

II. AKTUALNE TEME

1. KAMATNE STOPE U HRVATSKOJ: PROBLEMI I PUTEVI OBARANJA

Uvod

Visoke nominalne i realne kamatne stope predstavljaju jedno od glavnih obilježja, ali i problema stabilizacijskog procesa u Republici Hrvatskoj. Štoviše, rast kamatnih stopa u posljednjih nekoliko mjeseci poziva na sustavno razmatranje toga problema. No, svi njegovi vidovi mogu se analizirati samo u vezi s ukupnom monetarnom politikom i razvitkom financijskih tržišta. O tome se govori u ovom radu.

U prvom dijelu prikazuju se statističke činjenice. U drugom se dijelu raspravlja o uzrocima visokih kamatnih stopa, a u trećem dijelu izvode se zaključci.

1. Što pokazuju statistički podaci?

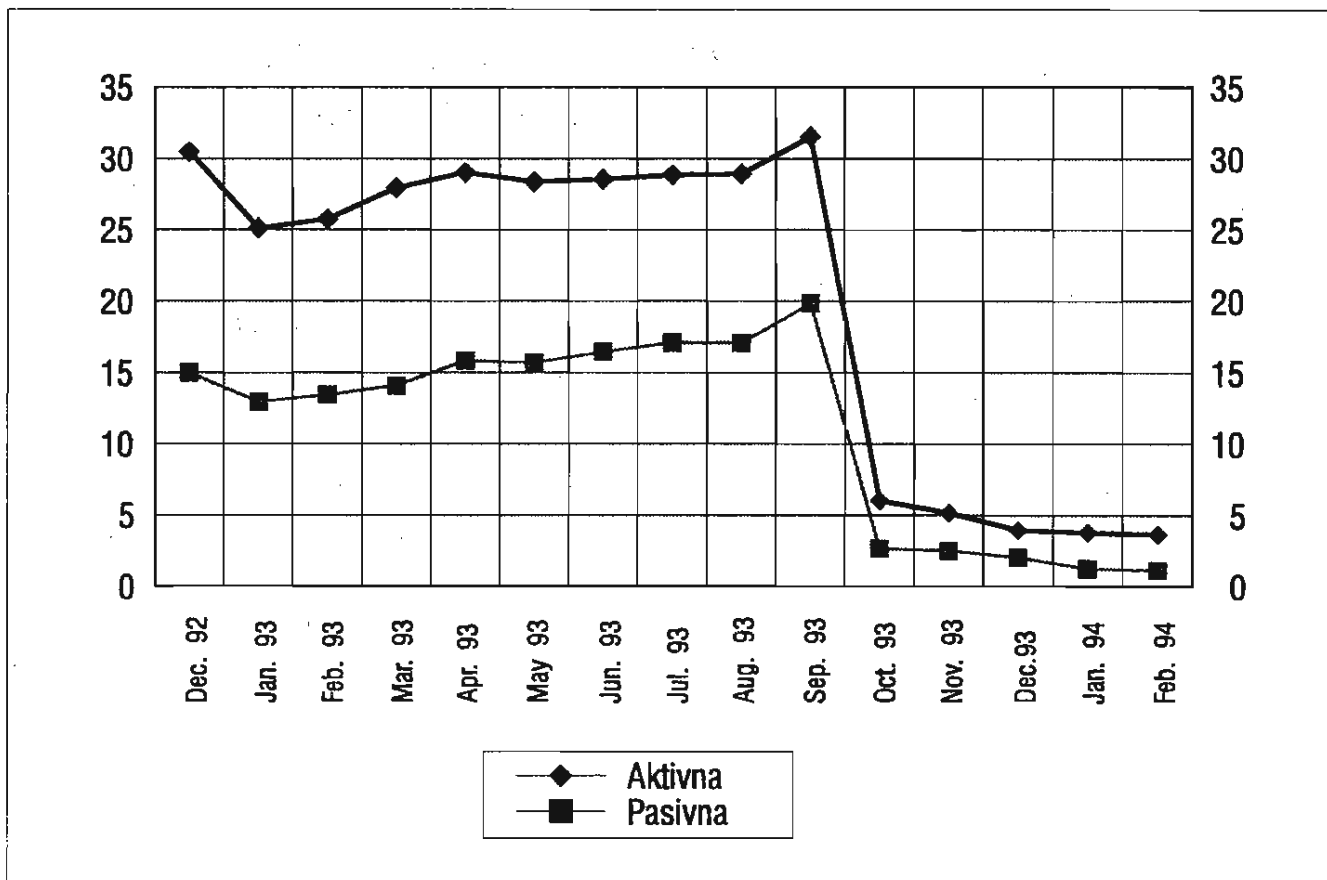
1.1. VAGANE PROSJEČNE AKTIVNE I PASIVNE STOPE POSLOVNIH BANAKA

Nominalne stope prikazane su na slikama 1 i 2. Korištene su stope na mjesečnoj razini podijeljene u dva razdoblja: od prosinca 1992. do veljače 1994., te od ožujka 1994. do kolovoza 1995. godine. Podjela na razdoblja učinjena je zbog preglednosti prikaza. Pri tumačenju podataka treba imati na umu da se kretanje ukupne prosječne kamatne stope nalazi pod snažnim utjecajem kratkoročne kamatne stope, jer tržište dugoročnih kredita u Hrvatskoj praktički ne postoji.

Slike pokazuju pad prosječne nominalne stope nakon obaranja inflacije. Pad traje do kolovoza prošle godine, a nakon toga započinje razdoblje blagog rasta kamatnih stopa.

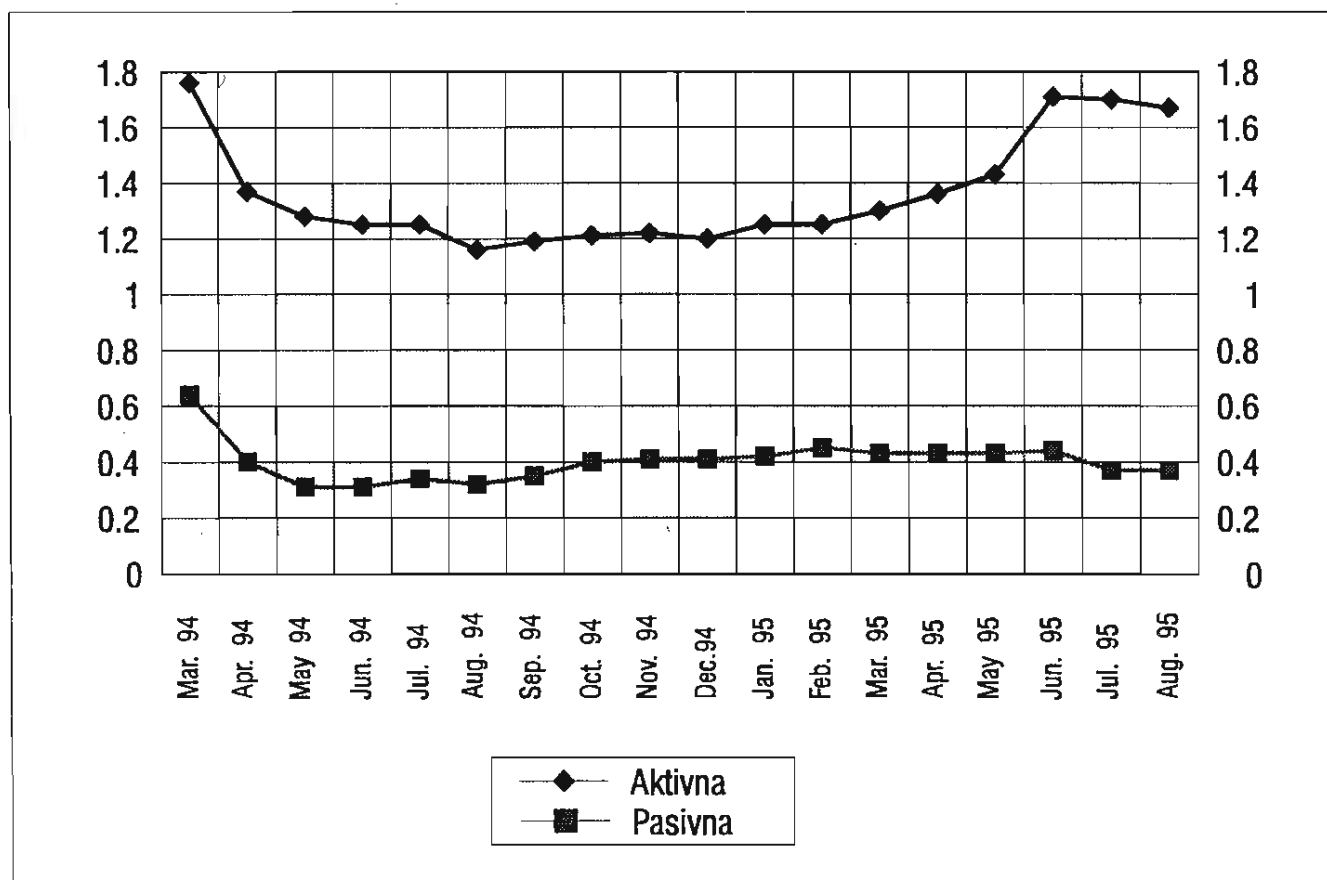
Slika 1.

