

Željko Rohatinski

**EKONOMSKA KRIZA I MONETARNA POLITIKA
(HNT, Opatija 14. 5. 2009.)**

1. Prije godinu dana gospodarstvo je raslo po stopi od 4.3%, a na raznim se skupovima govorilo o potrebi još bržeg rasta. O novim investicijama, novim radnim mjestima, većim poticajima, procvatu narodnog dioničarstva, stanogradnji kao lokomotivi rasta, jačanju socijalne države...

Danas gospodarstvo pada 5% i govori se o tome kako ublažiti efekte prenošenja globalne krize na naše prostore, a zatim se na valu općeg ekonomskog oporavka što prije vratiti na prijašnju uzlaznu putanju.

Oba pristupa su pogrešna. Prije godinu dana još su bile podcijenjene eklatantne opasnosti dotadašnjeg tipa gospodarskog rasta, sada se priželjkuje ponovno uspostavljanje obrasca koji je samo potencirao efekte prenošenja svjetske krize na stanje i tendencije u hrvatskoj ekonomiji.

Kao da nismo dobili lekciju i kao da iz nje ne možemo ništa naučiti.

A to je da ekonomski rast ne može dugoročno biti temeljen na ekspanziji domaće potražnje koja permanentno generira fundamentalne vanjske i unutarnje neravnoteže i time povećava opću zaduženost. Njenim rastom povećavao se, naime, i rizik da potencijalni problemi u priljevu kapitala, porastu njegove cijene ili problemi u izvoznoj potražnji sruše cijeli obrazac rasta i pretvore ga u njegovu suprotnost. To se upravo i dogodilo.

Otuda, izlazak iz sadašnje situacije načelno se ne može bazirati na dodatnom širenju neravnoteža, već na njihovom bitnom smanjivanju. Čak i da ne postoje dugoročna ograničenja u njihovom daljnjem financiranju, a pogotovo kad su ta ograničenja kratkoročno vrlo izražena.

Za to je, općenito, potrebno voditi "anticikličnu" ekonomsku politiku sa "zdravom jezgrom" i ugrađenim amortizerima. Kako do sada takvu integralnu politiku nismo imali, došli smo u situaciju da deficite moramo smanjivati u vrijeme recesije, što ju može još više produbiti.

Kako smo došli u sadašnju situaciju?

2. Percepcija krize široko je ekspanzirala u listopadu 2008., prvenstveno povezana s padom burze, nakon kojeg se očekivao financijski kolaps širih razmjera.

To se nije dogodilo, jer je monetarni sustav reagirao brzo i efikasno, upravo na načelima anticikličnosti.

Presudno je u tom trenutku bilo spriječiti gubitak povjerenja štediša u bankovni sustav i zadržati vjerodostojnost monetarne politike. Bez toga aktivirao bi se, naime, "klasični krug" financijske krize kojeg prošlogodišnji "nobelovac" Paul Krugman prikazuje kao

međuviznost triju elemenata: gubitak povjerenja - rušenje tečaja, rast kamatnih stopa, nagli pad potražnje - financijski problemi za poduzeća, banke i stanovništvo, koji pak rezultiraju daljnjim gubitkom povjerenja.

Iako su svi ti elementi bili, a dijelom su još uvijek prisutni, intenzitet njihovog ispoljavanja održan je u okvirima koji nisu potaknuli lančanu reakciju.

U funkciji toga:

HNB je ukidanjem granične obvezne pričuve (450 mil. eura) i smanjenjem obvezne pričuve (1115 mil. eura) oslobodio bankama 1555 mil. eura imobilizirane likvidnosti. Pored toga, smanjenjem minimalnih deviznih potraživanja (28.5% na 20%) omogućio je bankama da aktiviraju svoje pričuve u iznosu od 2084 mil. eura. Poduzete su i druge mjere: otvorena pozicija, swap, devizne intervencije (neto 200 mil. eura).

Istodobno, banke su povećale svoj inozemni dug u četvrtom tromjesečju za 2131 mil. eura, od čega kratkoročni dug za 1898 mil. eura.

Dakle, ukupni neto input likvidnosti od strane HNB-a i inozemnih banaka (450+1115+2131+200) iznosio je 3896 mil. eura, što odgovara vrijednosti od oko 8% BDP-a. Trećina tih sredstava je izravno ili neizravno plasirana državi za podmirivanje domaćih obveza i otplatu inozemnog duga, dok je ostatak usmjeren na održavanje likvidnosti u poslovanju banaka s drugim sektorima.

