

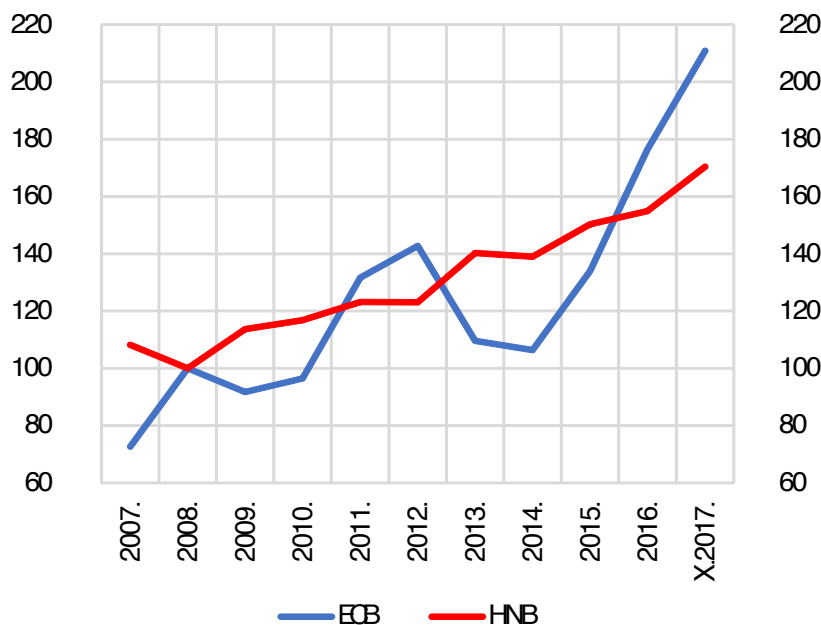
## Monetarna politika i izlazak iz krize

Željko Rohatinski  
www.macropuls.hr

Nakon početnog „oklijevanja“ proizašlog iz različitih percepcija uzroka, posljedica i modaliteta rasprostiranja globalne financijske krize te, vjerojatno, određenog podcjenjivanja intenziteta recesijskih implikacija krize na realni sektor i kapitaliziranost banaka, EU je od 2011. godine započela snažnije intervenirati na profiliranje ukupne ekonomske situacije jedinim raspoloživim „zajedničkim“ instrumentom – ekspanzivnom monetarnom politikom. Prvo, relativno umjerenim refinanciranjem banaka radi održavanja njihove likvidnosti narušene nenaplativošću dijela plasmana odobrenih poduzećima i državama, a zatim snažnom emisijom u funkciji povećanja opće likvidnosti kroz operacije na otvorenom tržištu. U tu je svrhu ESB od 2008. do listopada 2017. godine ukupno emitirao sredstva u iznosu od 2,3 bilijuna eura, čime je njezina bilanca više nego udvostručena (porast od 111%, Slika 1.). Time je u strukturi njezine aktive udio potraživanja od kreditnih institucija smanjen s 44 % u 2008. na 19% u 2017. godini, nasuprot povećanju udjela potraživanja od ostalih domaćih sektora s 37% na 65%. Istodobno, smanjene su i referentne kamatne stope s 4–5% na 0%. Usporedo s time, u pasivi ESB-a primarni novac se povećao za 1,8 bilijuna eura (za 147%), povećavajući svoj bilančni udio sa 61% na 71%, inducirajući povećanje omjera novčane mase i BDP-a euro zone s 42% na 67% posto u 2016.

**Nakon oklijevanja i određenog podcjenjivanja posljedica krize za realni sektor i kapitalizaciju banaka, EU je od 2011. započela snažnije intervenirati na profiliranje ukupne ekonomske situacije jedinim raspoloživim „zajedničkim“ instrumentom – ekspanzivnom monetarnom politikom.**