**NOMINALNE MJESEČNE KAMATNE STOPE POSLOVNIH BANAKA
1992:12 - 1994:2**



Slika 2.

**NOMINALNE MJESEČNE KAMATNE STOPE POSLOVNIH BANAKA
1994:3 - 1995:8**



Kada je u vrijeme obaranja visoke inflacije došlo do pada nominalnih kamatnih stopa, razlika između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa (u daljnjem tekstu: margina, koju mjerimo kao aritmetičku razliku) doživjela je velike promjene. Do listopada 1993. margina je u prosjeku dosegla 15% na mjesečnoj ili 435% na godišnjoj razini, da bi se nakon obaranja inflacije stabilizirala na oko 1% mjesečno ili 12,7% godišnje. No tijekom ove godine margina očigledno raste i sada, promatrana kroz razliku između prosječnih vaganih kamata na kunske kredite i depozite, iznosi oko 17,5%.

Prikazane brojke, međutim, ne odražavaju stvarnu cijenu kapitala. U poslovnim banakama cijena je viša za nekoliko postotaka na godišnjoj razini zbog različitih naknada, koje se plaćaju pri dobivanju kredita. Osim toga, kreditni tokovi u odnosima između banaka i njihovih klijenata predstavljaju samo dio ukupnih kreditnih tokova. Drugi se dio odnosi na kreditne odnose između poduzeća, te na kreditne odnose između ostalih financijskih organizacija (štedionice, štedno-kreditne udruge i sl.) i klijenata. O tom segmentu tržišta kredita ne postoje pouzdane statističke informacije, no parcijalne informacije ukazuju na tri glavne karakteristike toga tržišta:

- a) kamatne stope se kreću na razinama 1%-6% mjesečno ili 13%-100% godišnje,
- b) tržište je izrazito segmentirano, što znači da je varijacija cijena kapitala veoma velika i veoma zavisna o iznosu odobrenog kredita, te o prirodi poslovnog odnosa između zajmodavatelja i zajmoprimca,
- c) financijski instrumenti na tom tržištu vrlo su primitivni, što znači da se u pravilu radi o običnim ugovorima s klauzulom zaštite vrijednosti glavnice (tečaj ili neki indeks cijena), a priroda i vrijednost kolaterala određuju se potpuno arbitrarno, zavisno o preferencijama ugovornih strana.

Ovo tržište po svojoj veličini vjerojatno zaostaje za bankovnim tržištem kredita, te se zbog toga u nastavku ovoga rada

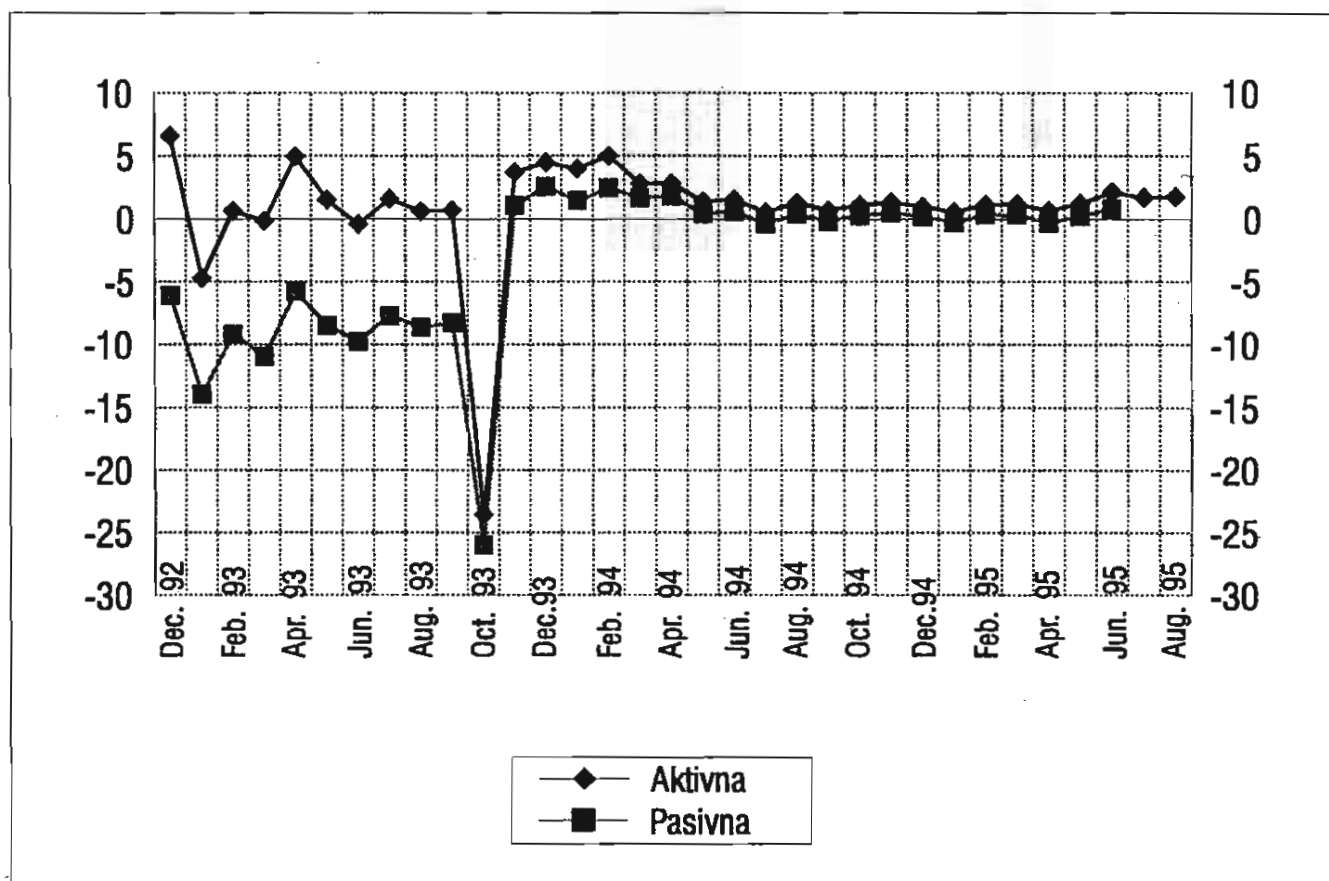
posvećujemo analizi najvažnijeg segmenta tržišta kredita - onoga između banaka i klijenata.

