

Željko Rohatinski

## MONETARNA POLITIKA U VRIJEME KRIZE

Ogromna je literatura koja danas već postoji na temu aktualne ekonomske krize. Od deskripcije i analize konkretnih događanja do generalizacije problema u kontekstu duge povijesti financijskih kriza i traženja njihovih fundamentalnih uzroka u genezi i karakteru samog kapitalističkog sustava.

O tome pišu kako sveučilišni profesori, tako i manageri, konzultanti, novinari, suci, ministri, čak i kongresmeni. Zahvaljujući tome, a unatoč svim razlikama u pristupu temi, formirana je jedna opća, prilično homogena percepcija kako i zašto je nastupila kriza, te što je potrebno poduzeti, mijenjati u sustavu, da se smanji rizik ponavljanja takvih kriza u budućnosti.

Nasuprot tome, i u literaturi i još više u praksi, ne postoji neki čvrsti konsenzus kako operativno izaći iz krize. U početku se jednostavno polazilo od pretpostavke da će velike financijske injekcije u kombinaciji s "naučenom lekcijom" same po sebi uspostaviti ambijent dostatan da djelovanje tržišta pokrene oporavak, dok u posljednje vrijeme sve više prevladava uvjerenje kako te injekcije moraju biti praćene snažnim intervencijama ekonomske politike.

Stiglitz (Freefall) navodi: Mjere poticaja trebaju biti zasnovane na slijedećim načelima:

(a) pravovremenost (brzo djelovanje)

(b) efikasnost (različitosť multiplikatora)

(c) usmjerenost na dugoročne probleme

(d) fokusiranost na investicije

(e) (socijalna)pravednost

(f) vođenje računa o teškoćama onih koji su najpogođeniji krizom

(g) usmjerenost na područja gdje je najveći pad zaposlenosti

Razmotrimo monetarnu, u kontekstu ukupne ekonomske politike u Hrvatskoj, s aspekta tih načela:

(1) PRAVOVREMENOST (dvije faze):

- Preventivno djelovanje (kapitalske i kreditne kontrole, prudencijalne mjere) kojim su spriječeni još veći baloni i neravnoteže. Politika je po karakteru bila restriktivna, a po intenzitetu umjereno ekspanzivna. Ona, naime, nije zaustavljala već samo usporavala monetarne tokove pri dinamikama znatno višim od rasta BDP-a. Po tome smo bili specifični i izloženi kritikama;

- Politika bitno mijenja karakter već sredinom 2008.: minimalna devizna potraživanja smanjena su s 32% na 28,5%, zatim na 25%, pa na 20%; povećane su operacije na otvorenom tržištu uz fiksnu kamatnu stopu od 6%; ukinuta granična obvezna pričuva; stopa obvezne pričuve smanjena sa 17% na 14%, uz promjene u strukturi obvezne pričuve (ukupan efekt ovih mjera oko 5 mlrd eura); ukinut je limit na prirast kredita; ove godine daljnje spuštanje stope obvezne pričuve na 13%.

## (2) EFIKASNOST (tri razine):

### (a) Funkcioniranje sustava u cjelini:

- U interakciji s cjelinom odnosa u financijskom sustavu, takva politika je izravno i neizravno utjecala na oblikovanje monetarnih tokova pri kojima je:

