

Opojan Miris Eura

Željko Rohatinski
www.macropuls.hr

Nedavni poziv predsjednika Europske komisije Jean-Claude Juncera zemljama EU koje nisu članice euro zone da apliciraju za to članstvo kroz ulazak u europski tečajni mehanizam (ERM 2) ponovno je intenzivirao rasprave i na hrvatskoj stručnoj i političkoj sceni o pitanju „uvođenja eura“. Bolje rečeno, o poželjnom tajmingu ulaska u euro zonu, jer je obvezu toga Hrvatska već preuzela samim ugovorom o pristupanju EU. Pritom pobornici koncepcije „brzog ulaska“ standardno ističu evidentne potencijalne pogodnosti pripadanja euro zoni, kao što su otklanjanje najvećeg dijela tečajnog rizika i troškova konverzija valuta, pojednostavljenje i smanjenje troškova ukupnih transakcija, povećana mobilnost kapitala, jačanje povjerenja investitora i poboljšanje kreditnog rejtinga te – posljedično tome – za poduzeća, stanovništvo i državu vjerojatno najatraktivniji efekt: povoljniji uvjeti kreditiranja i smanjenje kamatnih stopa. Još se značajnijim smatraju dugoročni efekti aplikacije za članstvo u euro zoni u smislu da ono podrazumijeva energičnije provođenje ne baš uvijek popularnih ekonomskih i širih društvenih reformi koje su preduvjet za ulazak i funkcioniranje u toj zoni. Istodobno se ističe kako – s obzirom na visok stupanj euroiziranosti hrvatske ekonomije te postojeće ispunjavanje dijela Maastrichtskih kriterija – inicijalni troškovi ulaska u euro zonu ne bi trebali biti posebno veliki, niti u ekonomskom niti u socijalnom pogledu. Sve to u funkciji očekivanog stabilnog rasta, niske inflacije i realne konvergencije zemalja članica.

Nasuprot takvim očekivanjima pa i početnim naznakama njihove ostvarivosti, već se više od desetljeća euro zona (kao najintegriraniji dio EU) suočava s dubokim razvojnim i strukturnim problemima. Ne samo zbog politički uvjetovane „konstrukcijske greške“ u formiranju monetarne unije bez fiskalne unije i s marginalnim zajedničkim proračunom, već i zbog akutnih problema na relaciji „stare članice“ i „periferne zemlje“, kako u euro zoni tako i u cijeloj EU. Naime, zbog značajnih razlika u razvijenosti i efikasnosti gospodarstava tih zemalja te njihove različite političke težine, „periferne zemlje“ imaju mali utjecaj na vođenje monetarne i tečajne politike, dok im stroga primjena Maastrichtskih kriterija (ponekad i stroža nego kod „starih članica“) ograničava i provođenje aktivne fiskalne politike. Zato su njihove ekonomije znatno ranjivije na eksterne šokove i sporije se oporavljaju od njih. Situaciju dodatno otežava činjenica da je nečlanicama euro zone praktički onemogućeno autonomno korištenje nekih od njenih monetarnih instrumenata (npr. operacije na otvorenom tržištu – monetizacija dijela javnog duga), dok su u praksi nerijetko diskriminirane i pri primjeni mehanizama koji preferiraju ekonomske interese „starih članica“.

Uz smanjenje tečajnog rizika, troškova konverzije i ukupnih transakcija, povećane mobilnosti kapitala, poboljšanje kreditnog rejtinga te pad kamatnih stopa, još je važnije provođenje ne baš uvijek popularnih ekonomskih i širih društvenih reformi koje su preduvjet za ulazak i funkcioniranje u euro zoni

No, euro zone je zbog „konstrukcijske greške“ već dugo suočena s dubokim razdvojem i strukturnim problemima, a situaciju dodatno otežavaju i akutni problemi na relaciji „stare članice“ i „periferne zemlje“ zbog značajnih razlika u razvijenosti i efikasnosti gospodarstava tih zemalja te njihove različite političke težine