**BILANCE ECB-a i HNB-a  
(indeks 2008.=100)**



**Slika 1. Porast bilance ESB-a i HNB-a od početka krize**

IZVORI: ESB, HNB

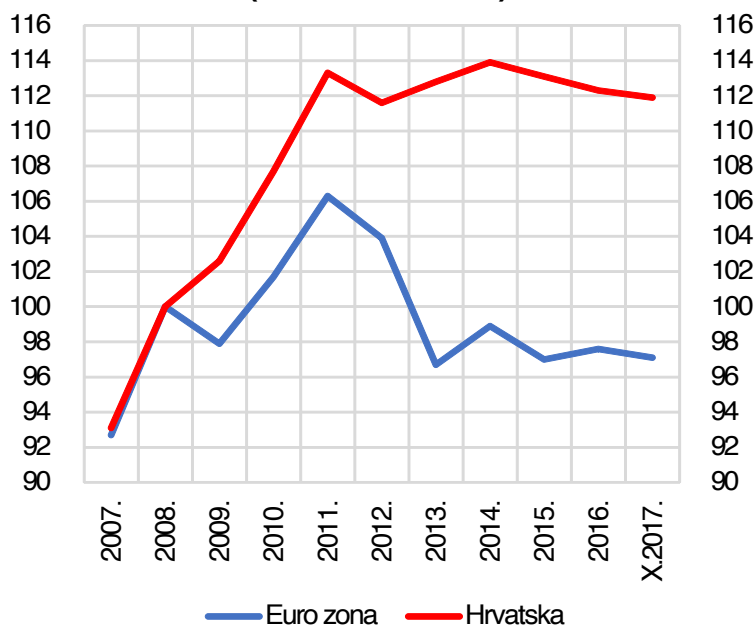


Ekspanzivna politika jeftinog novca bila je pri tome prvenstveno usmjerena prema rješavanju problema unutar financijskog sektora, dok je prelijevanje njezinih efekata na financiranje razvoja realnog sektora bilo ograničeno. Tome je pridonio i povećani stupanj njegove zaduženosti uslijed prvo pada, a zatim sporog rasta tekućih prihoda, zbog čega je unatoč smanjivanju kamatnih stopa jačala sklonost tog sektora razduživanju. U takvim je uvjetima aktiva poslovnih banaka tijekom cijelog navedenog razdoblja relativno stagnerala (u 2017. ona je za 3% manja nego u 2008. godini), u okviru čega su se plasmani realnom sektoru smanjili za 1%, a plasmani državi povećali za 21%, odražavajući i promjene u percepciji rizika. Osnovne promjene odigrale su se, međutim, u strukturi pasive banaka gdje se pod utjecajem djelovanja ESB-a smanjio udio depozita monetarnih institucija i dužničkih papira s 38% na 30% (smanjenje ukupnog iznosa za 24%), dok se udio depozita ostalih sektora povećao s 32% na 41% (rast za 22%). Povećao se i udio kapitala s 5,8% na 8,4% (rast za 42%) zbog potrebe dokapitalizacije banaka sukladno zaoštrenijoj prudencijalnoj regulativi.

**Učinak ekspanzivne monetarne politike na realni sektor bio je relativno ograničen, što je dijelom bilo uzrokovano povećanim stupanj njegove zaduženosti uslijed prvo pada, a zatim sporog rasta tekućih prihoda, zbog čega je unatoč smanjivanju kamatnih stopa jačala sklonost tog sektora razduživanju.**

Takva obilježja jedinstvenog profiliranja monetarnih tokova u kombinaciji s Maastrichtškim kriterijima ograničenim prostorom autonomnog fiskalnog intervencionizma, asimetrične distribucije cjelokupnog financijskog potencijala te općenito neoliberalnog pristupa ukupnoj ekonomskoj politici euro zone imaju za posljedicu i njezin relativno vrlo spor oporavak od inicijalnih posljedica recesije.

**BILANCE POSLOVNIH BANAKA**  
(indeks 2008.=100)



**Slika 2. Bilance poslovnih banaka u euro zoni i Hrvatskoj**

IZVORI: ESB, HNB

Situacija se u tom pogledu ne razlikuje mnogo ni u Hrvatskoj, iako postoje značajne razlike u monetarnoj sferi. One započinju različitim instrumentarijem kreiranja opće likvidnosti od strane središnje banke, gdje – dok ESB dominantno koristi operacije na otvorenom tržištu – HNB to gotovo isključivo radi otkupom deviza od poslovnih banaka i države. Politika je to prenijeta iz pred kriznog razdoblja kada je u uvjetima snažnog priljeva inozemnog kapitala i visokog dvojnog deficita



ona prvenstveno bila u funkciji ograničavanja vrlo ekspanzivne kreditne politike („domaćih“) banaka i održavanja stabilnosti tečaja. To je u osnovi nastavljeno i nakon 2008. godine, s time što je relativno usporavanje priljeva deviza temeljem konverzije inozemnog zaduživanja kompenzirano smanjivanjem (do potpunog otklanjanja) deficita tekućih transakcija platne bilance pa je – za razliku od „go-stop“ kretanja bilance ESB-a – bilanca HNB nastavila kontinuirano rasti i tijekom kriznog razdoblja (Slika 1.). Potkraj 2017. godine ona je za 6,4 mlrd. eura (za 70%) veća nego krajem 2008. godine osiguravajući eksternu likvidnost zemlje. Istodobno, nastavljeno je sa smanjenjem imobilizacije/sterilizacije likvidnosti poslovnih banaka, tako da je udio njihovih depozita u strukturi pasive bilance HNB-a smanjen s 61% na 42%.