3. Nakon toga, situacija u monetarnoj sferi počinje se postupno konsolidirati, ali sa znatno izmijenjenim strukturnim i dinamičkim obilježjima.

3.1. Inozemni dug

Kao najveća potencijalna opasnost izravnog prenošenja svjetske financijske krize na Hrvatsku ocijenjen je rizik djelomičnog povlačenja inozemnog kapitala iz zemlje. Smanjenjem bankovnih depozita i ulaganja u fondove, povlačenjem dobiti ili nerefinciranjem dospjelih inozemnih obveza poduzeća i države.

Do sada se to nije dogodilo, barem ne u značajnijoj mjeri. Tako je bruto inozemni dug krajem ožujka ove godine iznosio 39.1 mlrd. eura, jednako kao što je bio i na kraju 2008. godine. Pri tome su dug poduzeća i izravna ulaganja povećani za oko 620 mil eura, dok je u istom iznosu središnja država neto otplatila dospjelu glavnica svog duga, uz najavu refinanciranja svojih daljnjih obveza zaduživanjem na inozemnom tržištu.

U postojećoj situaciji, kad se ne računa na aranžman s MMF-om ili na neki drugi oblik inozemne financijske podrške, to nesumnjivo predstavlja pozitivnu pojavu, ali ujedno i naznaku radikalnog prekida dosadašnjih tendencija u priljevu inozemnog kapitala kreditnim kanalima. Taj je priljev samo u 2008. godini iznosio 6.4 mlrd. eura, predstavljajući osnovni izvor financiranja rasta domaće potrošnje i investicija.

3.2. Domaća štednja

Nakon naglog pada štednje stanovništva u bankama tijekom listopada 2008. za oko 3.5 mlrd. kuna, ona se do kraja prvog tromjesečja 2009. realno vratila na prethodnu razinu i danas je za 10.7% veća nego prije godinu dana. To određuje i godišnji rast ukupne štednje od 7.1%.

Međutim:

(a) dinamika:

Rast domaće štednje u bankama je sada gotovo upola sporiji od prosječnog u prethodnim godinama (13.5%) i pod utjecajem je supstitucije alternativnih oblika štednje, tako da je agregatna vrijednost domaće financijske imovine značajno smanjena (7%).

(b) valutna struktura:

Povećana percepcija valutnog rizika rezultirala je povećanjem udjela devizne štednje u strukturi ukupne štednje, sa 66.3% u travnju 2008. na 72.7% danas. To povećava i opći stupanj euriziranosti hrvatske ekonomije, gdje je udio deviznih sredstava u strukturi ukupnih likvidnih sredstava porastao s 49.6% na 56.6%.

(c) sektorska struktura:

Za razliku od štednje stanovništva, štednja sektora poduzeća smanjena je u posljednjih godinu dana za 6,0%, čime je smanjen i njezin udio u strukturi ukupne štednje s 19,7% na 17,3%. To ukazuje na znatno pogoršanje financijskog potencijala tog sektora, što je samo odraz smanjene likvidnosti u sferi njihovog tekućeg poslovanja, gdje je količina depozitnog novca smanjena za 18,5%, uzrokujući i smanjenje novčane mase za 12,0%.

3.3. Sve to govori o izraženim ograničenjima u rastu kreditnog potencijala iz domaćih izvora, a povezano sa stagnacijom inozemnog duga i stanjem na burzi, i o ograničenjima u formiranju ukupnog financijskog potencijala zemlje.

Rezerve imobilizirane likvidnosti koje u tom smislu još postoje kod HNB-a već su u posljednjih godinu dana značajno smanjene (sa 51 na 41 mlrd. kuna), tako da obvezna pričuva banaka u devizama krajem travnja iznosi još samo 628 mil. eura (prema 2408 mil. eura koliko je iznosila u travnju prošle godine). Prema tome, eventualno daljnje smanjivanje stope obvezne pričuve moglo bi hipotetski biti jedino u funkciji domaćih plaćanja, dok bi konverzija tako oslobođenih kuna u devize pretpostavljala znatno smanjenje neto deviznih pričuva središnje banke, s negativnim utjecajem na percepciju domaćih štediša i inozemnih kreditora. Zato bi takav korak imao opravdanje jedino u slučaju credit cruncha na inozemnim tržištima i izravne prijetnje eksternoj likvidnosti zemlje.