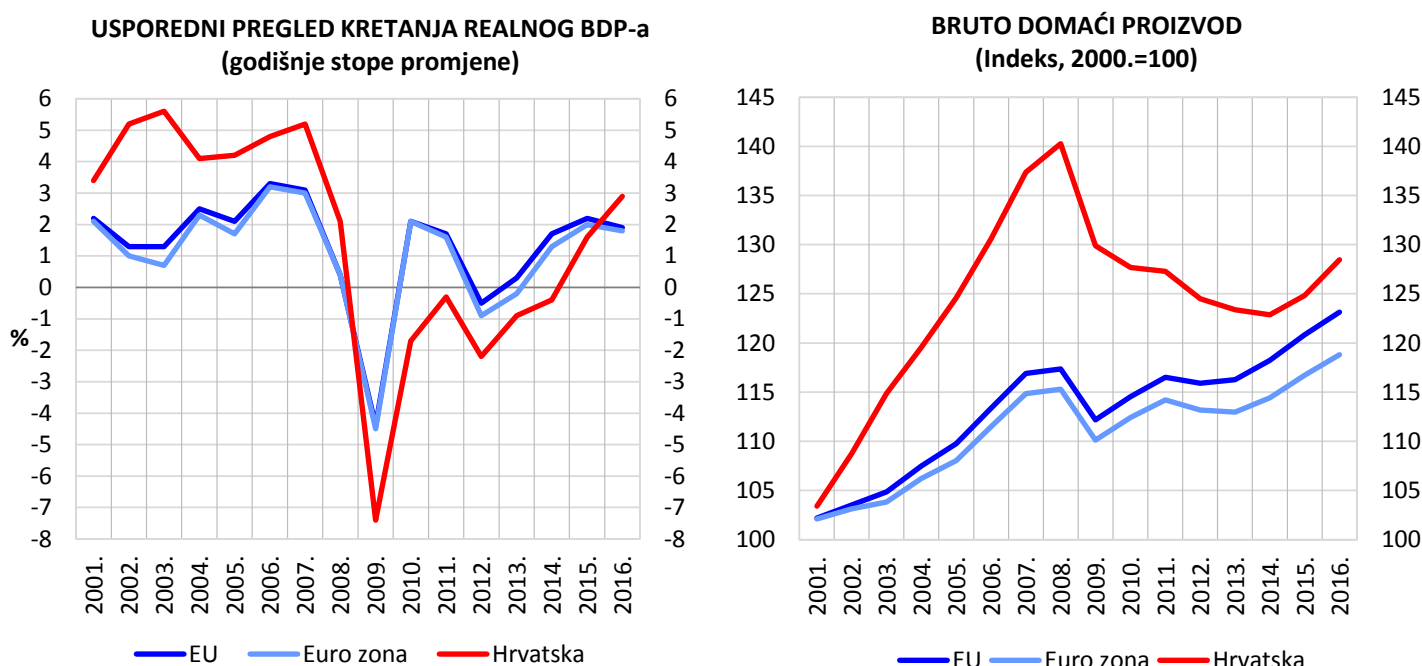


S plitkim lokalnim financijskim tržištem i još uvijek umrtvljenim tržištem nekretnina te su ekonomije vrlo ovisne o inozemnim izvorima sredstava gdje su izložene višim premijama za rizik i, otuda, višim kamatnim stopama. To iscrpljuje njihov ionako ograničen vlastiti financijski potencijal i umanjuje njihovu konkurentnost u odnosu na ekonomske entitete iz „starih članica“. Posljedica toga je i asimetričnost u kretanju roba i kapitala koja rezultira suštinskom divergencijom, umjesto konvergencijom, u ekonomskom razvoju „perifernih zemalja“ u odnosu na „stare članice“ euro zone i EU. Uslijed toga jačaju i demografski problemi u tim zemljama.

