

*Željko Rohatinski**

MONETARNA POLITIKA

Za razliku od dobrih političara, ekonomisti općenito, a centralni bankari posebno, na lošem su glasu kao ljudi skloni nejasnom izražavanju, često upotrebi kondicionalnih rečenica i davanju pitajskih prognoza. Sve to iz razloga da smanje rizik kasnijeg razotkrivanja pogrešaka u njihovim procjenama i nedostataka cjelovitog sagledavanja pojedinih pitanja. Nisu rijetki niti slučajevi čistog politikantstva u njihovim istupima.

Poznata je anegdota kada se Alan Greenspan, predsjednik FED-a, nakon jednog istupa obratio okupljenim novinarima riječima: "Gospodo, ako ste shvatili što sam upravo rekao, tada sam se loše izrazio".

Naravno, A.G. si može priuštiti takvu šalu na vlastiti račun, ali je u ekonomskoj politici malo ljudi njegovog kalibra, a sigurno ih nema u Hrvatskoj. Zato si mi jednostavno ne možemo dopustiti luksuz razbacivanja velikim, nejasnim, frazama iza kojih često stoji samo velika magla.

Tri su takve fraze koje se u posljednje vrijeme javljaju na našoj javnoj sceni i koje se nude kao spasonosno rješenje za sve probleme. To su fluktuirajući tečaj, stavljanje deviznih rezervi u funkciju razvoja i, isključivo u tom kontekstu, operacije središnje banke na otvorenom tržištu.

Prve dvije od njih već su mnogo puta raspravljane i ne bi bilo više potrebno na njih trošiti riječi, da im uvođenje operacija na otvorenom tržištu ne daje novi zamah i čini ih potencijalno ostvarivima na konzistentan način.

Zato ne čudi što je najava odluke HNB-a da započne s takvim operacijama naišla na odobravanje i u krugovima onih koji su inače vrlo kritički nastrojani prema aktualnoj monetarnoj politici.

Pri tome se obično ističe da će operacije na otvorenom tržištu omogućiti:

* Ž. Rohatinski, dr. sc., guverner Hrvatske narodne banke, rad je izlagao na 12. tradicionalnom savjetovanju Hrvatskog društva ekonomista u Opatiji, "Ekonomska politika Hrvatske u 2005.", 10.-12. XI. 2004.

1. stjecanje pune autonomije monetarne politike od eksternih faktora i njeno vođenje isključivo sukladno razvojnim preferencijama nacionalne ekonomije;
2. punu raspoloživost sredstava za domaće financiranje proračunskog deficita uz niže troškove i duže rokove otplate kredita;
3. efikasnije upravljanje javnim dugom koje sada dolazi pod ingerenciju središnje banke.

Tako će, smatra se, monetarna politika postati snažan instrument poticaja gospodarskog razvoja, a ne samo dušebrižnik nad stabilnošću cijena bez razvoja. Štoviše, to će omogućiti i konačno napuštanje pogubne politike fiksnog i nerealnog tečaja, što god pod time mislili.

Da li je to moguće? Da, moguće je, gledano ex katedra i uz spremnost da se unaprijed plati visoka cijena za vrlo neizvjestan rezultat.

Konstrukcija je vrlo jednostavna i može se opisati svima razumljivim jezikom. Fluktuirajući tečaj u interpretaciji nekih naših ekonomista samo je drugi naziv za politiku asimetričnih intervencija središnje banke na deviznom tržištu, odnosno intervencija koje s jedne strane sprječavaju aprecijaciju, a s druge dopuštaju ili izravno potiču deprecijaciju kune.

Kod sprječavanja aprecijacije, situacija je jasna. HNB samo nastavlja raditi ono što je uglavnom i radio u posljednje četiri godine. Rast potražnje za kunama financiran neto inozemnim zaduživanjem HNB neutralizira kupovinama na deviznom tržištu, odnosno u načelu nesteriliziranom emisijom primarnog novca. Ako ponuda deviza premašuje okvire potencijalnog rasta kunske likvidnosti unutar kojih se može održavati niska inflacija, HNB koristi instrumente sterilizacije. Ne više tržišne, već administrativne (35%, izdvajanje 42% devizne OR u kunama, 24%), jer su se oni pokazali efikasnijim od emisije blagajničkih zapisa koja je ostavljala znatan prostor za tržišne spekulacije.