- održana eksterna likvidnost zemlje bez pomoći MMF-a (u uvjetima dospjeća glavnice i kamata od 10,4 mlrd. eura);
  - očuvane devizne rezerve i ukupno raspoloživa devizna sredstva, čak i povećana ( za 1,2 mlrd. eura);
  - omogućena daljnja dostupnost financijskih sredstava iz inozemstva uz postupni pad premije na rizik prema razinama prije izbijanja krize;
  - održana stabilnost tečaja bez većih izravnih intervencija središnje banke;
  - spriječen kreditni lom na domaćem tržištu (rast kredita 1,8%);
  - zajedno s novim inozemnim zaduživanjem poduzeća i države (2,8 mlrd. eura; rast 9,5%), ostvaren je rast ukupnih kredita od 5,1%, čime je ublažen efekt pada tekućih prihoda na likvidnost i potrošnju;
  - time je odnos ukupnih kredita prema BDP povećan sa 141,2% krajem 2008. na 152,4% krajem 2009.godine odnosno na 148,4% isključi li se utjecaj pada BDP-a (domaćih kredita sa 78,7% na 82,3% - 80.1%);
  - bankovni sustav ostao je "zdrav" sa stopom adekvatnosti kapitala od 15,8% i stopom prinosa od 6,7% te je sačuvao povjerenje štediša (rast ukupne štednje 4,4%)
  - kamatne stope: nakon rasta tijekom 2008. i I-XI 2009. 6,73% na 8,34% (snažan utjecaj na raspoloživi dohodak), prosječna kamatna stopa na kunske kredite s valutnom klauzulom počinje se lagano smanjivati (II 2010. prosječno iznosi 8,24%, u čemu kamatna stopa na kredite poduzećima od 2-3 godine 8,17% - u ožujku je kamatna stopa na kredite iz modela A spuštena ispod 5%)
- Dakle (promatrano na razni sustava), reakcija monetarne politike na pojavu krize bila je pravovremena, a po karakteru izrazito ekspanzivna , bez obzira na pad monetarnih agregata (M1 za 14,6%, i M4 za 0,9%).
- Time je i na vrhuncu krize održana stabilnost financijskog sustava te su izbjegnuti neki od radikalnijih problema kakvi su se pojavili u drugim zemljama, a kojima je zbog visoke "eksterne ranjivosti" Hrvatska posebno izložena. U tom smislu, očekuje se nastavak stabilnog funkcioniranja financijskog sustava i tijekom 2010. godine, bez potrebe ponovnog uvođenja restriktivnih mjera.

### **(b) Sektorska razina**

- Bitno različita situacija u odnosu na druge zemlje, gdje je glavni problem bio bankovni sektor, a kod nas financiranje države;

- Prvo je trebalo održati likvidnost i solventnost države u uvjetima:

(a) visokih potreba refinanciranja obveza (ukupno 14,2 mlrd. kuna ili 4,3%BDP-a) pri bitno otežanim mogućnostima inozaduženja u prvom dijelu 2009. godine; te

(b) pada prihoda pri neelastičnosti glavnine rashoda, zbog čega je tekući deficit povećan sa 2,7% na 5,2% BDP-a (s 9,1 na 17,3 mlrd. kuna)

Bez toga, moratorij, pad rejtinga i visok porast kamatnih stopa pogodio bi ukupnu ekonomiju.

- Iznudeno vezivanje ekspanzivne monetarne politike s potrebama financiranja države utjecalo je i na preraspodjelu kredita na domaćem tržištu između države i ostalih sektora; prirast kredita državi iznosio je 6,4 mlrd. kuna (rast 16,2%), dok su krediti ostalim sektorima agregatno smanjeni za 1,5 mlrd. kuna (-0,7%).

Međutim, kretanje između i unutar sektora bilo je diferencirano: krediti poduzećima povećani su za 2,1%, a kreditiranje stanovništva smanjeno za 2,9% (u okviru toga krediti za automobile smanjeni za 19,0%, a nenamjenski za 4,1%, dok su stambeni porasli za 1,2%).

Pored toga, sektor poduzeća uspio je kompenzirati sporiji rast domaćih kredita inozemnim zaduživanjem i izravnim stranim ulaganjima, tako da je ukupni prirast kredita tom sektoru u 2009. iznosio 14,4 mlrd. kuna (rast od 5,1%), približno kao i prirast kredita državi (14 mlrd. kuna, rast 19,6%).

- Dakle, sektorska preraspodjela kredita odigrala se prvenstveno između države i stanovništva (državne i osobne potrošnje privatnog sektora), dvaju sektora s najmanjom i najvećom elastičnošću potražnje -tako da, uključujući se i stambeni krediti, u 2009. godini nije bilo nikakvog kreditnog sloma u proizvodnom sektoru.

- Otuda, monetarna politika bila je kratkoročno efikasna s aspekta rješavanja ključnog sektorskog problema (nelikvidnosti države), kroz očuvanu stabilnost financijskog sustava i tečaja spriječila je snažan troškovni udar na sve sektore nacionalne ekonomije te je omogućila daljnji prirast kreditiranja proizvodnog sektora.