Slika 1. Kretanje gospodarske aktivnosti u EU, euro zoni i Hrvatskoj

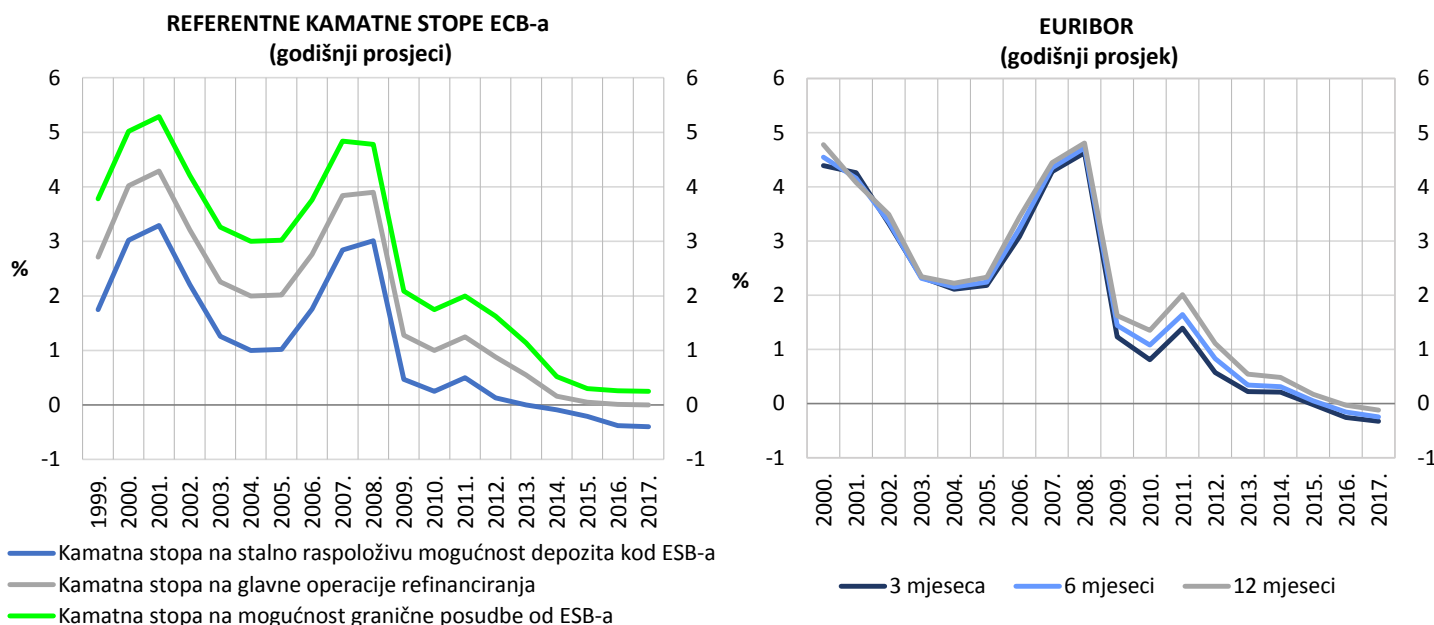
Napomena: Obuhvat zemalja EU i euro zone je promjenjiv kako su zemlje pristupale u EU i euro zonu (engl. changing composition)

IZVORI: DZS, EUROSTAT



Uz takvu kompleksnost unutrašnjih odnosa te u interakciji s ekonomskim i financijskim zbivanjima izvan EU-a, monetarni tokovi u euro zoni poprimili su izraženo ciklički karakter s rezultatima ne uvijek sukladnim deklariranim intencijama ECB-a i dugoročnijim interesima svih zemalja članica. Geneza te cikličnosti inicijalno je povezana s ekspanzivnom reakcijom centralne banke na krizu u IT sektoru koja je posebno pogodila ekonomiju i bankarski sustav najutjecajnije članice EU-a, da bi se na nju nadovezali učinci konverzije nacionalnih u zajedničku valutu, povećane koncentracije bankovnog sustava te „inovacije“ u financijskoj industriji na području disperzije rizika, što je – uz relativno labavu regulaciju poslovanja banaka – znatno povećalo ponudu likvidnosti u prvim godinama funkcioniranja euro zone. Tako je referentna kamatna stopa ECB-a za refinanciranje poslovnih banaka smanjena s prosječnih 4,29% u 2001. na 2,02% u 2005. godini uz istodobno smanjenje kamatne stope na depozite banaka s 3,29% na 1,02%, usmjeravajući ih na povećano plasiranje likvidnosti na tržište. Rezultat toga bilo je i smanjenje prosječnog godišnjeg Euribora s 4,78% (2000.) na 2,33% (2005.) (Slika 2).