Slika 3 prikazuje kretanje realnih kamatnih stopa poslovnih banaka na mjesečnoj razini. Cijene na malo korištene su kao deflator.

Sliku možemo podijeliti na tri razdoblja. Prvo je razdoblje visoke inflacije do rujna godine 1993. Iako su zbog nepredvidivih oscilacija cijena realne aktivne kamatne stope u tom razdoblju povremeno bile pozitivne (dosegnuvši čak prohibitivno visokih 6,6% i 5% realno mjesečno u prosincu 1992., odnosno travnju 1993. godine), glavno obilježje ovoga razdoblja je ekstremno visoka realna margina koja se kretala oko 10% mjesečno ili 214% godišnje. Očigledno, pasivne su kamatne stope poslovnih banaka u promatranom razdoblju bile realno negativne: prosjek za prvih devet mjeseci iznosio je -9,2% mjesečno ili oko -200% godišnje.

Slika 3.

REALNE MJESEČNE KAMATNE STOPE POSLOVNIH BANAKA



Drugo razdoblje obuhvaća prvu fazu stabilizacijskog programa, od listopada 1993. do travnja 1994. godine. Glavne karakteristike toga razdoblja, nakon listopadskog stabilizacijskog šoka, su:

- a) realne mjesečne aktivne kamatne stope na razini 3%-5%,*
- b) realne mjesečne pasivne kamatne stope postaju pozitivne na razini 1%-2,5%,*
- c) margina realnih kamatnih stopa pada do još uvijek veoma visokih 2-3%.*

Nakon travnja prošle godine cijena kapitala stabilizirala se na prosječnim razinama nešto višim od 1% mjesečno i uz marginu realnih kamata od oko 1%. Takvo stanje traje do svibnja ove godine, kada je ponovo zabilježen rast kamata. O tom će više riječi biti u drugom dijelu rada.

1.2. STRUKTURA KAMATNIH STOPA PREMA VRSTI FINANCIJSKOG ODNOSA

U tablici 1 prikazana je struktura kamatnih stopa prema vrsti financijskog odnosa za mjesec srpanj 1995. godine. Iako se radi o podacima za samo jedan mjesec, struktura je reprezentativna za čitavo razdoblje. Treba naglasiti da su prikazani podaci prikupljeni prema novoj statističkoj metodologiji koja podatke o pasivnim kamatama čini neusporedivima s onima koji su prikazani na slikama 1-3. No podaci su zbog toga pouzdaniji, a usporedba aktivnih i pasivnih kamatnih stopa ima više smisla, jer imaju ista statistička obilježja. Kamate se odnose na kredite i depozite odobrene, odnosno prikupljene u tekućem mjesecu.

Smatrali smo da treba istaći sljedeća obilježja strukture kamatnih stopa:

- 1. Kamatne stope na kunske kredite sa i bez valutne klauzule bitno se ne razlikuju.*
- 2. Iznos deviznih kredita prema kunskima zanemarivo je malen, a kamatna je stopa u prosjeku za oko 4 postotna*

poena niža.

3. Veoma visoka kamata naplaćuje se za eskont vrijednosnih papira što pokazuje visinu premije na rizik.
4. Dugoročni krediti sudjeluju u ukupnim kunkskim kreditima samo s oko 5%.
5. Kamatna stopa na dugoročne kredite niža je od kamatne stope na kratkoročne kredite što se može objasniti pomoću dva čimbenika: (a) u dijelu koji se plasira poduzećima vjerojatno se radi o kreditnim linijama iz inozemstva, što znači i kamatnu stopu bližu svjetskoj, (b) najveći dio se odnosi na kredite stanovništvu, pa neke banke nižom cijenom kapitala tek osvajaju ovaj segment tržišta, čija je kupovna moć odnosno moć otplate još uvijek na relativno niskoj razini.
6. Pasivne kamatne stope na oročene kunske depozite još uvijek su više od kamatnih stopa na oročene devizne depozite, a kamatne stope na sva oročenja više su od a vista kamatnih stopa i to više nego što je u svijetu uobičajeno, što odražava još uvijek prisutno dugoročno nepovjerenje u financijski sustav.
7. Dugoročni izvori (depoziti) u Hrvatskoj ne postoje. Učešće a vista i oročenja do godine dana iznosi 99,8% kod kunkskih i 98,3% kod deviznih depozita. To znači da su razlike u kamatama još uvijek premale da bi kompenzirale osjećaj rizika i motivirale štediše da dugoročno štede u kunama. Taj se rizik može i okvirno kvantificirati na sljedeći način. Devizni depoziti ne sadrže valutni, nego samo sistemski rizik. Kamatna stopa na oročene devizne depozite do 1 godine još uvijek je 2-3 postotna poena veća nego u Austriji ili Njemačkoj. Ova razlika odražava rizik sustava i transakcijske troškove. Tome treba pridodati i razliku između kamatnih stopa na depozite oročene do godine dana na kune (12,33%) i devize (6,67%). Ta razlika od 5,66 postotnih poena mjeri valutni rizik. Zbroj rizika sustava i valutnog rizika iznosi 8,66 postotnih poena (3 sustavni + 5,66 valutni). Toliku su premiju naše banke u prosjeku spremne ponuditi na godišnjoj razini, no ona još uvijek nije dovoljna, da bi potakla dugoročna ulaganja kuna u naše banke.

Tablica 1.

**GODIŠNJE NOMINALNE KAMATNE STOPE PREMA VRSTI
FINANCIJSKOG ODNOSA ZA MJESEC SRPANJ 1995.**

<i>Vrsta financijskog odnosa</i>	<i>Ponderirana kamatna stopa</i>	<i>Iznos u KN</i>
Kredit		
<i>Kunski krediti bez valutne klauzule</i>	21,84%	2.147.317.258
<i>Kratkoročni krediti</i>	22,57%	2.021.168.794
- <i>na zahtjev pravnim osobama</i>	22,87%	677.235.979
- <i>ostali krediti pravnim osobama</i>	21,98%	1.247.970.212
- <i>kratkoročni krediti stanovništvu</i>	21,40%	71.990.261
- <i>eskont vrijednosnih papira</i>	48,49%	23.972.342
<i>Dugoročni krediti</i>	10,10%	126.148.464
- <i>pravnim osobama</i>	15,63%	11.754.025
- <i>stanovništvu</i>	9,53%	114.394.439
<i>Kunski krediti s valutnom klauzulom</i>	21,70%	423.966.949
<i>Devizni krediti</i>	17,28%	100.671.856
Depoziti		
<i>Kunski depoziti bez valutne klauzule</i>	4,39%	6.490.381.092
<i>@iro i tekući računi</i>	3,81%	5.452.230.749
<i>Štedni depoziti po viđenju</i>	3,97%	484.072.636
<i>Oročeni depoziti</i>	10,55%	554.077.707
- <i>do 3 mjeseca</i>	9,89%	395.544.388
- <i>3-12 mjeseci</i>	12,33%	145.990.178
- <i>1-5 godina</i>	10,19%	9.925.969
- <i>preko 5 godina</i>	12,17%	2.617.172
<i>Kunski depoziti s valutnom klauzulom</i>	8,13%	68.832.852
<i>Devizni depoziti</i>	4,13%	5.614.005.921
<i>Po viđenju</i>	3,33%	4.040.520.319
<i>Oročeni</i>	6,19%	1.573.485.602
- <i>do 3 mjeseca</i>	6,00%	1.270.908.477
- <i>3-12 mjeseci</i>	6,67%	203.899.114
- <i>1-5 godina</i>	7,75%	93.997.326
- <i>preko 5 godina</i>	7,40%	4.690.685

1.3. STRUKTURA KAMATNIH STOPA PREMA TIPU BANAKA

Spomenuta premija od 8,66 postotnih poena na godišnjoj razini najviše je što domaće banke mogu ponuditi. Kako to nije dovoljno za privlačenje veće štednje u kunama, financijski se sustav nalazi u "začaranom krugu". Veća bi premija bila potrebna za privlačenje kapitala, no poslovne banke nisu u stanju ponuditi više pasivne stope, jer taj trošak ne bi mogle podnijeti ukoliko bi to značilo smanjenje razlike između aktivnih i pasivnih kamata.

