

## AKTUELNI PROBLEMI PRIVREDNIH KRETANJA I EKONOMSKE POLITIKE

---

*Željko Rohatinski\**

### AKTUALNA EKONOMSKA SITUACIJA I MJERE MONETARNE POLITIKE

1. U materijalu MMF "Staff Report for the Second Review Under the Stand-By Arrangement", pripremljenome za sjednicu Boarda 12. studenoga, konstatira se da će u ovoj godini Hrvatska ostvariti višu stopu ekonomskog rasta uz inflaciju nižu od očekivane i da će fiskalni deficit i deficit tekućih transakcija platne bilance biti održani u okvirima naknadno predviđenih 4,6% i 5,9% BDP. To su za 0,2% i 1,3% BDP niži deficiti od ostvarenih u prethodnoj godini.

Unatoč tome, ističe se, platnobilančna pozicija zemlje ostaje slaba i Fond izražava zabrinutost zbog rasta vanjske ranjivosti sustava, pozivajući hrvatske vlasti da poduzmu odgovarajuće mjere fiskalne i monetarne politike za dalje smanjenje deficita platne bilance i inozemnog duga.

Takve su ocjene zasnovane su na pretpostavci da će se udio duga u BDP zadržati u 2003. na prošlogodišnjoj razini od 68,5%, nakon čega bi, prema scenariju Fonda, moralo započeti njegovo relativno smanjivanje na razinu ispod 60% do godine 2007.

2. No, polazna se pretpostavka Fonda pokazala suviše optimističnom. Prirast duga u prvih devet mjeseci ove godine iznosio je 4,6 mlrd. USD nominalno ili 3,4 mlrd. USD realno, pa je on na svršetku rujna dostigao razinu od 19.973 mil. USD i ocjenjuje se da će na kraju godine iznositi 21 mlrd. USD. To je 74% BDP, s tendencijom da u neizmijenjenim uvjetima dostigne u idućoj godini i 80% BDP, u usporedbi sa 57% u godini 2001. /Inače, izraženo u eurima, odnos duga i BDP raste sa 58% (2001.) na 62% (2002.) i 72% (2003.). /

---

\*Ž. Rohatinski, dr. sc., guverner Hrvatske narodne banke, rad je izlagao na 11. tradicionalnom savjetovanju Hrvatskog društva ekonomista u Opatiji, 12.-14. XI. 2003.

Usporedno s time, pogoršani su i ostali pokazatelji stupnja zaduženosti:

	2001.	2003.
dug/devizne rezerve	2,9	3,5
dug/izvoz (R+S)	1,2	1,5

tako da je upozorenje Fonda u tome dijelu potpuno opravdano.

3. Postavlja se, naravno, pitanje kako je akumuliran dosadašnji dug i je li to akumuliranje bilo upravljivo, ili nam se jednostavno “dogodilo”. Promatrano na razini makroekonomskih agregata, povećanje duga u posljednje tri godine rezultat je rasta udjela investicija u BDP sa 22% na 26,5%, a istodobno je štednja stagnirala na razinama između 18% i 19%. O čijim je investicijama riječ?

Dezagregira li se inozemno zaduživanje banaka prema sektorima korisnicima bankarskih kredita u zemlji i tome doda izravno zaduživanje tih sektora u inozemstvu, proizlazi da u strukturi ukupnog prirasta inozemnog duga javni sektor (država i javna poduzeća) sudjeluje sa 47%, privatna i mješovita poduzeća sudjeluju sa 29%, a stanovništvo sa 24%. Slični su odnosi i u strukturi dostignute razine inozemnog duga (49% : 34% : 17%).

Budući da je tako gotovo polovina duga pod izravnom ili neizravnom kontrolom države (Vlade i Sabora u sferi proračuna i državnih institucija u sferi vlasništva), da je dio zaduživanja mješovitih poduzeća realiziran uz državne garancije i da je najveći dio duga stanovništva formiran pod utjecajem uvoza trajnih potrošnih dobara, kojih je potražnja u pravilu cjenovno elastična, pa se na nju može djelovati mjerama fiskalne politike, proizlazi da je s oko 70% prirasta inozemnog duga mogla izravno upravljati ekonomska politika u širem smislu. Dakle, ona je svojim djelovanjem ili izostankom toga djelovanja bitno utjecala na efektuiranje potražnje za inozemnim kreditima. Opravdano ili ne, vidjet će se, i to prije svega po budućem kretanju izvoza i deviznog priljeva potrebnoga za otplatu tih kredita.