Monetarni tokovi u euro zoni poprimili su izraženo ciklički karakter, a rezultati takve politike nisu uvijek u skladu s deklariranim intencijama ECB-a i dugoročnijim interesima svih članica. Geneza te cikličnosti usko je vezana uz koja je svojedobno pogodila najutjecajniju članicu EU-a



Slika 2. Put do rekordno niskih kamatnih stopa u euro zoni

Napomena: Podaci za 2017. odnose se na prosjek za prvih devet mjeseci.

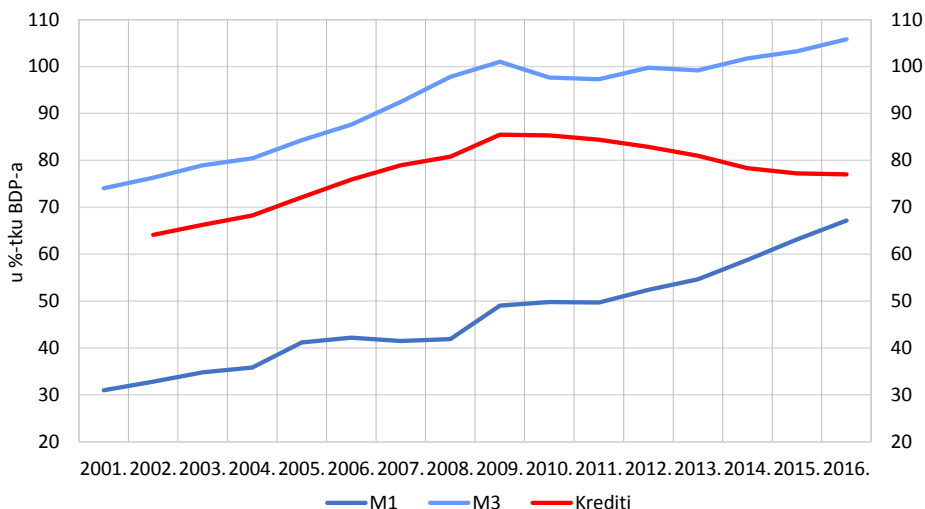
IZVOR: ECB

Rastuća ponuda likvidnosti općenito, i kredita posebno, bila je praćena odgovarajućim smanjenjem kamatnih stopa na sve namjenske vrste kredita za prosječno 1 do 1,5 postotnih bodova, što je poticalo i rast potražnje. Posebno u „perifernim zemljama“ (u koje su banke iz „starih članica“ usmjeravale znatan dio te likvidnosti zbog viših stopa prinosa i kreditiranja izvoza iz svojih zemalja) gdje su kamatne stope na kredite oslobođene premije za valutni rizik postale sada znatno niže nego što su bile prije ulaska tih zemalja u euro zonu. Pod utjecajem toga, potaknuta je snažna kreditna ekspanzija i na razini cijele euro zone, gdje su u razdoblju od 2002. do 2008. godine ukupni krediti privatnom sektoru rasli po prosječnoj godišnjoj stopi od 8,1%. To je dvostruko brže od ostvarenog nominalnog rasta BDP-a, tako da je omjer između mase kredita i BDP-a (relativni stupanj zaduženosti privatnog sektora) u tom razdoblju povećan sa 64% na 81% (Slika 3.), uz istodobno povećanje vrijednosti kolaterala temeljem potražnjom induciranog povećanja cijena na tržištima vrijednosnih papira i nekretnina. U okviru toga su krediti sektoru poduzeća rasli po prosječnoj godišnjoj stopi od 9,9% povećavajući svoj omjer prema BDP-u s 24,5% na 34%, dok su stambeni krediti rasli po stopi od 8% (u „perifernim zemljama“ znatno brže), a njihov je omjer prema BDP-u povećan s 28% na 35%.