Ovo nas zapažanje uvodi u problem troškovne strukture i strukture klijenata u domaćim poslovnim bankama. Rašireno je, naime, mišljenje da lošije banke imaju veće troškove i veće margine, te veće aktivne kamate. Općenito se pretpostavlja da lošije banke posluju s lošim klijentima, koji se nalaze u poslovnoj krizi, spremni platiti bilo koju kamatu samo da kratkoročno produže svoj život, ne mareći o otplati glavnice. Istraživanja su pokazala da je takvo vjerovanje pogrešno.

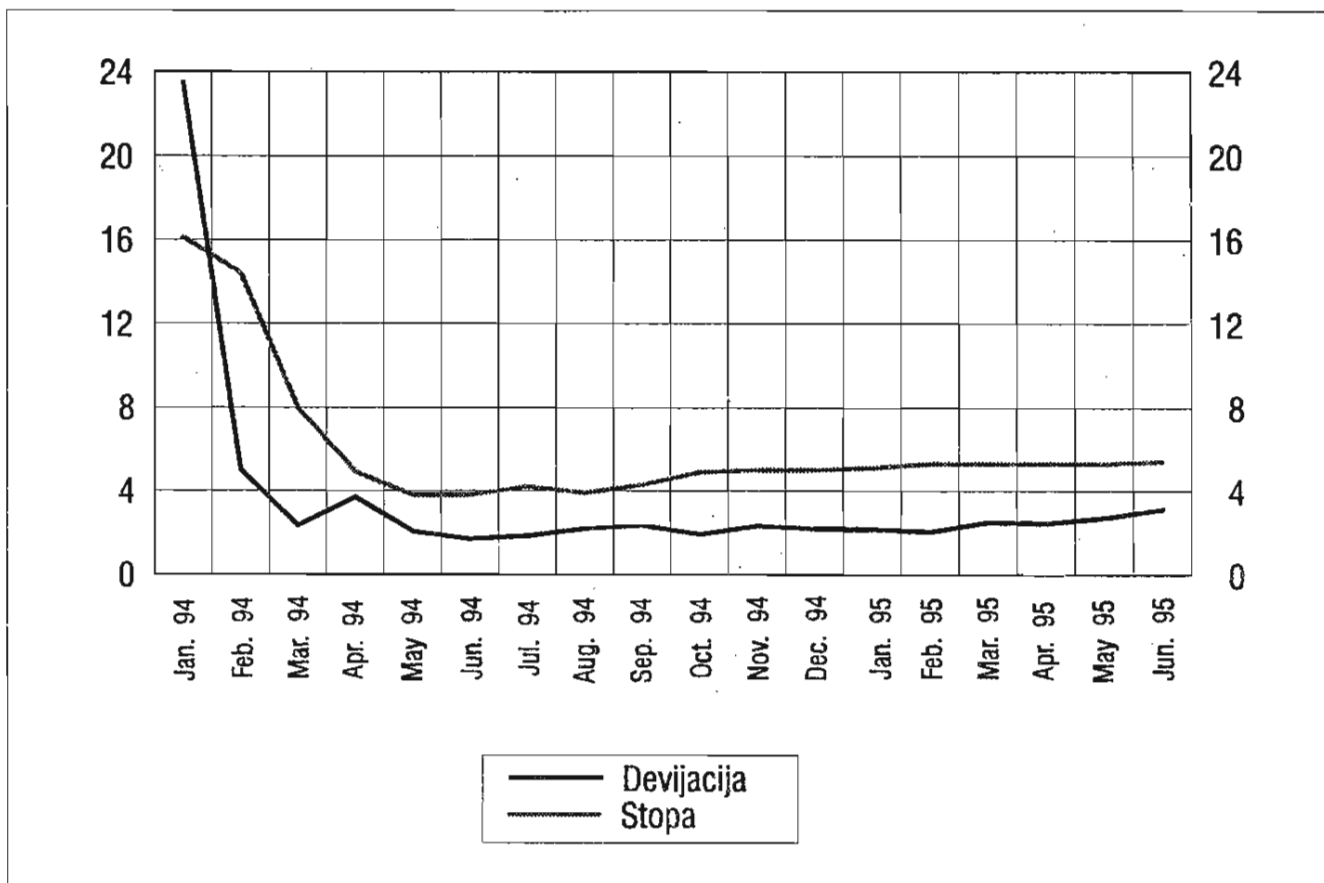
Analiziran je reprezentativan uzorak od 10 poslovnih banaka. U tom se uzorku nalazi sedam solidnih banaka različite veličine i regionalnog porijekla. Preostale tri banke u uzorku klasificirane su kao "loše".

Slika 4 prikazuje neponderiranu prosječnu pasivnu kamatu za 10 banaka iz uzorka i neponderiranu standardnu devijaciju pasivnih kamata za sve banke iz uzorka. Standardna devijacija pasivnih stopa relativno je mala i stabilna u promatranom vremenu. To znači da je poslovna politika glede pasivnih stopa ujednačena. Tržište depozita je homogeno i nema visoke transakcijske troškove, tako da depozitari lako mogu seliti depozite iz banke u banku. Banke su tako prisiljene da njihove pasivne stope ne odstupaju od kamata koje nude konkurenti, te stoga nije moguće uočiti statistički signifikantne varijacije glede politike pasivnih kamatnih stopa.

Tržište kredita je, međutim, segmentirano, s visokim transakcijskim troškovima, koji uzrokuju velike devijacije kamatnih stopa. Kako je tijekom statističke analize uočena velika standardna devijacija aktivnih kamatnih stopa, uzorak od deset banaka podijeljen je na "dobre" i "loše" banke i analiziran je neponderirani prosjek aktivnih kamatnih stopa i margina kamata u dva uzorka. Suprotno očekivanjima i raširenim vjerovanjima, razlika u politici kamata očituje se višim aktivnim kamatnim stopama i većim marginama kod dobrih banaka. Rezultat je ilustriran marginama kamata koje su prikazane na slici 5. Grupa 1 su loše banke, grupa 2 su dobre banke.