**Unatoč niskom monetarnom multiplikatoru zbog još uvijek relativno visoke stope obvezne pričuve, takva monetarna politika aktivno je utjecala na rast bilanci poslovnih banaka i u vrijeme najveće recesije.** Tako je, za razliku od prosjeka euro zone, agregatna bilanca poslovnih banaka u Hrvatskoj povećana u razdoblju od 2008. do 2014. godine za 14% (za 51 mlrd. kuna), u okviru čega su ukupni plasmani povećani za 16% (za 44 mlrd. kuna). Od tada, međutim, ona stagnira što je prije svega kumulativna posljedica smanjene kvalitete plasmana sredstava realnom sektoru i otuda prodaje dijela nenaplaćenih potraživanja banaka nebankarskim institucijama te relativnog smanjenja dugoročnih izvora sredstava banaka uslijed povećane preferencije tekućoj likvidnosti sektora poduzeća i stanovništva. Rezultat toga su i značajne razlike u strukturama bilanci poslovnih banaka u 2017. u odnosu na 2008. godinu. Tako je u strukturi aktive povećan udio plasmana državi s 11% na 22% (rast plasmana za 120%) na račun smanjenja udjela plasmana ostalim sektorima s 61% na 52% (smanjenje plasmana za 9%) pri čemu je udio plasmana poduzećima smanjen s 38% na 22% (pad od 11%). Usporedo s time, u strukturi pasive banaka povećan je udio depozitnog novca s 10% na 17% (rast za 82%) uz smanjenje udjela štednje s 12% na 8,5% (pad štednih depozita za 21%) te uz daljnju euroizaciju sustava povećanjem udjela deviznih depozita s 35% na 41% ukupne pasive poslovnih banaka (rast za 31%). Konačno, osnažena je i kapitaliziranost banaka povećanjem udjela kapitalskih računa s 16,5% na 21% bilance (rast za 41%) u funkciji pokrića gubitaka po osnovi loših plasmana.

**Aktualna stagnacija u poslovanju banaka i problemi u naplati njihovih potraživanja imali su za posljedicu i smanjenje inozemnih izvora sredstava** povratom neto kredita ili povlačenjem dijela depozita inozemnih banaka (udio inozemne pasive smanjen je s 21% na 7%) pa to poslovanje u sferi formiranja kreditnog potencijala u sve većoj mjeri ovisi o domaćoj komponenti, ponudi kredita i njihovoj cijeni.

**Sve to ukazuje na probleme s kojima se suočava bankarski sustav u Hrvatskoj nakon izbijanja globalne financijske krize i interakcije njegovog djelovanja s razvojem situacije u realnoj ekonomiji.** Suočavanja u kojem se taj sustav nije pokazao manje učinkovitim od sustava euro zone, bez potrebe njegove sanacije na teret poreznih obveznika. Načelno, on bi i u narednom razdoblju mogao nastaviti funkcionirati na sličan način korištenjem postojećih mehanizama, uz uvjet ostvarivanja povoljnih odnosa u platnoj bilanci, uravnoteženosti proračuna i relativ-

**Za razliku od ESB-a, koji likvidnost kreira primarno putem operacija na otvorenom tržištu, HNB to gotovo isključivo radi otkupom deviza od poslovnih banaka i države.**

**Domaći bankovni sustav vrlo se uspješno nosio s posljedicama globalne financijske krize, bez potrebe njegove sanacije na teret poreznih obveznika.**



nog smanjenja javnog duga. Sve to podržano odgovarajućim reformama javnog sektora i stvaranjem povoljnije investicijske klime, posebno na području izravnih stranih ulaganja i korištenja fondova EU. Čak i u uvjetima najavljanog povećanja kamatnih stopa.

**Međutim, imajući na umu postojeći stupanj relativne (ne)razvijenosti zemlje koji implicira potrebu bržeg ekonomskog rasta i povećanja konkurentnosti, ne samo u okvirima zajedničkog tržišta EU već i globalnog svjetskog tržišta, a što je prije svega vezano s izvozno orijentiranim investicijama i otvaranjem tome korespondentnih radnih mjesta, postavlja se pitanje nisu li dosadašnji monetarni mehanizmi postali previše inertni da bi osiguravali likvidnost dostatnu za ostvarivanje takvih razvojnih preferencija.** Pitanje nije niti novo, niti je akademske prirode, već je HNB i poduzimao određene aktivnosti te davao inicijative na tom području tijekom 2011. i na početku 2012. godine uvjetovanim smanjivanjem stope obvezne pričuve s ciljem da se dogovorom poslovnih banaka i države oslobođena likvidnost usmjeri u financiranje razvojnih programa. Rezultati nisu bili „spektakularni“ već i zbog razlika u shvaćanjima pojma „razvojni programi“, ali je činjenica da je u tom razdoblju ipak znatno ublažena (kratkoročno zaustavljena) dotadašnja tendencija rapidnog pada ekonomske aktivnosti. Kako je nakon toga realni sektor ponovno ušao u silaznu putanju, a započeto je i smanjenje njegovog kreditiranja od strane banaka, početkom 2014. godine obnovljena je ideja ciljanog povećanja kreditnog potencijala banaka uvođenjem novog kanala kreiranja primarne likvidnosti putem operacija središnje banke na otvorenom tržištu i to u nacionalnoj valuti. To bi dalo veći manevarski prostor i veću fleksibilnost monetarnoj politici i smanjilo njenu ovisnost od odnosa s, često konkurentski motiviranim, inozemstvom. Ideja je naišla na izrazito negativan prijem pri čemu su korišteni argumenti kako bi te operacije bile u suprotnosti s propisima i politikom ESB-a, otvorile bi prostor jeftinog i politički patroniziranog kreditiranja fiskalnog deficita iz primarne emisije i time destimulirale napore na konsolidaciji javnih financija te općenito usporile „strukturne reforme“ hrvatske ekonomije u pravcu jačanja uloge tržišta. Pored toga, jedan od motiva predlaganja takvih operacija – smanjivanje kamatnih stopa te izdataka države za kamate što bi otvorilo veći prostor za investicije – ionako je kasnije ostvaren u okvirima opće tendencije smanjivanja kamatnih stopa na povijesni minimum.

