali su u sferi monetarne politike preferirale rješenja prudencijalnog i "tržišnog" karaktera, naglašavajući dugoročnu štetnost "administrativnih" mjera.

Pored toga, sugerirale su i brzi razvoj te produbljivanje financijskog tržišta, uključujući i uvođenje novih instrumenata kao što je npr. sekuritizacija potraživanja. Zato su bile i razočarane kada je HNB uključio likvidna sredstva koja su banke namjeravale pribaviti prodajom dijela svojih potraživanja u osnovicu za obračun obveznih blagajničkih zapisa i time bitno otežao razvoj takvih poslova u Hrvatskoj.

U međuvremenu, poznato je što se dogodilo u svijetu i koju su ulogu u tome odigrali upravo poslovi sekuritizacije povezani sa snažnom kreditnom ekspanzijom, čiju sigurnost nije mogla efikasno zaštititi postojeća prudencijalna regulativa, dok su "tržišne" mjere (npr. rekordno niske kamatne stope centralnih banaka) zapravo izravno pogodovala širenju tih poslova.

Tada su vlade i centralne banke u pokušaju sanacije nastalih šteta posegnule za rješenjima tipa "cilj opravdava sredstva", koja imaju malo zajedničkog s onim što su prethodno preporučivali tranzicijskim zemljama, poput Hrvatske. U takvoj situaciji, morala je djelomično oslabiti i njihova proklamirana odbojnost prema "administrativnim mjerama", ako su one evidentno u funkciji ograničavanja uzroka potencijalnog nastanka takve vrste problema.

Time se značajno promjenila i njihova retorika prema politici HNB-a. Više definitivno nismo "bad guys" iako teško da ćemo za njih ikad postati sasvim "good guys", jer kako općenito nema idealnih rješenja tako je evidentno da ni mjere koje poduzima HNB nisu lišene određenih slabosti i ograničenja.

Međutim, bez obzira na sva ograničenja i "kolateralne žrtve", HNB nema realnu alternativu i zato će nastaviti s vođenjem dosadašnjeg tipa monetarne politike dokle god

to bude potrebno i moguće (vezano uz ulazak u EU). Kod toga ćemo, naravno, pažljivo pratiti zbivanja u svijetu i po potrebi prilagođavati intenzitet pojedinih mjera.

3. A, kao što najnovije procjene i prognoze pokazuju, aktualna financijska kriza u svijetu, praćena ubrzanjem inflacije i usporavanjem ekonomskog rasta, znatno je dublja i dugoročnija nego što se ranije pretpostavljalo. I zato, iako se ne očekuje da će se gubici financijskog sektora u SAD i Zapadnoj Europi značajnije izravno prenijeti na ekonomije tranzicijskih zemalja, neizravni utjecaji tih gubitaka i općenito psihoze stvorene na globalnom tržištu mogli bi biti vrlo respektabilni. Posebno za zemlje s visokim deficitom platne bilance i inozemnim dugom.

U tom smislu, za nas su posebno značajna tri aspekta problema.

Prvo, usporavanje ekonomskog rasta u "starim" članicama EU sa 2.6% u 2007. na, predviđa se, 1.3% u 2008. godini, uz posljedično usporavanje njihove uvozne potražnje sa 5.2% na 3.2%. U takvim uvjetima, neće biti lako održati dinamiku realnog rasta ukupnog izvoza roba i usluga koja je u prošloj godini iznosila 5.7%, i pridonijela rastu bruto domaćeg proizvoda Hrvatske sa 2.9 postotnih poena.

Drugo, visoka razina cijena energenata, poljoprivrednih proizvoda i nekih drugih sirovina na svjetskom tržištu povećava izdatke za uvoz, što u kombinaciji s mogućim ograničenjima u sferi izvoz ostavlja relativno mali prostor za smanjenje deficita platne bilance koji je u 2007. godini iznosio 3.2 mlrd. eura, odnosno 8.7% bruto domaćeg proizvoda.

Treće, uz takav tekući deficit, a s obzirom da u 2008. godini dospijeva na naplatu glavnica inozemnog duga od 7 mlrd. eura i još 1.4 mlrd. eura kamata, ukupne potrebe za bruto korištenjem inozemnih kredita u ovoj godini procjenjuju se na oko 10.7 mlrd. eura. Upravo na tom području prijete i potencijalno najveća opasnost ako bi se financijska kriza u svijetu značajnije odrazila na uvjete kreditiranja, odnosno u ekstremnom slučaju na neto povlačenje kapitala iz zemlje.