3.4. Plasmani

Nakon injekcije likvidnosti od strane inozemnih banaka i HNB-a, ukupni plasmani banaka zadržali su godišnju dinamiku rasta od 14,0% po kojoj su prosječno rasli i tijekom prethodnih pet godine, ali su:

(a) struktura:

Unutar ukupnih kredita, neto krediti državi porasli su u posljednjih godinu dana za čak 94,6%, čime je njihov udio u strukturi ukupnih kredita banaka povećan sa 6.5% u travnju prošle na 11.1% u travnju ove godine.

Istodobno, krediti ostalim sektorima rastu po godišnjoj stopi 8.4% i značajno se usporavaju u odnosu na prethodne godine (15% u 2007; 10.5% u 2008). Time se povećava i raskorak između efektivnog rasta kredita tim sektorima i "dopuštenog", odnosno od strane HNB-a nepenaliziranog rasta. Naime, u odnosu na bazno stanje krajem 2007. godine, ti krediti su danas veći za 11.1%, dok "limit" iznosi 16% ili oko 10.2 mlrd. kuna više. Dijelom je to rezultat usporavanja potražnje za kreditima (zbog povećanja kamatnih stopa i neizvjesnosti), ali upućuje i na izraženu pojavu istiskivanja ostalih sektora s tržišta kredita od strane države.

(b) valutni aspekt:

Porast inozemnih izvora sredstava i udjela devizne štednje skratio je deviznu poziciju banaka, čija je neto inozemna pasiva povećana sa 3.9 na 5.3 mlrd eura (istodobno je neto inozemna aktiva monetarnih institucija smanjena sa 6.1 na 3.6 mlrd. eura). Time se za njih povećao i valutni rizik, pa je dio banaka prestao odobravati čiste kunske kredite, prebacujući taj rizik na korisnike novih kredita. Zajedno s povećanim stupnjem euriziranosti, to još više naglašava značaj održavanja stabilnog tečaja.

3.5. Tečaj

Nakon što se krajem 2008. vratio na početnu razinu od 7,32 kune za euro, u prvom tromjesečju ove godine tečaj je pod utjecajem povećane potražnje za devizama deprecirao za 2%, ali su ga zatim slabljenje deprecijacijskih očekivanja i najava inozemnog zaduživanja države vratili u okvire relativno visoke stabilnosti.

Radi zaustavljanja deprecijacijskih očekivanja, HNB je u tom razdoblju izravno intervenirao na deviznom tržištu u bruto iznosu od oko 500 mil. eura, ali je i relaksacijom prudencijalnih mjera proširio manevarski prostor bankama da povećaju ponudu deviza te se tako i same uključe u obranu stabilnosti tečaja.

"Poticaj" za takvo ponašanje banaka bila je promjena u valutnoj strukturi izdvajanja obvezne pričuve te politika ograničenih injekcija kunske likvidnosti kroz operacije na otvorenom tržištu, što je povremeno imalo za posljedicu i vrlo visoke kamatne stope na

prekonoćne kredite na tržištu novca. Stabilizacijom tečaja smanjeni su i pritisci na te stope, te su one konstantno niže od lombardne stope HNB-a i u prosjeku iznose 6.5%.

3.6. Kamatne stope

Relaksacijom mjera monetarne politike smanjeni su i jedinični "troškovi regulacije" za banke za približno 20%. Tako su npr. za pokriće tih troškova pri pasivnoj kamatnoj stopi na devizni depozit od 5% i uz tečajni rizik od 2% banke prije trebale ostvariti prosječnu kamatnu stopu na plasmane od 10.2%, dok je sada ta stopa spuštena na 8.1%.

Činjenica da su unatoč tome aktivne kamatne stope banaka porasle ima uzroke u povećanoj cijeni inozemnog zaduživanja (country risk), povećanju kamatnih stopa na domaće depozite zbog jačanja konkurencije između banaka u uvjetima usporenog rasta depozita, te u pogoršanju kvalitete plasmana, odnosno smanjenoj naplativosti kredita, posebno onih odobrenih stanovništvu.