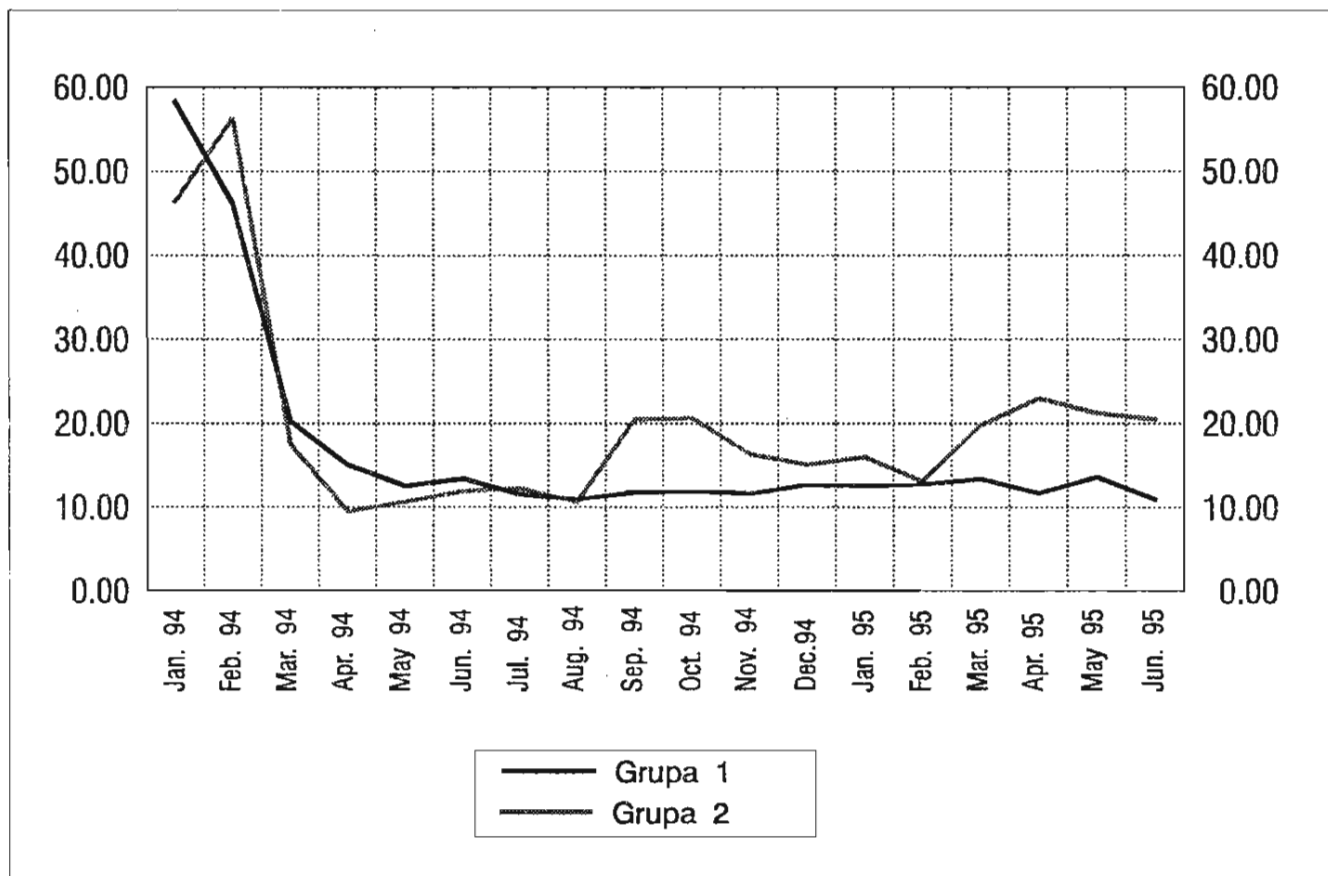
Slika 4.

PROSJEČNA PASIVNA KAMATA STOPA I DEVIJACIJA PASIVNIH KAMATA ZA 10 BANAKA U UZORKU



Slika 5.

JEDNOSTAVNI PROSJEK MARGINA U DVIJE GRUPE IZ UZORKA



Detaljnije objašnjenje ove pojave daje se u drugom poglavlju.

1.4. KAMATNE STOPE NBH I MEĐUBANKARSKO TRŽIŠTE NOVCA

Kamatne stope centralne banke u financijski razvijenim ekonomijama uglavnom predstavljaju gornji prag kamatnih stopa na tržištu novca. Njihova prohibitivna visina osigurava maksimalnu efikasnost alokacije novčanih viškova tržišnim putem, jer banke nastoje iskoristiti sve prilike za nabavu jeftinijeg kapitala na tržištu prije nego što pokucaju na skupi "prozor" centralne banke. U nas je situacija suprotna. Kucanje na "prozor" je relativno jeftino.

Dok se kamatna stopa na tržištu novca u posljednje vrijeme kreće na razinama od 23% do 24% godišnje, najvažnije kamatne stope centralne banke jesu: 18% na lombardne kredite, 19% na interventne kredite i 17% na kredite za održavanje dnevne likvidnosti. Tome treba dodati i eskontnu stopu od 8,5%, koja se koristi samo u poslovima s državom, čime se proračun, u oportunitetnom smislu, i dalje subvencionira od strane centralne banke.

Interventni kredit koji se odobrava banci koja ne uspije pokriti minusni saldo ni na prekonoćnom tržištu novca je, doduše, praćen kaznenim mjerama što podiže stvarnu "cijenu" intervencije, no ta cijena nije previsoka za banke-očajnike, navikle na sankcije. S druge strane, relativno nisku cijenu lombardnog kredita treba sagledati kroz činjenicu da se blagajnički zapisi NBH moraju koristiti kao kolateral pri dobivanju toga kredita, pa njegova cijena predstavlja indirektnu stimulaciju za upis zapisa. Takav način stimulacije, međutim, samo pridonosi netransparentnosti sustava i koči razvoj slobodnog aukcijskog tržišta vrijednosnica NBH.

Ohrabruje, međutim, da je NBH tijekom rujna počela mijenjati politiku kamata na blagajničke zapise približavajući na taj način ovaj instrument tržišnim mjerilima. Nakon što je dugo plaćala 18% na 35 dana odnosno 19,3% na 91 dan, od 30.08. kamatna stopa na 35 dana (što predstavlja najveći dio upisanih zapisa)

povećana je na 21,5%, a od 04.09. na 22%. Iako je ova kamata još uvijek ispod tržišne, treba uzeti u obzir i vrlo nisku premiju na rizik. Zbog toga se "dobrovoljni" blagajnički zapisi više upisuju, kada u sustavu postoji višak likvidnosti. Ta činjenica ohrabruje, jer radi se o najboljem instrumentu sterilizacije, koji sterilizaciju smješta u kontekst financijskih tržišta i ne utječe na rast kamatnih stopa.

Ostale pasivne stope NBH odnose se na dva oblika obvezne rezerve. Na "tradicionalna" sredstva obvezne rezerve plaća se niska kamatna stopa od 5,5% godišnje, a na financijski recidiv koji se naziva "obvezni blagajnički zapisi" plaća se 16,5%.

Politika kamata NBH utječe na kamatne stope na financijskim tržištima na dva načina. Na strani aktivnih kamata obračunavaju se kamate ispod tržišnih, pa se korisnicima financijskih usluga centralne banke novac plasira relativno jeftino, što može utjecati na to da su kamatne stope niže nego što bi inače bile. Na strani pasivnih kamata, obračunavaju se kamate ispod tržišnih, što u uvjetima velike sterilizacije novca poskupljuje financijsko posredovanje u oportunitetnom smislu i utječe na to da su kamatne stope više, nego što bi bile inače. O neto efektu raspravljat će se u sljedećem poglavlju.

2. Zašto su kamatne stope visoke?

Postoji jedno "zdravorazumsko" objašnjenje: zato što novca nema dovoljno. Treba povećati ponudu novca i to će oboriti kamatne stope, te ubrzati rast.