### **(c) Mikro razina**

Slika se, međutim, mijenja kad se uključi i mikro struktura kreditiranja, s obzirom na različitu poziciju koju pojedina poduzeća imaju na tržištu kredita.

Velika poduzeća u većinskom vlasništvu države, koja učestvuju u strukturi domaćih kredita sektoru poduzeća sa 14%, povećala su svoje zaduženje za 20,2% što je apsorbiralo više nego ukupan prirast domaćih kredita tom sektoru (kreditni ostalim poduzećima su smanjeni za 0,4%). Kako na ta poduzeća otpada i značajan dio inozemnog zaduživanja (21%, bez izravnih stranih ulaganja) mijenja se i ukupna struktura kreditiranja poduzeća i to, ako je suditi po posljednjim zbivanjima, prema entitetima s ozbiljnim problemima u racionalnosti korištenja sredstava, a koji eksplicitno koriste državna jamstva i zato su bankama u pravilu atraktivniji komitenti.

Povezano s kreditiranjem same države, tako je u 2009. godini 81% prirasta ukupnih kredita (u zemlji i iz inozemstva) završilo u javnom sektoru, odnosno došlo je do odgovarajućeg istiskivanja privatnog sektora s tržišta kredita.

Zbog svih tih promjena u sektorskoj i mikro strukturi kreditiranja, agregatni prirast kredita nije u 2009. godini mogao značajnije kompenzirati pad prihoda od prodaje roba i usluga privatnog sektora te izostanak dohodaka sa tržišta kapitala i nekretnina da bi se uz rigidnu strukturu raspodjele očuvala likvidnost tog dijela ekonomije.

Upravo je ta rigidna raspodjela dodatno potencirala problem "realne prilagodbe" kroz smanjenje zaposlenosti u privatnom dijelu proizvodnog sektora. Sektora koji je najviše pogođen padom izvoza i osobne potrošnje, a koji jedini i može produktivno kreirati nova radna mjesta.

#### Može li se u 2010. godini uraditi više?

- Tek kada je krajem 2009. stabilizirano tekuće kreditiranje države, otvorene mogućnosti inozemnog refinanciranja u 2010., uspostavljene "rezerve likvidnosti" (alokacija SDR-a) za slučaj kratkoročnih šokova, ali najavljen i politika smanjenja proračunskog deficita, mogla se monetarna politika više okrenuti privatnom sektoru.

- Primarni, kratkoročni, problem nije likvidnost bankovnog sektora, već averzija prema riziku na strani ponude, ali i na strani potražnje za kreditima.

- Likvidnost: stabilnost financijskog sustava omogućila je neto priljev inozemnih sredstava, te su devizne rezerve povećane za 896 mil. eura. Njihovom konverzijom, primarni novac povećao je za 6,4 mlrd kuna (12.9%)

Visoka likvidnost bankovnog sektora u I-III 2010. godine:

- prosječno stanje prekonoćnih depozita 5,5 mlrd. kuna;
- prosječna kam. stopa na prekonoćnom tržištu 0,64%

- Rizik: kvarenje plasmana - B i C povećani su za 62,7%, odnos prema ukupnim kreditima povećan s 4,9% na 7,8%, u čemu kod poduzeća sa 7,5% na 12,8%, a kod stanovništva s 4,0% na 5,8%. Tome treba dodati i reprogram kredita na razini od oko 4,5% ukupnih kredita.

- Mjere HNB-a imaju ulogu "poticaja" za preuzimanje rizika, a s obzirom na najnižu cijenu oslobođene likvidnosti i u funkciji su smanjenja kamatnih stopa.

### Kretanje I-20.III 2010.

U tom razdoblju nove mjere još nisu efektuirane pa se kreditna aktivnost odvija po ranijim dinamičkim i strukturnim obilježjima.

Ukupni krediti povećani su u tom razdoblju za 2,0% (međugodišnja stagnacija), u okviru čega su krediti središnjoj državi povećani za 10,8% (međugodišnji rast 5,1%), dok krediti ostalim sektorima stagniraju (-1,1%). U tome, krediti poduzećima rastu 1,8% (2,2%), dok krediti stanovništvu i dalje padaju za 0,9% (sada su za 3,9% niži nego u ožujku 2008. godine).