4. Dakle, gledano u cjelini, monetarni sektor je izdržao prvi udar financijske krize i postupno se konsolidira. Međutim, on više nema kapacitet da podržava dosadašnju dinamiku rasta 5 agregatne potražnje, niti su same banke spremne neselektivno nastaviti s ekspanzivnom politikom ponude kredita.

Za razliku od njega, realni sektor još uvijek pada, ali to nije isključivo posljedica aktualne financijske krize, već je rezultat postupnog kumuliranja više faktora i započinje još početkom 2008. godine. Tako se industrijska proizvodnja još od ožujka prošle godine smanjuje po prosječnoj trendnoj stopi od 0.7% mjesečno, dok je BDP praktički stagnirao tijekom cijele prošle godine na sezoničnoj razini iz zadnjeg tromjesečja 2007. godine.

Uzroci:

(1) Ubrzanje prosječne godišnje stope inflacije s 2.9% na 6.1%, koje je u 2008. godini neutraliziralo glavninu nominalnog rasta tekućih dohodaka.

Iako je u drugom dijelu 2008. godine nastupilo agregatno smanjenje potrošačkih cijena za oko 1% u odnosu na njihovu razinu iz mjeseca srpnja, tekući rast tih cijena u prvom tromjesečju ove godine od 2.1% indikator je mogućeg nastavka negativnog djelovanja inflacije na raspoložive dohotke i realnu potražnju na domaćem tržištu.

(2) Pad vrijednosti financijske imovine stanovništva uložene u vrijednosne papire i nebankovne institucije uslijed ispuhavanja balona na tržištima dionica i nekretnina.

On je u 2008. godini iznosio oko 47 mlrd. kuna (za 37.1%) od čega u četvrtom tromjesečju oko 16 mlrd. kuna, čime je potpuno neutraliziran rast te imovine tijekom prethodne godine. Zajedno s realnom stagnacijom dohodaka od rada, takav gubitak kapitalnih prihoda i likvidnosti doveo je do pada osobne potrošnje i bitnog usporavanja investicija.

(3) Jačanje nelikvidnosti zbog neelastičnosti dijela tekućih rashoda u uvjetima smanjenih prihoda te visokih kreditnih obveza. I dok su u tome sektori stanovništva i poduzeća imali određeni manevarski prostor kroz smanjenje svoje štednje, sektor države ponašao se vrlo rigidno. Tako je deficit konsolidirane opće države (uključujući HAC i HBOR) povećan s 5.6 mlrd. kuna u 2007. na 8.6 mlrd. kuna u 2008. godini, ili sa 1.8% na 2.5% BDP-a, pri čemu je cijeli taj deficit bio koncentriran u posljednjem tromjesečju, znači u vrijeme najvećih potresa na financijskim tržištima.

Slična kretanja nastavljena su i u prvom tromjesečju ove godine kada se središnja država neto zadužila na domaćem tržištu za daljnjih 10.5 mlrd. kuna, od čega je neto otplatila dospjeli inozemni dug od 3.3 mlrd. kuna, dok je 7.2 mlrd. kuna koristila za plaćanja u zemlji.

Naravno da likvidnost na domaćem tržištu nije bila u tom razdoblju dovoljna za financiranje tolikih potreba države, i jedino je neformalno "uvjetovanom" relaksacijom monetarne politike bilo moguće spriječiti pojavu nesolventnosti države u podmirivanju njenih obveza – posebno prema inozemstvu. Time je, međutim, značajno umanjena mogućnost da se ta dotad imobilizirana sredstva izravno usmjere prema sektoru poduzeća i održavanju njihove likvidnosti.

(4) "Animal spirits", s tzv. multiplikatorom (ne)povjerenja, odnosno opće euforije u uzlaznoj i opće panike u silaznoj fazi ciklusa, zbog koje se ekonomski entiteti ne ponašaju racionalno.

Indikator aktualnog stanja u toj sferi je i indeks pouzdanja potrošača koji je tijekom 2008. i u prvom tromjesečju 2009. godine smanjen za preko 25 poena i na najnižoj je razini još od sredine 1999. godine.