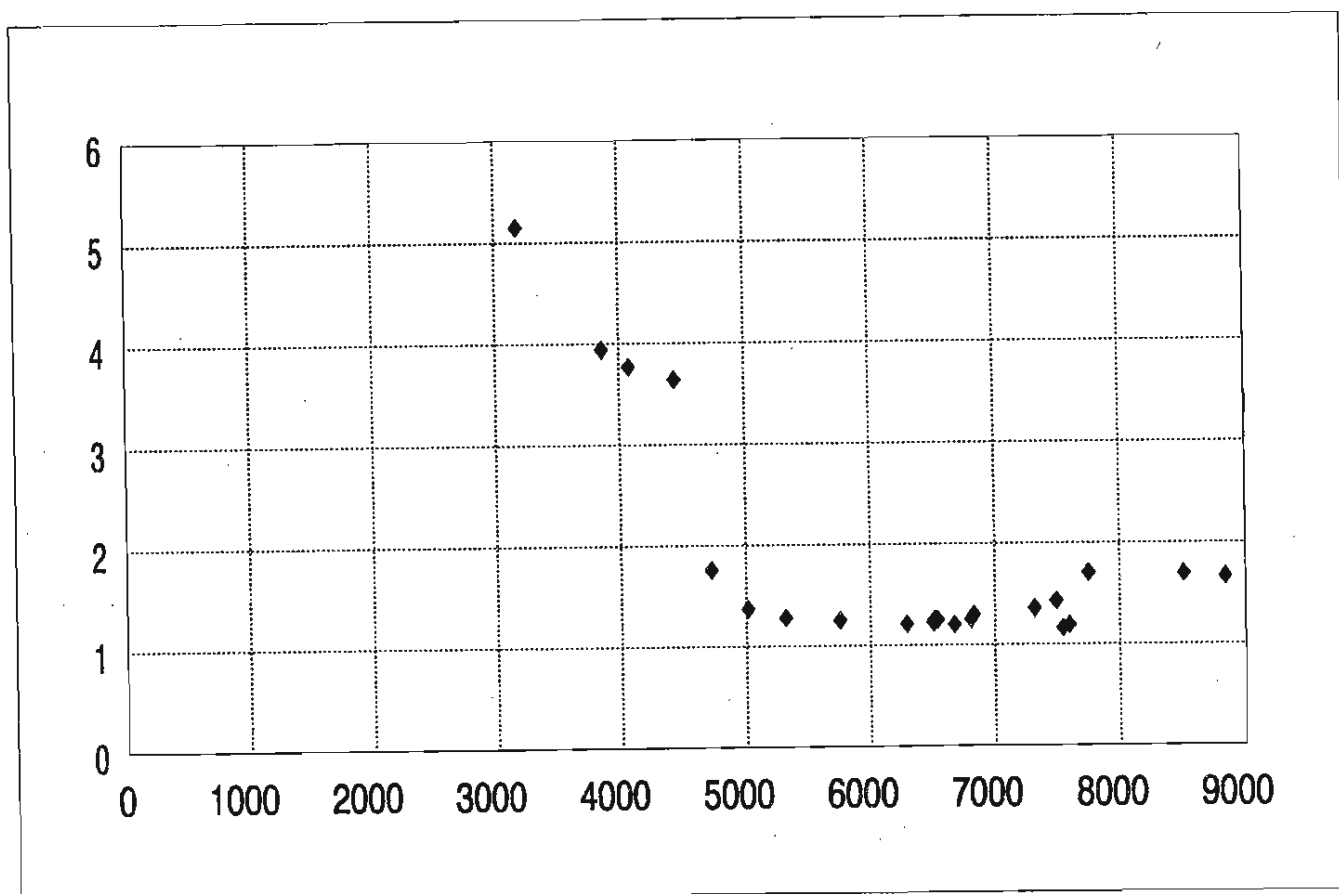
Na ovom mjestu vrijedi podsjetiti na riječi Fernanda Braudela, koji je zapisao da je suština napretka civilizacije skrivena u izbjegavanju zamki "zdravoga razuma". Očito nije uvijek istinito - očito može značiti površno. U ovom poglavlju nastojali smo zaći pod površinu pojava, koje su opisane u prvom poglavlju i pokazati da je "zdravorazumsko" objašnjenje previše površno, da bi se moglo pretočiti u djelotvornu ekonomsku politiku.

Za početak, na slici 6 prikazana je veza između ponude novca M1 i kamatnih stopa. Prikazani su mjesečni podaci od studenog 1993. do kolovoza 1995. Korištena je rekonstruirana serija M1 koja u obzir uzima efekt stvaranja riznice u listopadu 1994.

Podaci bjelodano pokazuju da je negativna veza (rast ponude novca utječe na smanjenje kamatnih stopa) postojala dok ponuda novca nije prešla prag od 5 milijardi kuna (oko uvođenja kune). Nakon toga rast ponude novca više ne utječe na smanjenje kamata. Štoviše, vrlo visok rast ponude novca M1 u ovoj godini koji, od kraja prosinca 1994. do kraja kolovoza 1995. iznosi 32,5%, povezan je s osjetnim rastom kamatnih stopa. Na sljedećim stranicama nalazi se odgovor na pitanje zašto rast ponude novca više ne utječe na pad kamatnih stopa.

Slika 6.

**PONUĐA NOVCA M1 I PROSJEČNA MJESEČNA NOMINALNA
AKTIVNA KAMATA NA KUNSKE KREDITE**



2.1. STANJE POVJERENJA, STRUKTURA I OBRTAJ NOVČANE MASE

Prosječna aktivna kamatna stopa poslovnih banaka iznosi oko 22%, a prosječna pasivna kamatna stopa oko 4,5%. U tome dominiraju kratkoročni depoziti, a prosječna kunska margina sada iznosi veoma visokih 17,5%. Utvrdili smo također da razina i struktura pasivnih kamata nije dovoljno stimulatívna, da privuče veću štednju. Iako vrlo visoke, pasivne bi kamate trebale biti još veće. Prema tome, nedostatak dugoročnog povjerenja u stabilnost financijskog sustava i valutu još uvijek diktira visinu pasivne kamate, odnosno bazu za određivanje aktivnih kamata. Takvo će stanje još neko vrijeme potrajati i nije nimalo neobično za mladu zemlju koja je prošla kroz rat i tri desetljeća visoke inflacije.

Stanje povjerenja usko je povezano sa stupnjem tehničkog razvitka financijskih usluga i strukturom novčane mase. Spomenute pojave od presudne su važnosti kada se razmišlja o vezi između količine i cijene novca. Naime, kako se novčana masa sastoji od gotovog i depozitnog novca, uvijek treba voditi računa o udjelu gotovine, jer gotovina je vanjski novac koji ne ulazi u proces kreditne multiplikacije (povećanje sklonosti držanja gotovine smanjuje kreditni multiplikator). U nas je sklonost držanju gotovine, zbog neizvjesnosti i nerazvijenosti industrije financijskih usluga (bankomati su se proširili tek unazad tri godine), te zbog visokog udjela sive ekonomije, još uvijek vrlo visoka. Prosječno učešće gotovine u novčanoj masi M1 u prvih šest mjeseci ove godine iznosilo je 38%, što odgovara omjeru kojeg su Velika Britanija i SAD postigle pred prvi svetski rat. Slovenija za prvih šest mjeseci ove godine bilježi za čak 10 postotnih poena niži omjer od Hrvatske (28,1%). Prema tome, svako povećanje novčane mase u velikoj se mjeri odlijeva izvan bankovnog sustava u obliku gotovine. Relativno malo se pridonosi povećanju izvora za kreditne plasmane, a još uvijek velik dio novca biva imobiliziran u džepovima. Stoga je u Hrvatskoj egzogeno povećanje novčane mase koje je potrebno za jedinični rast ponude kredita mnogo veće od potrebnog

povećanja u nekoj razvijenijoj zemlji, što znači da je i rizik stimuliranja ponude kredita na ovaj način mnogo veći. Prema tome, u ovoj razvojnoj fazi naše financijske industrije, izvore sredstava treba tražiti u snaženju povjerenja i stimuliranju konkurencije koja će prisiliti banke na financijske inovacije i povećanje koeficijenta obrtaja novca. A to se može postići samo u uvjetima stabilnosti.