**Međutim, promatrano s aspekta aktualnih kretanja i očekivanja o budućem razvoju događaja u euro zoni i u Hrvatskoj, takvi argumenti ne samo da su upitni, već i zanemaruju jednu u financijskoj sferi bitnu komponentu – distribuciju povećanog rizika pri poticanju povećanja investicijske aktivnosti.** Kako za banke tako i za investitore, posebno ako država preferira investicije u programe koji će izravno pridonositi javnom dobru, a ne samo parcijalnim probicima. Zato je nezaobilazna aktivna uloga države u kreiranju i usmjeravanju domaćeg i ukupno raspoloživog financijskog potencijala za takva ulaganja, pa time i u snošenju odgovarajućeg dijela rizika proizašlog iz njenog intervencionizma. Prije svega, konzistentnom kombinacijom mjera i aktivnosti restrukturiranja fiskalnih rashoda i ciljanog povećanja dugoročne likvidnosti bankarskog i cijelog financijskog sustava.

**No, postavlja se pitanje nisu li dosadašnji monetarni mehanizmi postali previše inertni da bi osiguravali likvidnost dostatnu za ostvarivanje takvih razvojnih preferencija.**

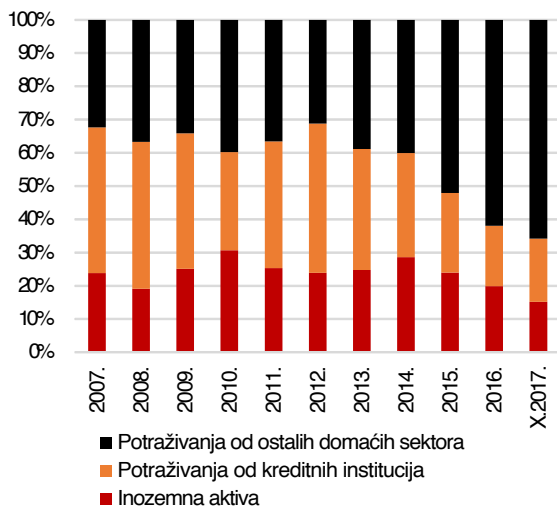
**Ideja ciljanog povećanja kreditnog potencijala banaka uvođenjem novog kanala kreiranja primarne likvidnosti putem operacija središnje banke na otvorenom tržištu i to u nacionalnoj valuti omogućila bi veći manevarski prostor i veću fleksibilnost monetarnoj politici i smanjilo njenu ovisnost o odnosima s, često konkurentski motiviranim, inozemstvom.**

**Nužna je aktivna uloga države u kreiranju i usmjeravanju domaćeg i ukupno raspoloživog financijskog potencijala za takva ulaganja, pa time i u snošenju odgovarajućeg dijela rizika proizašlog iz njenog intervencionizma. To se može postići konzistentnom kombinacijom mjera i aktivnosti restrukturiranja fiskalnih rashoda i ciljanog povećanja dugoročne likvidnosti financijskog sustava.**