Kod poticanja deprecijacije situacija je, međutim, bitno drugačija. Za to je potrebno da potražnja za devizama kontinuirano premašuje njihovu ponudu. Kako to postići u uvjetima liberaliziranih tekućih i djelomično liberaliziranih kapitalnih transakcija s inozemstvom?

Jedno je sigurno. Potrebno je zadržati ili čak i osnažiti mehanizam ograničavanja zaduživanja banaka u inozemstvu i na taj način limitirati ponudu deviza iz tog izvora. Tada ostaje pitanje povećanja potražnje, gdje postoji nekoliko opcija:

(1) "Solo igra" središnje banke, koja podrazumijeva akumuliranje deviznih rezervi permanentnim kupovinama na deviznom tržištu usmjerenim isključivo ka postizanju ciljane razine tečaja, uz sterilizaciju tako produciranog "viška" kunske likvidnosti blagajničkim zapisima. Ne treba naročito dokazivati da je ta opcija besmislena, jer traži visoke kamatne stope za uvoz kapitala koji ne obavlja nika-

kvu pozitivnu funkciju u hrvatskoj ekonomiji. Koristi od toga mogu imati samo inozemne banke koje ostvaruju visoke prinose bez ikakvog rizika. To je i bio razlog sukoba s prethodnom misijom MMF-a tijekom 2003. godine.

(2) Kreiranje dodatne kunske likvidnosti (npr. smanjenjem stope obvezne rezerve ili postotka devizne OR koji se izdvaja u kunama) kako bi se povećala potražnja za devizama u okviru tekućih transakcija platne bilance, odnosno kroz povećani uvoz. Naravno da niti ta opcija ne dolazi u obzir, već i samim time što bi konačni cilj cijele operacije trebalo biti smanjenje deficita tekućih transakcija, a ne kreiranje novca u funkciji financiranja uvoza.

Ostaje (3) opcija da se deprecijacija realizira kroz kapitalne transakcije u smislu supstitucije dijela inozemnog duga domaćim dugom. To znači da se povećava kunska likvidnost sustava kojom će dužnici, kupnjom deviza od poslovnih banaka i, indirektno, od središnje banke, otplaćivati inozemne dugove. Međutim, u sektoru poduzeća ta opcija pretpostavlja da kamatne stope na kunske kredite s deviznom klauzulom budu konkurentne kamatnim stopama po kojima se ona mogu izravno zadužiti u inozemstvu, što sada nije slučaj, a postavlja se i pitanje društvene opravdanosti smanjivanja deviznih rezervi zemlje u izravnoj funkciji servisiranja privatnih dugova. Preostaje, dakle, sektor države i tu ulaze u igru najavljene operacije na otvorenom tržištu.

Konstrukcija je opet vrlo jednostavna. Usklađeno, po visini i dinamici, s potrebama deviznog financiranja državnog proračuna u sferi otplate anuiteta inozemnog javnog duga i tekućeg uvoza, HNB kupuje postojeće vrijednosne papire države na sekundarnom tržištu uz "prešutni" sporazum s bankama da će one sredstva iz primarne emisije koristiti za kupovinu nove emisije državnih vrijednosnih papira. Tako će se dio javnog duga monetizirati, a država će dobivenim kunama kupovati potrebne devize. To će dovesti do deprecijacije tečaja koju HNB može dodatno kontrolirati na način da dio potrebnih deviza izravno proda državi iz deviznih rezervi. Za taj će se dio poništiti prethodno emitirani novac, pa HNB može u svom djelovanju balansirati između monetarnih i tečajnih ciljeva.

Znači postićemo kontroliranu deprecijaciju tečaja, smanjujemo potrebu inozemnog zaduživanja države i supstituiramo ga indirektnim zaduživanjem kod središnje banke, devizne rezerve stavljamo u funkciju razvoja, a aktivno upravljanje vrijednosnim papirima države koje središnja banka može držati do dospijeca uključuje HNB i u upravljanje javnim dugom.