U tom bi slučaju HNB, naravno, intervenirao svim raspoloživim sredstvima održavajući eksternu likvidnost i sprječavajući "credit crunch" u zemlji.

I tu zapravo dolaze do izražaja pozitivni efekti dosadašnje monetarne politike. Oni se ogledaju u dva elementa. Prvo, iako ta politika nije nikada bila stvarno restriktivna u smislu da nedostatna ponuda novca ograničava ekonomski rast, njeno djelovanje je ipak znatno usporilo rast kredita, inozemnog duga pa time kreditnih obveza u odnosu na onaj koji bi bio bez takve politike. To danas otvoreno priznaje i MMF. I drugo, korištenje "administrativnih" instrumenata omogućilo je formiranje likvidnih rezervi na razini ukupnog bankovnog sustava, koje mogu poslužiti kao amortizer u slučaju eksternog šoka.

Hipotetski, bude li to neophodno, HNB može spustiti stopu obvezne pričuve sa 17% na 2%, ukinuti graničnu obveznu pričuvu te zahtjeve u pogledu minimalno potrebnih deviznih potraživanja. To bi na razini sustava povećalo likvidnost za 7.6 mlrd. eura i 30.3 mlrd. kuna. Tome treba dodati i neto devizne pričuve središnje banke od 7.5 mlrd. eura, što je u ukupnosti sasvim dostatna garancija da sustav može izdržati jednokratni

eksterni udar i nastaviti relativno normalno poslovati. Posebno u uvjetima stabilnog tečaja.

Iako za sada nema indicija o potrebi poduzimanja tako radikalnih mjera na širokoj osnovi, ne isključuje se mogućnost njihovog parcijalnog korištenja radi ublažavanja pojedinih problema. Tako je npr. Državnim proračunom predviđeno u ovoj godini izdavanje obveznica na inozemnom tržištu u iznosu od 750 mil. eura, što se, s obzirom na iznos, može pokazati kao rizična operacija imajući na umu nedavna negativna iskustva nekih drugih zemalja. Zato je, a polazeći od činjenice da će se glavnina tako prikupljenih sredstava koristiti za podmirenja deviznih obveza države, HNB spremna da za potrebe supstitucije tog inozemnog zaduživanja države zaduživanjem kod domaćih banaka spusti stopu minimalno potrebnih deviznih potraživanja sa sadašnjih 32% na 29%. Time bi se izbjeglo i djelomično istiskivanje ostalih sektora sa tržišta kredita. Iz istog razloga, logično je očekivati da će Vlada s posebnom pozornošću upravljati proračunskim deficitom i, u zavisnosti od inflacijom ubrzanog rasta nominalnih prihoda, razmotriti mogućnosti njegovog dodatnog smanjenja u 2008. godini.

4. Osim u ovom elementu, cjelina monetarnih kretanja na početku godine odvija se u skladu s predviđanjima.

Povećanje pondera za valutno inducirani kreditni rizik i uvjetovanje dostizanja "dozvoljenog" rasta plasmana banaka povećanjem stope adekvatnosti kapitala traži dokapitalizaciju banaka. U funkciji toga, a dijelom i da smanje utjecaj volatilnosti domaćih tržišta na svoju likvidnost, banke su inicijalno primile u prvom tromjesečju 480 mil eura depozita nerezidenata te ukupno povećale svoj inozemni dug za 560 mil. eura.

Nadalje, nakon oscilacija vezanih uz javnu ponudu dionica HT-a i promjena u strukturi ukupne štednje, kretanje štednih depozita se stabiliziralo i oni su sredinom travnja za 14,4% veći od prošlogodišnjih u isto vrijeme, a devizni depoziti veći su za 17,6%. Konačno, nakon privremene obustave u siječnja, kako bi se u uvjetima povećane inflacije suzbila deprecijacijska očekivanja, HNB je ponovno započeo s operacijama na otvorenom tržištu na razinama dostatnim da olakšaju upravljanje kratkoročnom likvidnošću banaka.

Sve to znatno je poboljšalo ukupnu likvidnost sustava i spustilo kamatne stope na novčanom tržištu. Dok su na samom početku godine one premašivale 10%, od tada se ponovno kreću na dnevnoj razini ispod 5% (prosjeck 3,2 %), na kojoj se formira i repo stopa središnje banke.