4. Bilo bi, međutim, naivno uzroke porasta duga tražiti samo u sferi potražnje.

Alexandre Lamfalussy (bivši generalni direktor BIS) upozorio je na elementarnu činjenicu:

“Ne može doći do ekstenzivne akumulacije duga, a da potražnja za sredstvima ne naiđe na njihovu odgovarajuću ponudu i obrnuto. Ne može biti “prezaduživanja” bez “prekreditiranja”. U pojedinim slučajevima teško je razlikovati leži li odgovornost za akumulaciju duga na potražnji ili na ponudi. Tko može npr. kazati da prezaduživanje nije inducirano ili barem ohrabrivano od strane kreditora. Konačno, putujuće prezentacije često su organizirane ili pomagane od strane

investicijskih banaka koje traže mogućnosti za kreditore ili investitore da plasiraju sredstva. Štoviše, ima mnogo primjera kada se vodeća uloga ponude pojavljuje u cjenovnim indikatorima: smanjujući premije za rizik ili jačajući tečaj valute zemlje dužnika.”

5. Sve su to aktivnosti koje se odvijaju pod okriljem procesa globalizacije, gdje - poticane od MMF i Svjetske banke i u tijeku devedesetih godina, i zemlje u razvoju liberaliziraju svoje financijske sustave i otvaraju ih za ulazak stranoga kapitala.

Pritom oko 70% stranoga kapitala ulazi u te zemlje kao bankarski kredit, a samo 30% kao ulaganja u equity i obveznice.

6. Neosporne su koristi koje proizlaze iz toga procesa za dužnike: ulaz kapitala, tehnologije i nove organizacije u realni sektor, što povećava njegovu proizvodnost, jačanje potencijala i efikasnosti financijskog sektora s padom cijena njegovih usluga i opće jačanje tržišne discipline.

7. No, isto je tako nedvojbeno da su izrazite koristi koje međunarodna mobilnost kapitala donosi vjerovnicima osnovni pokretački motiv i bit ideologije “slobodnog tržišta”.

Jedan od najradikalnijih kritičara toga procesa, nobelovac J. Stiglitz, u najnovijoj knjizi “Tutnjeće 90-te” kaže:

“Ideologija slobodnog tržišta u izravnoj je funkciji osiguranja pristupa kompanija iz razvijenih zemalja inozemnim tržištima, posebno tržištima tranzicijskih zemalja, i nije simetrična za plasman proizvoda iz tih zemalja na razvijena tržišta. Njen primarni motiv je otvaranje novih ili barem zadržavanje postojećih radnih mjesta u razvijenim zemljama.

Još gore je u sferi liberalizacije financijskih tržišta, gdje je “liberalizacija financijskih usluga bila čak i štetna za neke zemlje u razvoju: kako su velike međunarodne banke zgnječile lokalne konkurente, fondovi koje su one nagomilale bili su /izravno ili neizravno/ kanalizirani prema međunarodnim kompanijama, a ne prema malim i srednjim lokalnim firmama”.

8. Između dviju grupa koristi ili, gledano sa stajališta dužnika, između koristi i cijene koju oni za to moraju platiti, nalazi se područje rizika, koje je u biti asimetrično za kreditore i dužnike. To su rizici za makroekonomsku stabilnost pri ulasku i, posebno, pri izlasku kapitala iz zemlje i operativni rizici upravljanja kapitalom.

9. Ti rizici mogu generirati i u praksi su generirali financijske krize u tranzicijskim zemljama. Novija istraživanja (Calvo) pokazuju da su toj opasnosti posebno izložene ekonomije koje imaju sljedeća tri obilježja:

1. zatvorenost prema međunarodnoj razmjeni - u smislu malog udjela izvoznih proizvoda u odnosu na domaću apsorpciju uvoznih proizvoda

2. značajna veličina inozemnog i javnog duga
3. visoka dolarizacija financijskog sustava uz visoke valutne neusklađenosti aktive i pasive.