Deprecijacija tečaja pozitivno utječe na saldo tekućih transakcija platne bilance i povećava stopu gospodarskog rasta. To povećava i poreznu osnovicu, omogućujući postupno smanjivanje fiskalnog deficita bez radikalnih rezova u sferi budžetske potrošnje i državnih investicija.

Tako smo riješili sve probleme. Ili možda ipak nismo?

Pozitivni utjecaj deprecijacije tečaja na tekuće transakcije platne bilance i na gospodarski rast pretpostavlja visoku elastičnost i izvoza i uvoza u odnosu na tečaj te odsustvo eksternih šokova tipa rast cijena nafte. Obje pretpostavke su vrlo problematične. Nadalje, da bi deprecijacija mogla potaknuti izvoz, ona mora biti realna tj. stopa deprecijacije mora biti viša od stope rasta domaćih cijena. S obzirom da je dio troškova relativno fiksna u kratkom roku i valutno indeksiran, realna deprecijacija znači da rast valutno neindeksiranih troškova mora biti znatno niži od opće stope inflacije ili, nešto grublje rečeno, da oni moraju biti nominalno zamrznuti. To znači realni pad tih troškova, među kojima su najveće stavke neto plaće i penzije.

To očito nije popularna tema za političare i o njoj zagovornici politike “fluktuirajućeg tečaja” uporno šute, ali se može prihvatiti ako smo sigurni da će u konačnici rezultanta dobitaka i troškova biti pozitivna.

Jesmo li, međutim, sigurni da će biti tako? Pogledajmo stvari statički uz pretpostavku inicijalne nominalne deprecijacije tečaja kune prema euru za 10%. Uz nepromijenjene sve ostale uvjete, to bi značilo da bi izvoznici roba i usluga za postojeću razinu izvoza u 2004. godini ukupno primili oko 10.8 mlrd. kuna više, dok bi vlasnici deviznih depozita sa stanjem 30. rujna bili nominalno bogatiji za oko 8.1 mlrd. kuna. Istodobno, za postojeći uvoz morali bi platiti 12.1 mlrd. kuna više, domaći dug poduzeća, stanovništva i države prema bankama bio bi, zbog valutne klauzule, veći za 13.5 mlrd. kuna, dok bi kunska protuvrijednost inozemnog duga države i poduzeća bila povećana za 11.2 mlrd. kuna.

Ovdje se naravno radi o metodološki ne baš korektnom zbrajanju tokova i stokova, ali je indikativno da je njihov zbroj duboko negativan i iznosi oko 17.9 mlrd. kuna ili 9% BDP-a. U dinamičkom pristupu, taj bi se efekt mogao prepoloviti uz vrlo optimističku pretpostavku da bi 10-postotna nominalna deprecijacija tečaja mogla realno povećati izvoz roba i usluga za oko 5% i jednako tako smanjiti realni uvoz, ali u tom pristupu treba uključiti u račun i utjecaj deprecijacije na rast domaćih cijena i na kamatne stope, što nas opet vraća na početne brojke.

To je samo prva iteracija, a sa svakom slijedećom povećavaju se neto troškovi u apsolutnom ali i u relativnom izrazu. Otvara se spirala međuzavisnosti troškova, cijena i tečaja, za koju iz vlastite prošlosti znamo kamo vodi. Ne samo u visoku inflaciju nego i u recesiju.

Sve to samo je još jedna ilustracija kolika je, u uvjetima visoke eurizacije, fundamentalna inkorporiranost tečaja u financijski sustav i sve pore hrvatske ekonomije. On ne determinira izravno samo vanjskotrgovinske, već ukupne ekonomske tokove i time o njegovoj stabilnosti bitno zavisi i ukupna stabilnost nacionalne ekonomije.

To ne znači da je tečaj fiksna ili da HNB dozvoljava njegove fluktuacije samo u uskom rasponu koji je neovisan od tržišnih fundamenata. Naprotiv, HNB nije i

neće nikada “održavati” neku razinu tečaja koja ne odgovara tržišnim fundamentima, ali će još manje monetarnim akrobacijama nastojati inicirati formiranje tečaja na razini koja nema osnovu u tržištu.