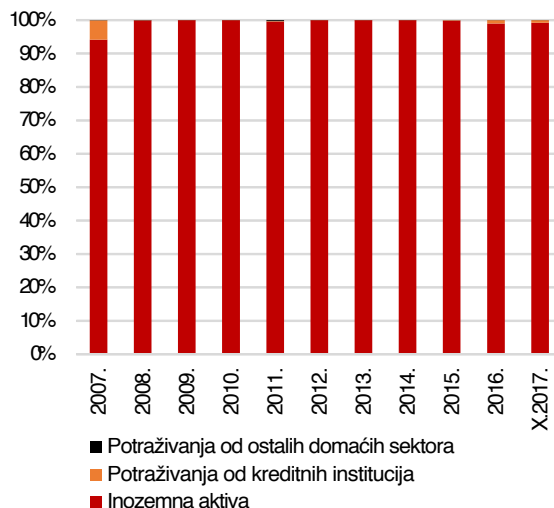


## PRILOG 1. BILANCE SREDIŠNJIH I POSLOVNIH BANAKA

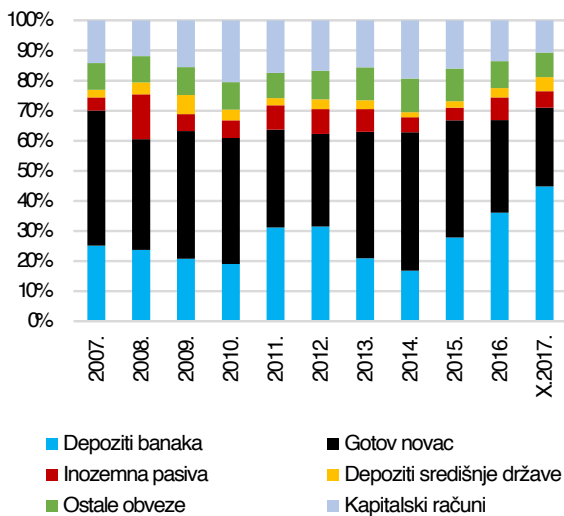
### STRUKTURA AKTIVE BILANCE ECB-a



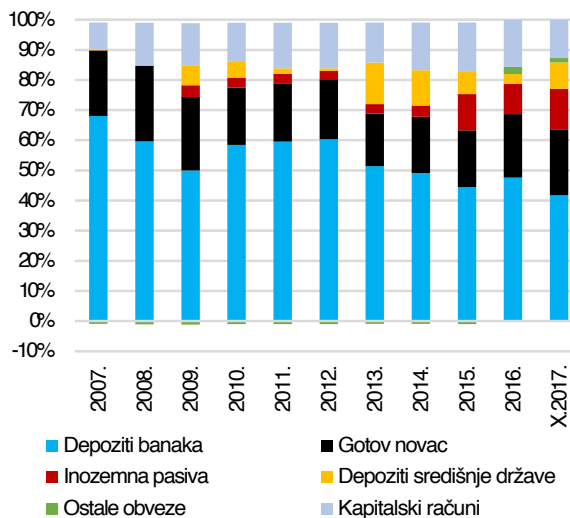
### STRUKTURA AKTIVE BILANCE HNB-a



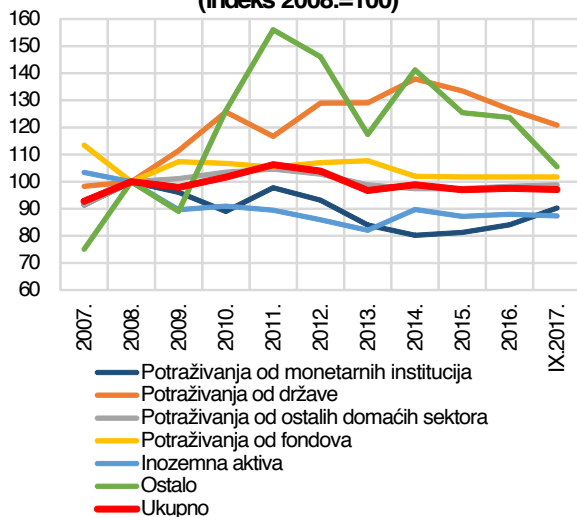
### STRUKTURA PASIVE BILANCE ECB-a



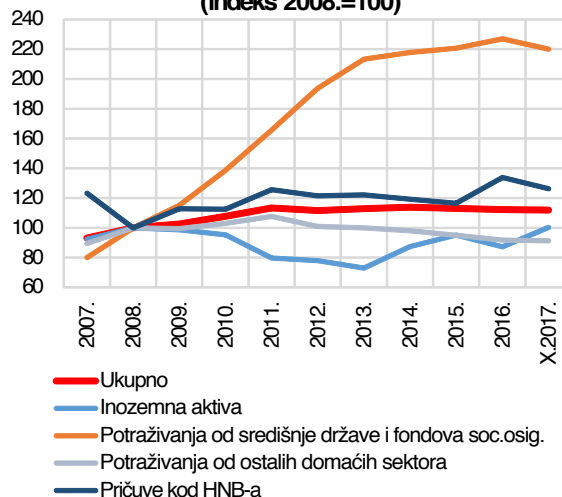
### STRUKTURA PASIVE BILANCE HNB-a



### AKTIVA POSLOVNIH BANAKA EURO ZONE (indeks 2008.=100)

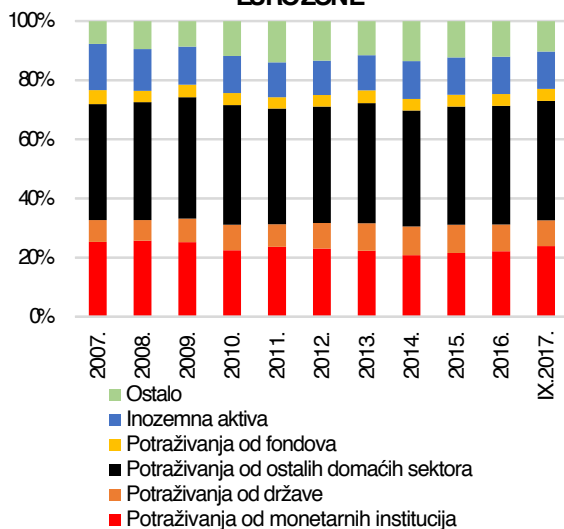