Naime, takve su ekonomije:

- vrlo osjetljive na promjene u međunarodnom okruženju, koje mogu zahtijevati nagle i velike promjene u platnoj bilanci i tečaju
- velike promjene tečaja mogu pretvoriti održivu fiskalnu poziciju u neodrživu i voditi prema problemu solventnosti države
- rješavanje krize solventnosti zahtijeva značajnu redistribuciju dohodaka i imovine između sektora, s pauperizacijom i rastom nezaposlenosti
- ranjivost ekonomija relativno je neovisna o tečajnom režimu, tako da fleksibilnost tečaja može samo donekle utjecati na smanjenje neravnoteža, ali istodobno ona može dovesti i do netransparentnosti ekonomskih politika.

10. Primijenimo li ovaj obrazac na Hrvatsku, ona se samo naizgled ne uklapa u njega. Naime:

(1) S prosječnim udjelom izvoza roba i usluga u BDP od 43% (u razdoblju 1996. - 2003.), hrvatska ekonomija nije, naravno, zatvorena. No, taj je izvoz nedovoljan u odnosu na potrebe i preferencije prema uvozu, pa u robnoj razmjeni permanentno postoji deficit na prosječnoj razini od 21% BDP, a u razmjeni roba i usluga od 9% BDP.

(2) S aktualnim deficitom konsolidirane opće države od 4,7% BDP (2002. i 2003.) i s udjelom javnog duga od oko 50% Hrvatska nema posebno nepovoljnu fiskalnu poziciju. No, s obzirom na to da inozemni dug opće države iznosi oko 27% BDP, a i najveći je dio unutarnjega duga valutno indeksiran, dok su izvorni prihodi države u kunama, postoji visok valutni rizik. Zato formalna usporedba s kriterijima iz Maastrichta ima samo veoma ograničeno značenje. Sa druge strane, financiranje unutarnjeg deficita inozemnim sredstvima povećava devizne rezerve, ali i otežava vođenje monetarne politike, o čemu ću više kazati poslije.

(3) Iako udio deviznih depozita u strukturi ukupnih depozita ima tendenciju smanjivanja (što se može shvatiti i kao jačanje povjerenja u kunu), oni su i dalje dominantan element monetarnih agregata, čineći 81% štednih depozita i 59% ukupnih likvidnih sredstava.

Sa druge se strane, zbog korištenja ukupne devizne pasive za financiranje uvoza, smanjuje stupanj pokrića devizne pasive likvidnom deviznom aktivom bankovnog sustava (uključujući HNB) sa 60% u 2000. na današnjih 45%, tako da se kratka devizna pozicija sustava povećala sa 2,6 na 5,5 mlrd. EUR, ili sa 13% na 22% BDP.

Zbog svega je toga financijski sustav u Hrvatskoj veoma osjetljiv na potencijalne šokove, pa je zato održavanje njegove stabilnosti prvorazredni zadatak ukupne ekonomske politike.

11. Ključni potez u njegovoj liberalizaciji učinjen je privatizacijom većih banaka u tijeku godine 1999. i 2000., nakon čega je više od 90% bankarskog sektora preuzeto od stranih banaka, koje time postupno preuzimaju kontrolu i nad ostalim dijelovima financijskog sustava (mirovinski i investicijski fondovi, leasing kompanije, osiguravajuće kuće...)

Usljedile su izmjene deviznog zakona kojima je, po sugestiji MMF, dopušteno držanje deviznih depozita pravnih osoba i, sukladno se Sporazumom o stabilizaciji i pridruživanju, donesen novi Zakon o deviznom poslovanju, kojim je izvršena gotovo potpuna liberalizacija tokova dugoročnoga kapitala i najavljena postupna liberalizacija tokova kratkoročnoga kapitala. Uz glasno negodovanje brokera koji bi i kratkoročni kapital željeli liberalizirati odmah.

12. Do takve liberalizacije dolazi u razdoblju snažnog usporavanja rasta, a zatim i stagnacije ekonomske aktivnosti u EU (eurozoni), praćene drastičnim padom kamatnih stopa i stopa prinosa na kapital i državne obveznice.

(Tako je stopa rasta BDP smanjena sa 3,5% u 2000. na samo 0,2% u drugom tromjesečju godine 2003., a izvoza sa 12,5% na -0,6%.