Tu se ne radi o pitanju hrabrosti, već o zdravom razumu i osjećaju odgovornosti za ekonomsku sudbinu zemlje. Zato, u takve eksperimente HNB neće ulaziti.

Promatrano u tom kontekstu, uvođenje operacija na otvorenom tržištu, kao najfleksibilnijeg instrumenta upravljanja likvidnošću, ima sasvim drugu ulogu od ranije hipotetski opisane. Njihova je prvenstvena funkcija da ublaže osnovnu negativnu pojavu koja prati održavanje stabilnog tečaja u sustavu kvazi valutnog odbora, a to su visoke fluktuacije kamatnih stopa na tržištu novca. One u posljednjih godinu dana osciliraju na prekonocne kredite u rasponu između 1% i 11%, što izravno onemogućava formiranje referentnih kamatnih stopa na kratkoročne i dugoročne izvore sredstava, bez kojih nema razvoja i produbljivanja financijskih tržišta.

Radi stabilizacije tih stopa, HNB će započeti s inverznim repo poslovima, uz tjedne aukcije u kojima će kao kolateral u početku služiti isključivo trezorski zapisi Ministarstva financija u kunama bez valutne klauzule. Kasnije se poslovi mogu proširiti i na kunske papire dužih rokova dospijeća. Istodobno, HNB će izvršiti i odgovarajuće promjene u sustavu lombardnih kredita, a razmatra se i mogućnost uvođenja unutar dnevnih kredita te deponiranja sredstava kod HNB krajem radnog dana (tzv. deposit facility). Pored toga, a u funkciji dodatnog produbljivanja financijskih tržišta, izvršit će sa daljnja liberalizacija kapitalnih transakcija s inozemstvom, u smislu ukidanja ograničenja ulaganja nerezidenata u domaće vrijednosne papire na tržištima kapitala i novca.

Naravno da će, već po svojoj prirodi, operacije na otvorenom tržištu pozitivno utjecati i na mogućnost većeg i povoljnijeg zaduživanja države na domaćem tržištu i time djelomične supstitucije eksternog financiranja tekućeg proračunskog deficita financiranjem iz domaćih izvora. Ali samo u mjeri koja u kontekstu ukupnog rasta monetarnih agregata neće destabilizirati tečaj, ubrzati inflaciju i dovesti do istiskivanja ostalih sektora sa tržišta kredita. Zato, indirektna monetizacija dijela fiskalnog deficita kroz operacije na otvorenom tržištu ne umanjuje prijeku potrebu značajnog smanjivanja tog deficita. Naprotiv, što će deficit biti manji, to će se širiti i prostor za operacije na otvorenom tržištu. Da nije tako, HNB bi započeo s tim operacijama već u 2004. godini.

Konačno, razvojem tih operacija postupno će se akumulirati i određeni iznos državnih vrijednosnih papira u portfelju HNB, koji će početi njime aktivno upravljati. Ali, pri tome se ne smije zaboraviti da su operacije na otvorenom tržištu instrument monetarne politike, a ne javnih financija, tako da će i upravljanje vrijednosnim papirima države u portfelju središnje banke biti isključivo motivirano razlozima monetarnog karaktera. Zato to ni na koji način ne supstituira djelokrug

i odgovornost Ministarstva financija za upravljanje javnim dugom u cjelini. Sve ostalo predstavljalo bi čisti sukob interesa.

Dakle, da zaključim. Monetarna politika u 2005. godini trebala bi biti nešto sofisticiranija u metodama provođenja, ali ne manje čvrsta u temeljnim opredjeljenjima i ciljevima nego što je bila u 2004. godini. Naravno, za sve one koji smatraju da su rast robnog izvoza za 18% i realnog BDP-a za 4%, uz inflaciju od 2%, pogubne performance ekonomskih kretanja tijekom 2004. godine, za njih će monetarna politika i dalje ostati pogubna. Ali to je njihov problem.