Smisao preporuke možemo prikazati pomoću Fisherove jednadžbe $MV = PY$, odnosno $M/P = (1/V)Y$. Ako se monetarna politika oslanja na povećanje ponude novca M , rizik je, da se nominalni rast prelije u povećanje cijena P , a ne realnog dohotka Y , te da financijska industrija ostane na rudimentarnom stupnju razvitka. Ako se vodi konzistentna stabilizacijska politika, sustav se prisiljava na prilagodbu prirodnim putem - gospodarstvo samo "pronalazi novac" u onoj mjeri u kojoj joj je on prirodno potreban. Različitim financijskim inovacijama povećava se koeficijent obrtaja V . Od pedesetih godina naovamo, koeficijent obrtaja novčane mase u razvijenim je zemljama udvostručen. Pritom je presudnu ulogu odigrao razvitak kratkoročnih financijskih tržišta, posebno tržišta različitih oblika komercijalnih zapisa i sličnih financijskih instrumenata.

Zaključujemo: glavni uzrok visokih kamatnih stopa leži u nedostatku povjerenja u financijski sustav i valutu, nerazvijenosti i nekonkurentnosti financijske industrije, posebno financijskih institucija, tržišta i instrumenata.

2.2. RAZLIKA IZMEĐU AKTIVNIH I PASIVNIH KAMATNIH STOPA I GOSPODARSKI RAST

Visina pasivne kamate, koja je korelirana sa stanjem povjerenja i stupnjem razvitka financijskih tržišta, određuje samo bazu za aktivnu kamatu. Od stvarne aktivne kamate dijeli nas margina koja zavisi o troškovima i konkurentnosti u sektoru financijskog posredovanja. A margina je u nas iznimno visoka upravo zbog visokih troškova i nedostatka konkurencije. Da se radi upravo o

tom čimbeniku svjedoči i iznimno visoka razlika između kamata na devizne kredite odnosno depozite, koja je u srpnju iznosila 13%.

Politika sterilizacije viškova ponude novca ne utječe presudno na marginu. I u prošloj godini, kada je novčana masa više nego udvostručena, kada su kamate stabilizirane, te kada još nismo potpisali Stand by aranžman, margina se kretala na prosječnoj razini 10-12%, a to je razina koja se može susresti i u drugim zemljama koje uspješno prolaze razdoblje tzv. tranzicije. Osnovna poruka je da se u nas ne događa ništa neuobičajeno, što ne bismo mogli uočiti i u drugim zemljama koje uspješno prolaze kroz razdoblje tzv. tranzicije i pritom, posebno je važno naglasiti, ostvaruju primjetan gospodarski oporavak. Naše oscilacije realnog outputa uzrokovane su, prema tome, drugim čimbenicima. U prilog tome govori i činjenica da je Slovenija u godini 1994. ostvarila rast realnog GDP-a od 5% (najviše u regiji) uz prosječnu realnu godišnju kamatnu stopu na bankarske kredite od 19,2% (deflacionirano indeksom cijena na malo). O uzrocima nepovoljnog rasta margine u Hrvatskoj posljednjih mjeseci raspravljat će se u sljedećim odjeljcima.

Prema tome, radi se o, nažalost, neizbježnoj i općoj pojavi u financijskim sustavima koji su opterećeni prošlošću, gdje banke moraju plaćati gotovo sve obveze iz svoje pasive, a mogu naplatiti samo mali dio potraživanja iz svoje aktive. Zdrave banke, koje uz visoku marginu ostvaruju vrlo velike profite, slijede takvu politiku. One su još uvijek premale i organizacijski previše nestabilne, da bi smanjivanjem margine (povećanjem pasivne i smanjivanjem aktivne kamate) privukle izvore i ponudile kredite po nižoj cijeni: cjenovna elastičnost ponude kredita vrlo je niska. Mađarsko iskustvo pokazuje da pravi konkurentski pritisak može doći samo od stranih banaka sa snažnom financijskom pozadinom i bankarskim iskustvom.

Treba, međutim, primijetiti da ako zdrave banke održavaju visoku marginu, onda to znači da se njihovi klijenti nalaze u segmentima gospodarstva koji vrlo brzo rastu. Pritom se posebno treba

prisjetiti činjenice da zdrave banke imaju veće aktivne stope i margine od bolesnih banaka. Očigledno postoje klijenti koji posluju u segmentima gospodarstva, gdje se ostvaruju bruto profiti koji mogu podnijeti visoku cijenu kapitala. Stoga jedan dio rasta kamatnih stopa u zadnjem četveromjesečju prošle godine treba pripisati i gospodarskom oporavku kojeg su tada registrirale i mjere rasta najlošije statističke kvalitete (indeks industrijske proizvodnje). A činjenicu da loše banke imaju niže kamate i margine treba pripisati činjenici da njihovi loši klijenti jednostavno nisu u stanju platiti veću kamatu.

Zaključujemo: drugi uzrok visokih kamatnih stopa koji se izravno odražava na visinu margine leži u nemogućnosti naplate starih plasmana, zbog čega manji dio naplativih plasmana mora nositi višu kamatu, kako bi banke mogle podmirivati svoje obveze.

2.3. ULOGA PRORAČUNA I DRŽAVNOG SEKTORA OPĆENITO

U analizi koja je prikazana u odjeljku 2.2 usredotočili smo se na veze između bankovnog sektora i ostalih sektora, ne izdvajajući posebno javni sektor. Međutim, ovaj sektor zaslužuje posebnu analizu zbog njegove iznimno važne uloge.

Veza između fiskusa i bankovnog sustava očituje se na dva osnovna načina - kroz veze s centralnom bankom i kroz veze s poslovnim bankarstvom. Veze s centralnom bankom očituju se kroz kredite državi na strani aktive i kroz depozite države na strani pasive. Veza na pasivnoj strani posebno je važna u posljednje vrijeme zbog toga što osciliranje stanja depozita države kod NBH ima velikoga utjecaja na ukupnu likvidnost, odnosno ponudu novca. Vidjeli smo, međutim, da ponuda novca presudno ne utječe na kamatnu stopu, a u kolovozu i rujnu upravo smo iskusili kako ona može presudno utjecati na tečaj. Stoga bitno veći odljev od priljeva na račun države ima suprotan učinak od očekivanoga: veća likvidnost u sustavu ne obara kamatu, ali potiskuje tečaj u smjeru deprecijacije. NBH potom sterilizira višak

ponude novca obveznom rezervom kako bi stabilizirala vrijednost kune, što potiskuje kamatu prema gore. Neto efekt je nepoželjan - rast kamatnih stopa i margine. Zbog toga fiskalna politika u ovom trenutku dominira nad monetarnom koja, zbog nerazvijenih financijskih instrumenata i tržišta, ima vrlo sužen manevarski prostor. Odnos se u budućnosti može promijeniti u korist monetarne politike, a na korist i fiskalnim i monetarnim subjektima, ako se osnaži tržište instrumenata sterilizacije (tržište "dobrovoljnih" blagajničkih zapisa, tržište instrumenata javnog duga) tako, da njegov obujam i oscilacije premaže prosječna sredstva i oscilacije na računu države kod NBH. A to je moguće samo ako se dopusti daljnji rast kamate na blagajničke zapise i trgovina započne prema transparentnim pravilima slobodne aukcije.