Smanjene su i kamatne stope:

- na tržištu novca (3mj. dep.) sa 4,4% na 2,2% (IX.)
- na kredite poslovnih banaka (više od 1 god.) sa 6,3% na 4,5%,

kao i stope prinosa na državne obveznice (2 god.) sa 4,9% na 2,5%.)

U takvim uvjetima i malo tržište, kao što je hrvatsko, postaje zanimljivo stranom kapitalu, a za upravljanje tim tržištem posebno je značajno uspostaviti kontrolu nad bankovnim sektorom. Upravo je zato taj sektor i internacionaliziran najviše od svih sektora u hrvatskoj ekonomiji.

13. Pošto su iscrpljeni početni efekti povećanja depozita u vrijeme konverzije inovaluta u EUR, banke se za potrebe širenja svojeg kreditnoga potencijala počinju zaduživati kod matičnih banaka u inozemstvu. Tako su se u tijeku 2002. i I. - IX. 2003. banke ukupno neto zadužile za 3,4 mlrd. USD po tekućem ili 2,7 mlrd. USD po stalnom tečaju. Od toga je 62% realizirano kao prirast depozita nerezidenata, što je u biti kratkoročni kapital.

Plasirajući ta sredstva, banke su ostvarile prosječan prinos na kapital od 18%.

Posljedica je bila ubrzanje rasta BDP sa 3,8% (2001.) na oko 5% (2002. - 2003.) ali i rast uvoza po stopama od 9%, i udvostručenje deficita tekućih transakcija sa oko 4% u 2001. na, prema novom izračunu, 8,7% BDP u 2002. godini.

14. U takvim je uvjetima HNB morala značajno modificirati svoju politiku. Dok je u godinama 2000. i 2001. ona bila usmjerena na povećanje opće likvidnosti sustava - smanjenjem obvezne rezerve i kamatnih stopa centralne banke, HNB nakon toga počinje povlačiti kočnicu. Pritom je, u godini 2002., njena politika uglavnom ostala u okvirima ortodoksnog pristupa - otkup deviza u devizne rezerve, da bi se spriječila aprecijacija, a zatim djelomična sterilizacija kuna emisijom blagajničkih zapisa. Oni su povećani za 44% i dostigli su 5 mlrd. kuna, što je ekvivalent od 16% M1 ili 22% MB.

Naravno da takva politika ne može biti dugoročno racionalna, pa je zato već na samom početku godine 2003. pristup izmijenjen.

Sukladno s time, djelovanje HNB u tijeku godine 2003. odvijalo se u tri koraka, međusobno povezana, ali i donekle različito motivirana.

Prvi korak, na početku godine:

- Provedeno je inicijalno povlačenje kunske likvidnosti prodajom 315 mil. EUR, nakon čega HNB više nije izravno intervenirala na deviznom tržištu prema bankama, već samo kroz transakcije s državom.
- Usporedno s time donesene su Odluka o obveznom upisu blagajničkih zapisa i Odluka o 35%-tnom pokriću deviznih obveza banaka likvidnim deviznim potraživanjima. Cilj je bio usporiti plasmane i ukupnu ponudu novca bez dodatne sterilizacije i ograničiti i poskupiti transferiranje inozaduživanja banaka u domaće plasmane.

Unatoč orkestriranim kritikama koje su upućivali banke, političari i sam MMF i usprkos nastojanju banaka da zaobiđu djelovanje mjera prijenosom potraživanja na matične banke i druge financijske institucije, poticanjem leasing poslova i na druge načine, te su mjere u osnovi ipak postigle svoj primarni cilj.

Rast plasmana banaka usporen je sa 26% u prvih deset mjeseci 2002. na 11,3% u istome razdoblju godine 2003., a rast novčane mase usporen je sa 23% na 6,4%, dok je stupanj pokrića deviznih obveza likvidnim potraživanjima banaka, koji je u veljači iznosio samo 28%, povećan do svršetka rujna na 36%.

Drugi korak bio je u rujnu kada je donesena Odluka o povećanju udjela kunskog izdvajanja obvezne rezerve na deviznu pasivu banaka sa 25% na 35%, čija je financijska težina iznosila oko 2,1 mlrd. kuna.