Rastuća ponuda likvidnosti rezultirala je snažnom kreditnom ekspanzijom u perifernim zemljama u koje su banke iz „starih članica“ usmjeravale znatan dio te likvidnosti zbog viših stopa prinosa i kreditiranja izvoza iz svojih zemalja, ali i cijeloj euro zoni



MONETARNI AGREGATI I KREDITI U EURO ZONI



Slika 3. Snažan rast monetarnih i kreditnih agregata u euro zoni do krize

IZVORI: ECB, EUROSTAT

Takve tendencije bile su jasna indicija postupnog pregrijavanja tržišta (unatoč niskoj stopi inflacije mjerene potrošačkim cijenama) na što je ECB reagirao povećanjem referentne kamatne stope refinanciranja banaka na prosječnih 2,76% u 2006. i 3,84% u 2007. godini. Međutim, u korelaciji s sličnim kretanjima na američkom tržištu, to je bilo prekasno i nedostavno da spriječi formiranje balona na tržištima nekretnina i vrijednosnih papira, koji su se i „rasprsnuli“ 2008. godine izazvavši globalnu financijsku krizu i recesiju u realnom sektoru. Uslijedilo je enormno kvantitativno popuštanje (engl. quantitative easing) odnosno ubacivanje svježe likvidnosti u bankarski sustav euro zone po rapidno padajućim kamatnim stopama, što je proces koji traje i danas, kad je stopa refinanciranja praktički svedena na nulu. U takvim uvjetima bitno su smanjene i kamatne stope na kredite privatnom sektoru, i to na dugoročne kredite poduzećima s prosječnih 5,39% (2008.) na 2,33% u prvom polugodištu 2017. godine, na stambene kredite s 5,08% na 2,41%, te na dugoročne potrošačke kredite sa 6,33% na 4,14% što je sve na razini povijesnih minimuma (Slika 4.).

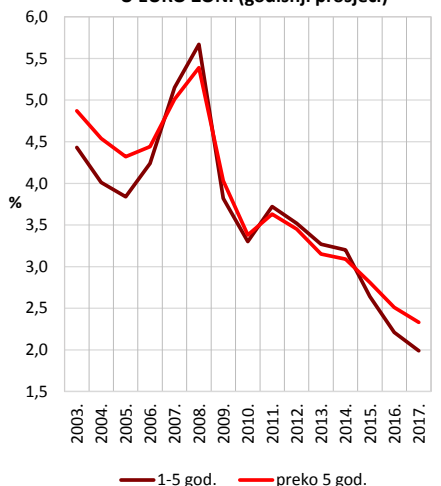
Do podizanja referentne kamatne stope ECB-a došlo je prekasno i bilo je nedostavno da se spriječi formiranje balona na tržištima nekretnina i vrijednosnih papira, koji su se i „rasprsnuli“ 2008. I izazvali globalnu financijsku krizu i recesiju u realnom sektoru

Slika 4. Pad kamatnih stopa na kredite u euro zoni uslijed ekspanzivne monetarne politike ECB-a

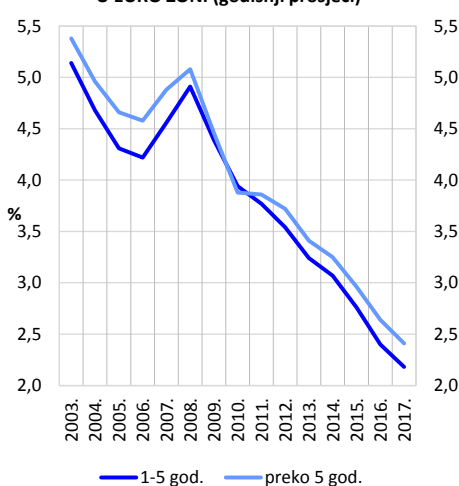
Napomena: Podaci za 2017. odnose se na prosjek za prvih sedam mjeseci.