Međutim, zaustavljena je tendencija smanjivanja depozitnog novca, tako da je i novčana masa porasla u prva tri mjeseca za 1,8% (međugodišnji rast 3,0%), dok ukupna likvidna sredstva stagniraju.

Može li se ostvariti brži rast kredita sektoru poduzeća, odnosno kolike su mogućnosti da se nastavi sa smanjenjem stope obvezne pričuve?

**(3) DUGOROČNI PROBLEM** - platna bilanca i dug, jer su oni ograničenja održivom rastu i zapošljavanju. Taj problem dimenzionira i mogući stupanj "ekspanzivnosti" monetarne politike.

U 2009. osnovna prilagodba padu izvoza (za 19%) i agregatne potražnje (za nominalno 9%) i prepolovljenim izravnim stranim ulaganjima bilo je smanjenje uvoza roba i usluga za 24,8%, tako da je deficit u razmjeni roba i usluga više nego prepolovljen (sa 3,8 na 1,7 mlrd. eura) čime je i deficit tekućeg računa smanjen sa 9,2% na 5,2% BDP-a.

On je, međutim, i dalje visok, te je uz njega, pri istodobnom padu BDP-a za nominalno 2,7%, stupanj inozemne zaduženosti povećan sa 83,3% na 94,9%BDP-a (98,3% uključujući "kružna ulaganja"), a u 2010. će (s tim ulaganjima) preći 100% BDP-a.

To ima za posljedicu i povećani odljev temeljem plaćenih kamata, koji je u 2009. iznosio 2,7% BDP-a, a u 2010. će dostići 3%.

To su (deficit, dug) glavni dugoročni problemi hrvatske ekonomije koji zahtijevaju bitne promjene u strukturi ukupne ekonomije i modalitetima

vođenja ekonomske politike.

Kratkoročno pak, to ne samo da ostavlja mali manevarski prostor općoj monetarnoj ekspanziji, već eksplicitno pretpostavlja njeno "usmjeravanje" od strane ukupne politike na način kojim će se postupno mijenjati "alokacija" likvidnosti u sustavu.

Tu su, međutim, prisutni izraženi problemi ekonomske, ali i političke prirode:

(a) Dodatno povećane potrebe refinanciranja konsolidirane opće države u 2010. godini (22,9 mlrd kuna ili 6.8% BDP-a), uz zadržavanje tekućeg fiskalnog deficita na razini od oko 5% BDP-a (16,3 mlrd. kuna, ili 4,8% BDP-a), čemu se mogu pridodati i potencijalne obveze temeljem jamstava brodogradnji.

Dakle, nema značajnije fiskalne prilagodbe, koja bi omogućila da se veći dio kreditnog potencijala i ukupne likvidnosti usmjeri prema proizvodnji;

(b) Kriteriji za sindicirano kreditiranje i jamstva prvenstveno se temelje na financijskoj situaciji korisnika kredita, ali ne i na ocjeni uloge njegovog "proizvoda" u rješavanju (ublažavanju) temeljnog ekonomskog problema (platne bilance).

Tu postoje još dva dodatna problema:

- izbor "prijelomnog trenutka" (1.VII 2008.) za početak "teškoća", jer su do tada relativno najbolje stajala poduzeća koja su se razvijala upravo na elementima koji su izazvali krizu, a ne ona koja su bitna za ublažavanje dugoročnih problema;

- određeno "razvodnjavanje" kreditne podrške, korištenjem dijela kredita (20%) za podmirivanje obveza prema državi i bankama;

(c) Odgađanje aukcije za jamstva iz modela B ukazuje i na značajne probleme u sferi investicijskih projekata, odnosno spremnosti i sposobnosti samih poduzetnika da mijenjaju svoje poslovanje. To je "druga strana medalje" vezana uz stihijskih formiranu strukturu ekonomije i kvalitetu njezine organizacije. Problem koji nikakva monetarna ekspanzija ne može suštinski riješiti

(d) Kreditna podrška nije beznačajna (10% ukupnog stanja kredita domaćih banaka sektoru poduzeća), ali nije ni dostatna da bi sama polučila signifikantne rezultate. Za njih je potrebno funkcionalno objediniti, odnosno kanalizirati prema suštinskom problemu, sve aspekte financijske podrške. Za to su pak potrebne promjene u sustavu kreditiranja od strane HBOR-a, te u sustavima poticaja, subvencija i državnih jamstava. Njih za sada nema, a samo se tako, uz odgovarajući poreznu politiku, može efikasno poticati razvoj i unapređenje poslovanja

privatnog sektora uz smanjivanje njegove parcijalne ovisnosti od poslova s državom.