### AKTIVA BANAKA U HRVATSKOJ (indeks 2008.=100)

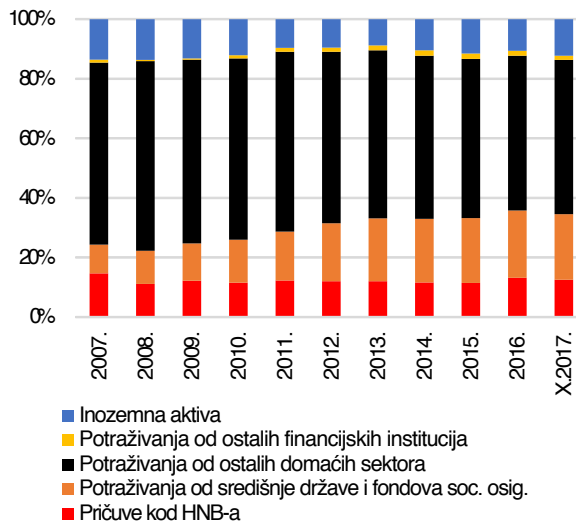




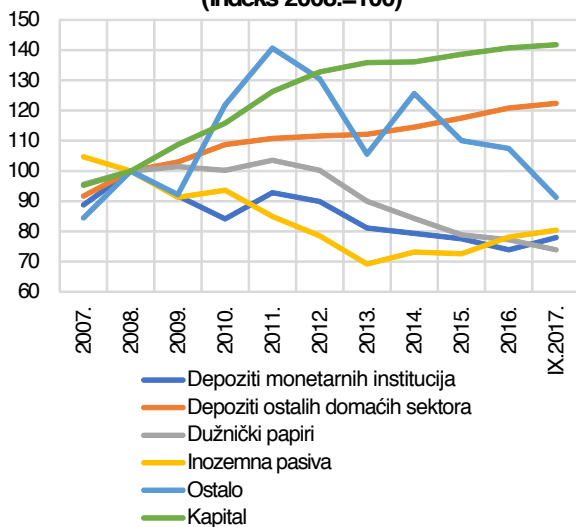
**STRUKTURA AKTIVE POSLOVNIH BANAKA  
EUROZONE**



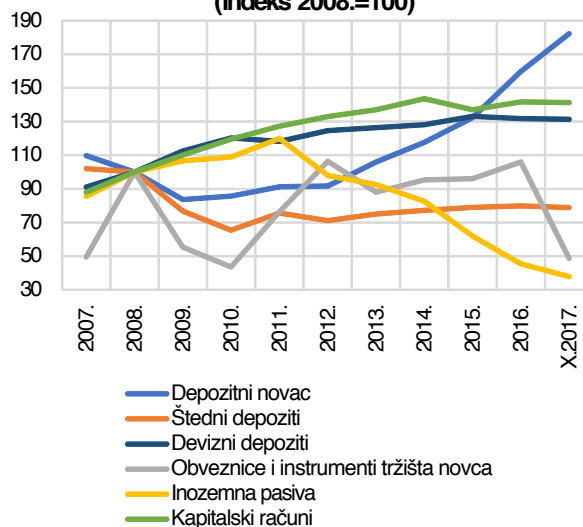
**STRUKTURA AKTIVE BANAKA U HRVATSKOJ**



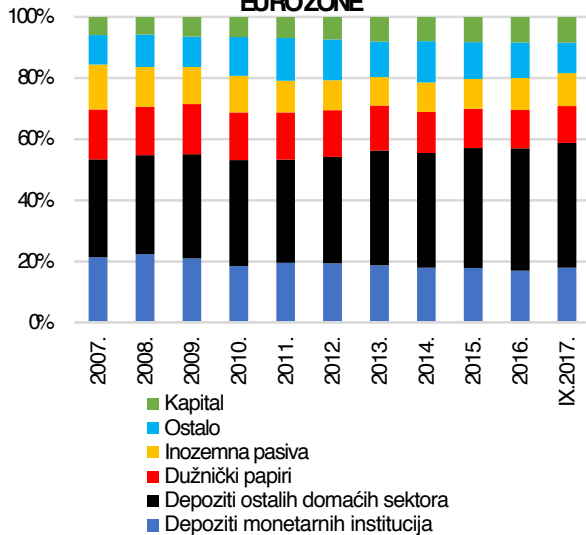
**PASIVA POSLOVNIH BANAKA EURO ZONE  
(indeks 2008.=100)**



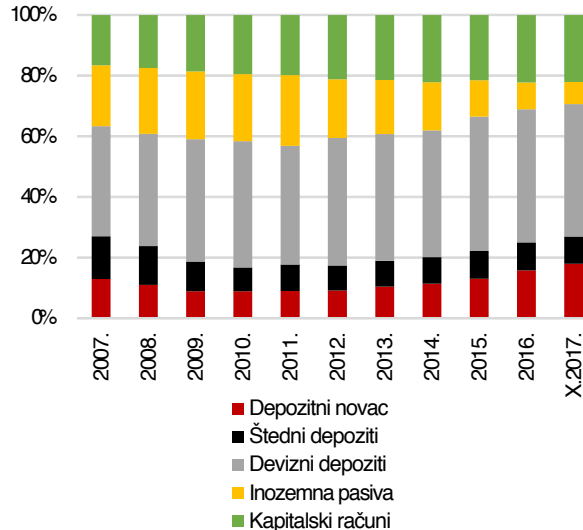
**PASIVA BANAKA U HRVATSKOJ  
(indeks 2008.=100)**