IZVOR: ECB

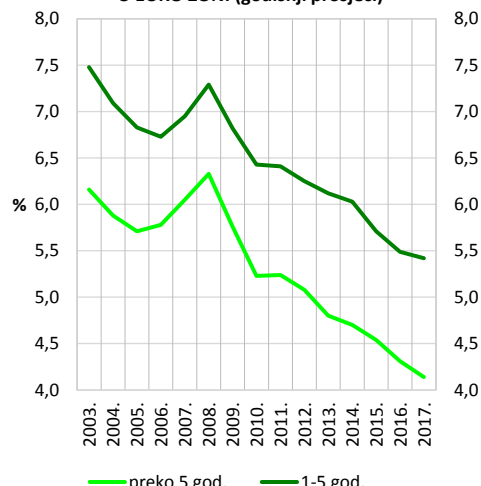
KAMATNE STOPe NA KREDITE PODUZEĆIMA U EURO ZONI (godišnji prosjeci)



KAMATNE STOPe NA STAMBENE KREDITE U EURO ZONI (godišnji prosjeci)



KAMATNE STOPe NA POTROŠAČKE KREDITE U EURO ZONI (godišnji prosjeci)





Međutim, za razliku od situacije na početku funkcioniranja euro zone kad je ekspanzivna monetarna politika rezultirala snažnim rastom kredita te agregatne potražnje u realnom sektoru, nakon izbivanja globalne financijske krize efekti monetarne ekspanzije (inicijalno motivirane spašavanjem gubicima narušene likvidnosti banaka u „starim članicama“ euro zone) bili su bitno drugačiji u realnom sektoru. Povećana zaduženost sektora poduzeća i stanovništva uz recesijom izazvanu deflaciju i pad njihovih prihoda, zajedno s pesimističnim očekivanjima o budućem kretanju konjunktura, bitno je smanjila njihovu potražnju za novim kreditima i potakla proces razduživanja (engl. balance sheet recession). Istodobno, postupno jačanje mehanizama regulative poslovanja banaka smanjilo je njihovu sklonost preuzimanju rizika, te se – unatoč rastu ključnih monetarnih agregata (novčane mase i ukupnih likvidnih sredstava) – omjer između ukupnih kredita i BDP-a euro zone smanjuje s 85,4% u 2009. na 77% u 2016. godini (Slika 3). Tada nastupa svojevrsna „zamka likvidnosti“ koja pokazuje relativno nisku autonomnu efikasnost monetarne politike ako ona nije konzistentno ukomponirana i podržana cjelinom ekonomskih politika unutar monetarne unije.

To je nedvosmisleno prepoznato kao ključni razvojni problem euro zone, ali se stavovi o načinu njegovog rješavanja bitno razlikuju i unutar struke i, još više, unutar politike. Prema jednom mišljenju suština problema koncentrirana je u „perifernim zemljama“ koje zato trebaju provesti bitne strukturne reforme u pravcu smanjivanja troškova poslovanja i jačanja financijske discipline (na tragu reformi u Njemačkoj u vrijeme krize IT sektora) kako bi povećale svoju konkurentnost na zajedničkom tržištu i time potakle realokaciju i povećanu efikasnost upotrebe zajedničke valute. Nasuprot tome, postoji stav o potrebi reforme i jačoj ekonomskoj integraciji cijele EU (kao uvjeta efikasnog funkcioniranja monetarne unije) u smislu ujednačavanja regulative poslovanja bankarskog sektora (bankarska unija), redefiniranja Maastrihtskih kriterija konvergencije kako bi postali fleksibilniji u zavisnosti o asimetričnosti ekonomskih ciklusa u pojedinim zemljama, primjeni mehanizma progresivnog automatskog stabilizatora, osnivanju Europskog fonda solidarnosti za stabilizaciju i drugo.

Rasprava o tome nije niti će biti laka, jer su i suprotstavljeni interesi pojedinih zemalja te ekonomskih i političkih entiteta unutar njih bitno različiti. **Ipak, ta je rasprava nužna i u Hrvatskoj, jer suštinsko pitanje nije kada će Hrvatska ući u euro zonu, već u kakvu euro zonu želi ući i s kojim performansama.**

Ekspanzivna monetarna politika nakon izbivanja krize imala je znatno drugačije učinke u usporedbi s pretkriznim razdobljem te se pokazalo da monetarna politika ne može biti efikasna ako nije konzistentno ukomponirana i podržana cjelinom ekonomskih politika unutar monetarne unije

Suštinsko pitanje nije kada će Hrvatska ući u euro zonu, već u kakvu euro zonu želi ući i s kojim performansama

Zagreb, 27.10.2017
Broj 02

Željko Rohatinski
www.macropuls.hr

MACROPULS