(5) Na te dominantno domaće čimbenike, uslijedio je tek krajem 2008. godine ključni eksterni udar - pad izvozne potražnje, čije negativno djelovanje potenciraju vrlo ograničene mogućnosti supstitucije izvozne potražnje domaćom kao i nedovoljna sposobnost supstitucije uvozne potražnje domaćom ponudom. On je bitno zaoštrio problem ključne strukturne neusklađenosti hrvatske ekonomije, a to je deficit u razmjeni roba od 23% BDP-a. Njega, na takvoj razini, još dugo neće moći pokriti vrlo osjetljiv sektor usluga i transfera.

5. Dakle, za razliku od monetarnog sektora koji se konsolidira, realni sektor se tek nalazi pred najtežim problemima. Njihov osnovni uzrok su pad agregatne potražnje i povećana nelikvidnost, a niti jedan od tih problema nije primarno iniciran monetarnim činiteljima, niti je posljedica samo eksternih uzroka. Međutim, u rješavanju tih problema, realni sektor se sada suočava s izraženim monetarnim i financijskim ograničenjima, koja je u značajnoj mjeri sam izazvao.

Pri tome je ključno devizno ograničenje, koje proizlazi iz disproporcije između raspoložive ponude i dosadašnjim poslovanjem generirane potražnje za devizama i koje

se ne može racionalno pokrivati nikakvim monetarnim "akrobacijama", već zahtijeva odgovarajuću prilagodbu samog realnom sektora. Svjesnu ili spontanu.

Veličina te prilagodbe okvirno je određena s tri eksterno definirane pretpostavke, koje su sukladne efektivnim kretanjima u dosadašnjem dijelu 2009. godine. To su:

1. Kontrakcija izvozne potražnje, po tekućem tečaju oko 10%;
2. Pad izravnih stranih ulaganja za oko 50%;
3. Refinanciranje dospjelih inozemnih obveza, uz relativnu stagnaciju inozemnog duga.

Uz tako procijenjena vanjska ograničenja, proizlazi potreba smanjenja deficita tekućeg računa platne bilance sa 4.5 mlrd. eura u 2008. na "samo" 2.8 mlrd. eura u ovoj godini (s 9,4% na, procjenjuje se, oko 6% BDP-a). To pretpostavlja smanjenje uvoza roba i usluga za oko 16%, čemu bi trebala biti podređena ukupna politika reguliranja domaće potražnje, a u tome posebnu odgovornost ima fiskalna politika.

U tim okvirima, monetarna će politika podržavati likvidnost sustava samo do razine koja neće destabilizirajuće djelovati na tečaj i preko njega nepovoljno utjecati na ukupan financijski sustav, kao što se nedavno dogodilo u pojedinim zemljama srednje i istočne Europe.

Temeljem toga, ocjenjuje se da će plasmani banaka poduzećima i stanovništvu usporiti svoj rast u ovoj godini na oko 8%, približno kao i domaća štednja, dok će ukupna likvidna sredstva porasti za oko 4%. U okviru njih, međutim, novčana masa će biti smanjena za oko 9%.

Potvrđi li se u praksi točnost inicijalnih pretpostavki, u 2009. godini može se očekivati realno smanjenje domaće agregatne potrošnje za 5-6%, te pad BDP-a za oko 4%.

Može li taj pad biti manji, prije svega će ovisiti od razvoja prilika u svijetu, gdje povoljnija kretanja od sada predviđenih mogu u određenoj mjeri ublažiti eksterna ograničenja za hrvatsku ekonomiju i u financijskom i u realnom sektoru.

Međutim, i u tom slučaju ostaje isto suštinsko pitanje. Kako gledati na ovu krizu?

Ako nju vidimo samo kao "privremeni zastoj" u dugoročno pozitivnim tendencijama ekonomskog rasta i razvoja, ništa nećemo riješiti. Suprotno tome, nju treba prije svega shvatiti kao drastičnu opomenu o posljedicama koje mogu nastupiti, i već jesu, zbog prethodnog zanemarivanja problema održivosti ekonomskog rasta. Opomenu koja bi bila još teža da je HNB u proteklim godinama vodio drugačiju monetarnu politiku. Shvatimo li tu opomenu, tada je ova kriza ujedno i šansa za jedan drugačiji početak promišljanja budućeg ekonomskog razvoja. Imamo li za sve to snage, znanja i volje - pitanje je na koje nećemo morati dugo čekati odgovor.