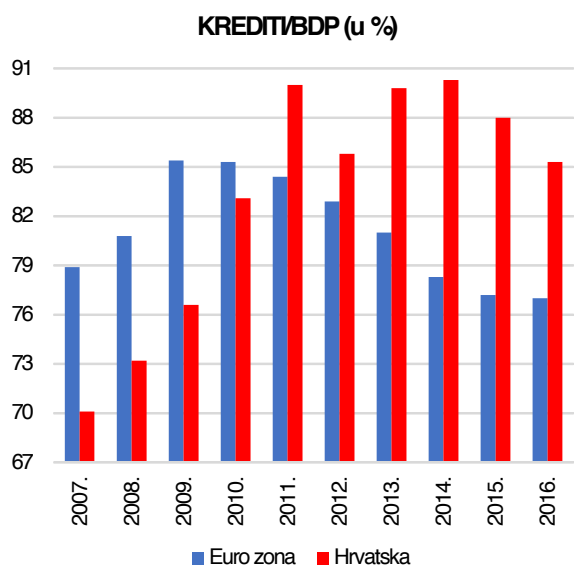
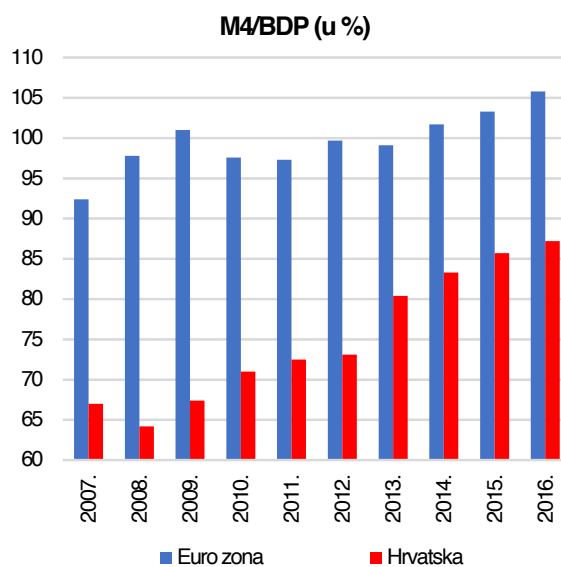
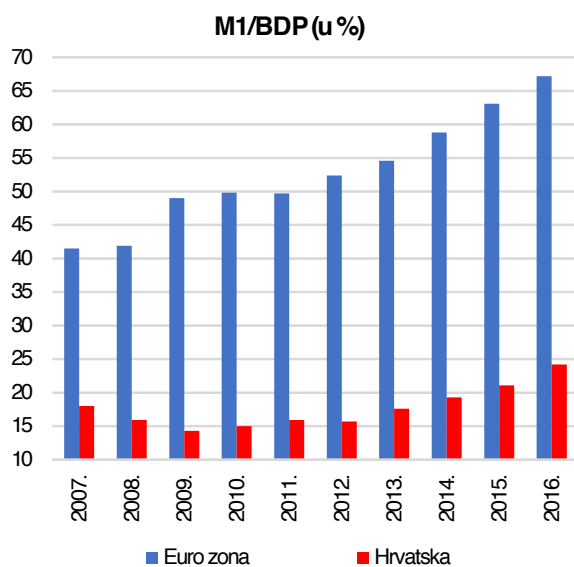


**STRUKTURA PASIVE POSLOVNIH BANAKA  
EUROZONE**



**STRUKTURA PASIVE BANAKA U HRVATSKOJ**







## **PRILOG 2. OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU** (tekst objavljen na [www.banka.hr](http://www.banka.hr) 08.05.2014.)

U svom izlaganju na okruglom stolu u organizacija časopisa Banka o opasnostima deflacije za hrvatsko gospodarstvo (24. travnja 2014.) iznio sam tezu da bi intenziviranje strukturnih reformi u funkciji pokretanja investicija i izlaska zemlje iz recesije trebalo biti podržano i odgovarajućim mjerama tekuće ekonomske politike, među kojima sam spomenuo i uvođenje operacija na otvorenom tržištu.

S obzirom da je takav stav izazvao komentare u pogledu zakonskih mogućnosti vođenja takvih operacija, a zatim i njihovog cilja te potencijalnih opasnosti za stabilnost financijskog sustava, želio bih – bez ponavljanja ključnih elemenata iz navedenog izlaganja – dati slijedeće dodatno obrazloženje:

**1** Iako postoje određene nedorečenosti pa i kontradikcije između propisa kojima se na različitim razinama regulira pitanje operacija na otvorenom tržištu unutar Europske unije, temeljni pravni dokumenti relevantni za razmatranje tog pitanja u Hrvatskoj (Ugovor o Europskoj uniji i Ugovor o funkcioniranju Europske unije, Statut Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke, Zakon o HNB-u) međusobno su konzistentni i nedvosmisleni.