Ta je mjera djelomično donesena da podrži djelovanje Odluke o obveznom upisu blagajničkih zapisa, ali u biti ona je bila usmjerena na ispuhavanje viškova likvidnosti koju su banke držale u redovitim blagajničkim zapisima. Stanje tih zapisa svedeno je na nulu, a kamatna je stopa na tržištu novca privremeno skočila sa 4% na više od 9%.

Tada je došlo i do bitnog konceptijskog sukoba s MMF-om, koji prelazi okvire pojedinačne mjere monetarne politike. Fond je, naime, tada tražio da se zaoštavanje

monetarne politike realizira ortodoksnim pristupom povećanja kamatnih stopa na blagajničke zapise, iza čega zapravo stoji jednostavna logika: ako ne želite da vam liberalizirani ulazak stranog kapitala pravi probleme u sferi financiranja potrošnje i deficita platne bilance, morate mu omogućiti alternativne plasmane uz više stope prinosa od domicilnih, pri niskom tečajnom i nikakvom kreditnom riziku. Drugim riječima, transferirati dio emisijske dobiti stranim bankama.

Pristup teško prihvatljiv bilo kojoj zemlji s monetarnim suverenitetom.

Treći korak učinjen je u studenom donošenjem odluka o daljem podizanju udjela kuskog izdvajanja obvezne rezerve na deviznu pasivu banaka sa 35% na 42%, težine 1,5 mlrd. kuna. Ona je donesena unatoč najavi da se do svršetka godine neće poduzimati nove mjere i uzrokovana je monetarnim efektima promjena fiskalne pozicije.

Naime, suprotno početnom opredjeljenju da su samuraj obveznice samo kredit za premošćivanje do ostvarivanja prihoda od privatizacije INA-e, nakon čega će najveći dio protuvrijednost i tih obveznica od 216 mil. USD biti deponiran kod HNB i služiti za otplatu inodugova na početku godine 2004., Ministarstvo financija uz prešutnu suglasnost MMF izmijenilo je strukturu financiranja proračunskog deficita, i to tako da samuraj obveznice predstavljaju nadomjestak za niže, ali i skuplje, zaduživanje proračuna kod domaćeg nebankovnog sektora. U takvoj konstrukciji, 400 od ukupno 505 mil. USD prihoda od INA-e služi za financiranje proračunskih rashoda do kraja svršetka godine 2003. i ne deponiraju se kod HNB za angažiranje u idućoj godini. Istodobno, zbog razloga koje ne bih komentirao, MMF je tražio i promjenu metodologije izračuna NUIR na način da depoziti države kod centralne banke ne ulaze u taj izračun, a da istodobno nije pristao da se za efekte tih operacija naniže korigira iznos minimalno potrebnih deviznih rezervi.

Kao posljedica toga, da bi se ostvario minimalni iznos NUIR (Net usable international reserves = neto raspoložive međunarodne pričuve) utvrđen u Memorandumu o ekonomskoj i financijskoj politici za ovu godinu, HNB mora do svršetka godine definitivno otkupiti barem 400 mil. USD, odnosno emitirati oko 2,7 mlrd. kuna, iako bi za sezonsko povećanje potražnje za novcem bilo dovoljno emitirati samo oko 1,2 mlrd. kuna. Razliku, znači, valja sterilizirati bilo: (a) emisijom BZ s visokim kamatnim stopama, kao što je ponovno preferirao MMF; bilo (b) povećanjem obvezne rezerve, kao što se odlučila HNB, pri čemu je odabir mjere s dugoročnim djelovanjem za ublažavanje kratkoročnog problema bio učinjen, između ostaloga, i zato da trajnije utječe na likvidnost banaka prije prestanka važenja Odluke o obveznom upisu blagajničkih zapisa.

Postojala je, naravno, i opcija da HNB otkupi samo 200 mil. USD i da tako svjesno ide na neispunjavanje minimalne razine deviznih rezervi utvrđene Memorandumom, ali bi to vjerojatno dovelo do prekida aranžmana, s određenim - više političkim, nego ekonomskim - konotacijama.

15. Nakon svega, promatra li se godina 2003. sa stajališta monetarne politike, operativni ciljevi te politike uglavnom su ostvareni.