Sukladno poskupljenju inozemnih i povezano s time, povećanju kamata na domaće izvore sredstava, nešto su povećane i kamatne stope na kredite banaka. Međutim, time su se one uglavnom samo vratile na razine s početka uzlazne faze aktualnog kreditnog ciklusa tijekom koje je politika smanjivanja kamatnih stopa bila izravno u funkciji poticanja potražnje za kreditima

Konačno, nominalni tečaj čvrsto stagnira u uskom rasponu od 7.25 do 7.28 kuna za euro i uz ograničavanje rasta plasmana banaka predstavlja osnovno sidro i način antiinflacijskog djelovanja monetarne politike.

U takvim uvjetima, a nakon ciljanog usporavanja u drugom dijelu 2007. godine, izazvanog zaoštavanjem Odluke o obaveznom upisu blagajničkih zapisa, i zatim dozvoljenog, a dijelom samo fiktivno realiziranog, "skoka" u prosincu, plasmani banaka kreću se u prva četiri mjeseca (stanje 20. travnja) po godišnjoj stopi rasta od 12.0%, približno kao i ukupna ponuda novca (10.8%).

Usporedo s time, ukupan inozemni dug povećan je u prvom tromjesečju za 960 mil. eura i za 14% je veći nego u isto vrijeme prošle godine ne ukazujući na posebno povećane probleme u sferi eksternog financiranja poduzeća.

Ocjenjujemo stoga da će se, i bez dodatnog prilagođavanja instrumenata monetarne politike, osnovni parametri monetarnih tokova iz prvog tromjesečja održati i u cijeloj 2008. godini, kao što je projekcijom bilo predviđeno, dok bi, uz supstituciju inozemnog domaćim zaduživanjem države, ukupan inozemni dug mogao u ovoj godini porasti za oko 3 mlrd. eura ili za oko 9%. U ukupnosti to će biti dostatno za financiranje realnog rasta bruto domaćeg proizvoda po stopi od oko 4.5%, uz prosječnu stopu inflacije od 5.5 do 6%, ali i uz i dalje visok deficit platne bilance od oko 8.5% bruto domaćeg proizvoda.

5. Stave li se ovi parametri u kontekst globalnih kretanja, mogao bi se izvući zaključak da, unatoč sporijem rastu proizvodnje i višoj inflaciji od prošlogodišnje, hrvatska ekonomija prolazi kroz sadašnje razdoblje globalnih turbulencija uz relativno male žrtve. Međutim, to ne može biti povod samozadovoljstvu, kao što ni činjenica da neke druge zemlje imaju iste ili još i veće probleme ne može predstavljati utjehu. Naprotiv, sve ovo upućuje na potrebu još većeg opreza. Visok deficit platne bilance i inozemni dug indikatori su, naime, naše trajne ranjivosti na promjene i poremećaje u globalnim financijskim tokovima. A, koliko god da ti tokovi eksterno determiniraju monetarni ambijent i ponudu novca u Hrvatskoj, o potražnji za njime te o načinu i racionalnosti njegovog korištenja ipak prije svega odlučuju naša poduzeća, domaćinstva i država. U okvirima koja postavlja ukupna ekonomska politika i odgovarajuća financijska regulativa.

Evidentno je da su promjene na tom području nužne i da ih treba realizirati u relativno kratkom roku. Naime, približavanjem ulaska u EU približava se i trenutak kada će HNB ukinuti GOP i bitno smanjiti stopu obvezne pričuve, dakle relaksirati skup instrumenata koji se u postojećoj situaciji pokazao kao dobra potencijalna zaštita od globalnih turbulencija i dijela domaćih neracionalnosti.

Pri tome suština problema neće biti u oslobađanju imobilizirane likvidnosti - do nje će doći vrlo postupno, a ne jednokratno - već u potrebi da sadašnju ulogu tih instrumenata reguliranja ponude preuzmu neki drugi instrumenti i neke druge politike reguliranja potražnje za novcem. Restriktivnije i selektivnije, a time i rizičnije nego dosad.

A, ako netko misli da će samim ulaskom u EU ti problemi postati manji, dovoljno je da pogleda s kakvim problemima se danas suočavaju neke nove članice koje su do nedavno isticane kao ogledni primjer uspješne tranzicije i brzog ekonomskog rasta. Ako iz toga ništa ne naučimo, jedino što nam preostaje je da ponovimo neke njihove greške.