Tako, prema Zakonu o HNB-u (čl.10) ne postoji nikakvo ograničenje za takve operacije u Hrvatskoj do trenutka uvođenja eura kao novčane jedinice Republike Hrvatske. Nakon toga, HNB može obavljati takve operacije „u svrhu ostvarivanja ciljeva i izvršavanje zadataka ESSB-a, a u skladu s općim načelima ESB-a (čl. 93 Zakona) pri čemu je dužna postupati u skladu s odredbama propisa ESB-a i propisa drugih nadležnih tijela Europske unije“ (čl. 96 Zakona).

To je sukladno odredbama čl. 18 Statuta ESSB-a i ESB-a, gdje se u točki 18.2 propisuje da „ESB utvrđuje opća načela za otvoreno tržište i kreditne poslove koje provodi sam ESB ili nacionalne središnje banke, uključujući objavljivanje uvjeta pod kojima su spremne sklapati takve poslove“, dok se u čl. 42. Statuta definira da izraz „nacionalne središnje banke (iz čl. 18) znači „središnje banke država članica čija je valuta euro“.

Dio je to općeg koncepta odnosa između ESB-a i nacionalnih središnjih banaka, gdje se u čl. 12.1. Statuta navodi da „izvršni odbor /ESB-a/ daje potrebne napatke nacionalnim središnjim bankama...te da ESB koristi nacionalne središnje banke za obavljanje poslova koji su dio općih zadaća ESSB-a, ali opet uz ograničenje iz čl. 42 Statuta da se to odnosi samo na države članice euro zone.

Za razliku od toga, „države članice /EU/ čija valuta nije euro i njihove središnje banke zadržavaju svoje ovlasti u monetarnom području“ (Ugovor, čl. 282, stav 5).





**2** Operacije na otvorenom tržištu, kako sam ih predložio, nemaju fiskalne nego monetarne ciljeve: povećanje likvidnosti financijskog sustava s povećanim usmjeravanjem te likvidnosti prema realnom sektoru te opće smanjenje kamatnih stopa. U tom smislu one su svojom intencijom potpuno sukladne aktualnoj politici ESB-a.

Predlaganje tog „nekonvencionalnog“, a ne nekog od „konvencionalnih“ instrumenata monetarne politike (npr. smanjenje stope obvezne pričuve), motivirano je isključivo spoznajom o dosadašnjim – i sada prisutnim – ograničenjima u korištenju konvencionalnih instrumenata, koji postoje i na strani ponude i na strani potražnje za kreditima i koja smanjuju mogućnost da se kreditni potencijal banaka i raspoloživa sredstva mirovinskih fondova snažnije alociraju prema aktivnostima koje su ključne za zaustavljanje recesije i akumuliranje financijskih problema u realnom sektoru. Operacijama na otvorenom tržištu bi se dio tih ograničenja mogao smanjiti.

Istodobno, uvođenje operacija na otvorenom tržištu, na način koji sam predložio, ne bi imalo negativan utjecaj niti na tekući fiskalni saldo koji će biti utvrđen u okviru Procedure prekomjernog proračunskog manjka niti na razinu ukupnog duga konsolidirane opće države. Otuda, one nisu supstitut za strukturne reforme u funkciji fiskalne konsolidacije, kao što ni ne predstavljaju „kupovinu vremena“ za te reforme.

**3** Mogući raskorak između uvođenja takvih operacija od strane HNB-a i instrumenata koje preferira ESB nije uzrokovan samo postojećim razlikama između ekonomske situacije u Hrvatskoj i situacije u ključnim zemljama euro zone (npr. dužina trajanja i intenzitet recesije), već i činjenicom da poslovne politike pojedinih banaka i odluke njihovih nacionalnih središnjih banaka iz euro zone (npr. limitiranje izloženosti prema komitentima iz Hrvatske) de facto narušavaju načela slobode kretanja kapitala i tržišnog natjecanja unutar Europske unije i time dodatno smanjuju manevarski prostor za efikasnu primjenu „konvencionalnih“ instrumenata monetarne politike u Hrvatskoj.

**4** Kako bi se ograničila mogućnost pojave negativnih implikacija (inflacija, deprecijacija tečaja i sl.) povećane ekspanzivnosti monetarne politike kroz uvođenje operacija na otvorenom tržištu, primjenu tog instrumenta može se vremenski ograničiti i limitirati iznosom (npr. najviše do iznosa anuiteta po osnovi domaće komponente javnog duga koji dopijeva u tekućoj godini) te uvjetovati korištenje oslobođenih likvidnih sredstava za podršku kvalitetnim razvojnim programima.

Time se ni na koji način ne bi dovelo u pitanje ostvarivanje osnovnog cilja središnje banke – održavanje stabilnosti cijena i (u funkciji toga) tečaja nacionalne valute.

Rizik koji u svemu tome postoji za središnju banku zbog mogućeg povećanja kamatnih stopa na financijskim tržištima u nekom budućem razdoblju nije pretjerano visok, zbog početne strukture njezine bilance gdje (gotovo 100%) njezine aktive predstavljaju devizne pričuve.

---

Zagreb, 22.01.2017  
Broj 06

**Željko Rohatinski**  
[www.macropuls.hr](http://www.macropuls.hr)

**M**ACROPULS

---