#### **(4) NAJPOGODENIJI SEKTORI** (izvan djelokruga monetarne politike)

- Obično se ističe da su to građevinarstvo s padom bruto dodane vrijednosti od 6,0% nominalno (realno 6,1%), trgovina s padom od 12,3% (realno 14,3%), a naglašavaju se i zaoštreni problemi u poljoprivredi.

Međutim, to su sektori koji su u prijašnjim godinama natprosječno brzo rasli upravo na efektima balona, potražnje financirane inozemnim kreditima i promjenama relativnih cijena bez osnova u fundamentima.

Tako je:

**BDV 2009./2006. (nominalno):**

- građevinarstvo 21,8%
- poljoprivreda 25,3%
- ukupna ekonomija 17,9%

- najveći problem je u prerađivačkoj industriji: 2009./2008. -7,0% (realno -8,5%), 2009./2006. 9,6%

- Posebne mjere (200 eura; državne investicije u cestogradnju) nisu na pravcu rješavanja osnovnog problema.

**(5) PRAVEDNOST** - ne može biti odraz aktualnog odnosa političkih snaga i dnevne politike:

- radno aktivno stanovništvo - socijalna davanja
- poljoprivrednici-radnici
- zaposlenici u državnom i u privatnom sektoru

#### **Projekcija 2010.**

Nema mnogo argumenata za daljnje smanjenje stope obvezne pričuve, jer uz dosadašnju strukturu realizirane potražnje za kreditima linearno povećanje likvidnosti i domaće potrošnje može dovesti samo do ponovnog pogoršanja odnosa u platnoj bilanci, a ne treba potpuno zanemariti ni pitanje inflacije.

Ipak, pri postojećoj razini likvidnosti bankovnog sektora te postupnom efektuiranju dosad poduzetih mjera, ocjenjuje se da bi ukupni krediti u zemlji mogli u 2010. godini porasti za oko 6%, u čemu krediti državi za oko 10%, a krediti ostalim sektorima za 5,5%. Istodobno, očekuje se i novo zaduživanje države i poduzeća u inozemstvu za oko 3 mlrd. eura, tako bi ukupni krediti mogli u 2010. godini porasti za oko 7,5%.

Sukladno tome, M1 i M4 mogli bi porasti za oko 6,5%, što će u određenoj mjeri relaksirati financijske tokove i stabilizirati domaću potražnju. Za očekivati je da će u takvim uvjetima postupno doći i do povećanja prometa i cijena na burzi, ako za to zapravo neće postojati neki fundamentalni razlozi. Naprotiv. Uz istodobno spori rast potražnje u zemljama EU, u 2010. godini ukupna ekonomska aktivnost će uglavnom stagnirati, bez većih strukturnih promjena (dvojni deficit 5-6% BDP-a). Dakle, bit će to godina prilagođavanja krizi na razini preživljavanja, bez početka formiranja snažnijih impulsa za brzi izlazak iz krize.

Vratimo se na početak: reakcija monetarne politike na pojavu krize bila je pravovremena i efikasna na razini ukupnog sustava. Možda i "preefikasna", jer se stvarao dojam da sustav može i dalje funkcionirati na dosadašnji način. Zato izostaju ili se sporo iniciraju strukturne promjene - što znači funkcionalne prilagodbe države, banaka i samih poduzetnika - pa je i efikasnost politike padala na nižim razinama. Međutim, bez tih promjena, prije svega otklanjanju neracionalnosti u funkcioniranju javnog sektora, nema rješenja dugoročnih problema, pa time ni brzog izlaska iz krize (neovisno od zaustavljanja pada i početka blagog rasta BDP-a). U tome nam, kao što pokazuje i primjer Grčke, nitko neće pomoći, ako si ne pomognemo sami.