Rast plasmana banaka i ukupne ponude novca prepolovljen je u odnosu na prethodnu godinu, a kada se oficijelnim plasmanima banaka pridodaju i plasmani realizirani posredstvom drugih financijskih institucija, rast ukupnih plasmana za trećinu je sporiji od prošlogodišnjega. Prosječna kamatna stopa na plasmane, koja je u rujnu iznosila 8,1%, niža je od prošlogodišnje, međugodišnja stopa inflacije u listopadu iznosi samo 1,5%, a stopa temeljne inflacije 1,0%, realni tečaj je stabilan. Usporavanje rasta ponude novca nije se negativno odrazilo na privrednu aktivnost, tako da se ocjenjuje da će rast bruto domaćeg proizvoda u ovoj godini iznositi 5%. Nije se, međutim, uspjelo poboljšati odnose u robnoj razmjeni s inozemstvom, tako da su samo dobri rezultati u izvozu usluga smanjili deficit tekućih transakcija platne bilance s prošlogodišnjih 8,7% na, ocjenjuje se, 7% BDP, odnosno na 5,8%, ako se ne računa jednokratni transfer dobiti koji je izvršila Pliva.

Ostaje, naravno, pitanje je li se moglo postići više na području smanjenja robnog deficita i usporavanja prirasta inozemnog duga, i ako jest, zašto nije. Odgovor je jednostavan. Nije se postiglo više zato što parcijalno usporavanje rasta ponude novca koje, zbog konkurencije između banaka i visokoga kamatnog spreda nije induciralo rast kamatnih stopa na kredite, nije moglo imati značajniji utjecaj na potražnju za kreditima i njima financirani uvoz, dok su mjere ostalih politika kojima se to moglo postići izostale.

Jedina potencijalno efikasna mjera u takvim uvjetima mogle su biti kapitalne restrikcije, ali bi njihovo uvođenje od strane monetarne vlasti (kao kratkoročne mjere) pri neutralnom utjecaju ostalih politika na razinu i strukturu potražnje, moglo inicijalno izazvati upravo onakve efekte s kakvima obično i počinju financijske krize (jaka deprecijacija tečaja i/ili pad deviznih rezervi, visok rast kamata i efektuiranje svih operativnih rizika). Zato se HNB nije odlučio za taj potez, što ne znači da ubuduće neće, ako bi on bio potreban i konzistentno uklopljen u cjelinu ekonomske politike.

16. Što se tiče iduće godine, HNB će nastaviti ograničujuće djelovati na ponudu novca da bi se njezin rast zadržao na razini od oko 10%, pri stopi inflacije nižoj od 2,5% i uz stabilan tečaj. S tim u vezi neće se, bez stvarne potrebe, uvoditi neke posebne dodatne mjere, ali će se smanjiti manevarski prostor koji bankama ostavljaju postojeće mjere. Dosadašnji blagajnički zapisi kao instrument finog podešavanja bit će uglavnom zamijenjeni operacijama na otvorenom tržištu. Uz očekivanja da će ostale politike konzistentno djelovati u pravcu reguliranja potražnje, i poticaja izvozne ponude, bruto domaći proizvod mogao bi u idućoj godini rasti po stopi od 4,5%, a deficit tekućih transakcija platne bilance mogao bi se smanjiti na oko 5% BDP.



17. Razmišljanja koja su ponovo sve glasnija, kako je osnovni cilj vladine politike maksimizacija ekonomskog rasta, razvitka i zapošljavanja "po svaku cijenu", dok je održavanje stabilnosti financijskog sustava, cijena i tečaja sporedna stvar za koju je isključivo odgovorna centralna banka, jednako su pogrešna kao i licitacije u navodnoj alternativni: viši rast uz manju stabilnost ili veća stabilnost po cijenu nižega rasta.

Budemo li tako razmišljali, izlažemo se opasnosti da dođemo u situaciju u kojoj više nećemo imati ni stabilnost niti rast.

A što se tiče globalizacije, od nje ne treba bježati, niti je to objektivno moguće, ali joj se ne smije ni pasivno prepustiti. Ona može znatno pridonijeti rješavanju dijela naših problema, ali ih sama neće riješiti.

PRAZNA STR. 978