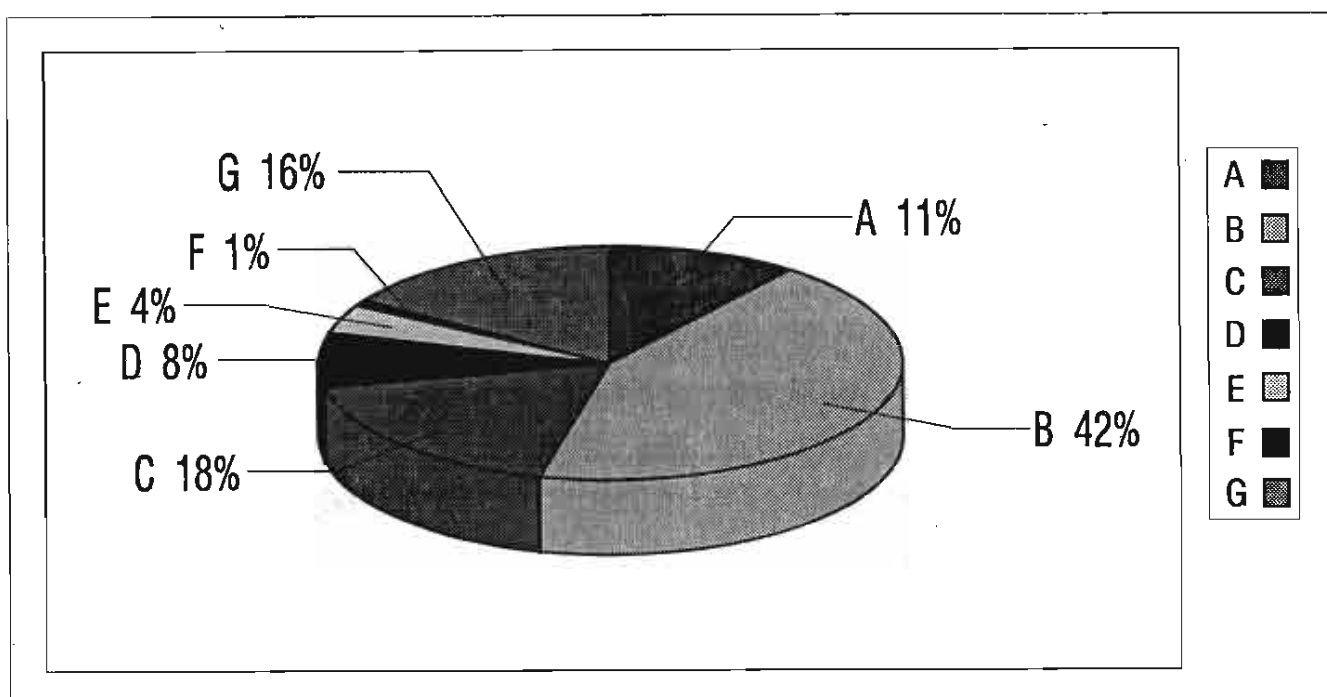
Veza između fiskusa i poslovnih banaka toliko je složena da se u ovoj analizi može prikazati samo dio tih veza, i to onaj dio koji utječe na visine i promjene kamatnih stopa. U tome su najvažnija dva odnosa. Prvi se odnosi na stare banke koje imaju velik dio imobilizirane aktive u plasmanima državnim poduzećima koja čekaju sanaciju, restrukturiranje ili stečaj, i nisu u stanju vraćati kredite. U toj situaciji čekanja ne postoji vjerodostojan instrument naplate kredita, tako da se taj trošak u obliku više kamate prebacuje na klijente koji su u stanju vraćati kredite.

O veličini ovog problema svjedoče podaci iz materijala pod nazivom "Analiza financijskog stanja i rezultata poslovanja hrvatskih banaka prema podacima za 1994. godinu" (Narodna banka Hrvatske, Sektor nadzora i kontrole). Dok same banke klasificiraju samo 5,68% svojih plasmana kao "loše", nadzor Narodne banke nad podacima s kojima ona raspolaže, pokazao je da se najmanje 27% aktive poslovnih banaka treba klasificirati kao "loše". Korekcija u odnosu na podatke banaka odnosi se na plasmane u nekim državnim poduzećima. No, i to je vrlo optimistična procjena jer je svega 0,17% vrijednosnih papira koji predstavljaju čak 43,2% ukupno klasificirane aktive, klasificirano kao loše. Pretežno se radi o papirima preuzetim po osnovi pretvorbe potraživanja duga u udjel i velik dio tih vrijednosnica

ne nosi nikakav prinos, jer poduzeća ne isplaćuju dividendu, a na tržištu se ili ne mogu prodati ili se mogu prodati daleko ispod nominalne vrijednosti. Stoga postoji opravdana sumnja da se kod pet najvećih banaka udio loše imobilizirane aktive kreće, vrlo grubo, od 50 ili 60% pa do 70 ili 75%. O toj mogućnosti svjedoči vrlo nepovoljna struktura rizične, ali dobre aktive prema podacima s kojima je raspolagala NBH (kumulativno s korekcijama banke). Ta je struktura prikazana na slici 7.

Slika 7.

STRUKTURA DOBRE RIZIČNE AKTIVE (73% UKUPNE RIZIČNE AKTIVE) NA TEMELJU PODATAKA S KOJIMA RASPOLAŽE NBH (KUMULATIVNO S KOREKCIJAMA BANKE) KRAJEM 1994. GODINE



- A - potraživanja po depozitima
- B - vrijednosni papiri
- C - dugoročni krediti
- D - kratkoročni krediti
- E - ostali plasmani
- F - kamate i naknade
- G - ostala rizična aktiva

Izvor: Analiza financijskog stanja i rezultata poslovanja hrvatskih banaka prema podacima za 1994. godinu. Narodna banka Hrvatske, Sektor nadzora i kontrole. Zagreb, travanj 1995.

Nadalje, zbog nepostojanja vjerodostojnog instrumenta utjerivanja dugova povišen je rizik financijskog poslovanja u čitavom sustavu, dakle i u njegovom zdravom dijelu. Uvijek postoji opasnost da neki klijent zadrži financijska sredstva u kolanju za vlastiti račun, ako na taj način može zaraditi viši prinos od ukupne cijene kredita koja uključuje i kazneni dio. Tako se javlja nedopustiva i neregularna arbitraža, koja ugrađuje viši stupanj percepcije rizika u prosječnu cijenu financijskog posredovanja. Treba naglasiti da o tome nemamo podataka, te raspravljamo na razini spekulacije.

Rizik, u svakom slučaju, postaje sve važniji element cijene novca, a velike banke koje imaju nejasnu i još uvijek pretežno (posredno, preko poduzeća) državnu vlasničku strukturu, nisu u stanju adekvatno vrednovati taj rizik. Zbog toga njihova sadašnja poslovna politika ne vodi rješenju problema. S druge strane, proces sanacije koji bi im u tome trebao pomoći, očigledno previše kasni.

Riziku sustava financijskog posredovanja dodatno pridonose i neriješeni odnosi glede servisiranja javnoga duga. Proračun vodi netransparentnu politiku javnog duga, tj. ne osigurava sredstva koja su potrebna za servisiranje dospjeća kamate i glavnice. Zbog toga su neto potraživanja bankovnog sustava od države u ovoj godini narasla za gotovo 800 milijuna kuna do kraja kolovoza, što je većim dijelom knjigovodstveni odraz dospjeća dvadesetine glavnice stare devizne štednje. Dogovor o dinamici otplate ukupnog duga, iako obećan, nije postignut. Neizvjesno je i što će se dogoditi s novim obrokom, koji uključuje i dio glavnice, a dospijeva na kraju godine. U tom svjetlu zanimljivo je primijetiti da se potraživanja od države po osnovi javnoga duga klasificiraju kao rizična, ali dobra aktiva, što dodatno pod znak pitanja dovodi ocjenu o samo 30% loše aktive. Može se zaključiti da neregularno servisiranje duga predstavlja bitnu kočnicu razvitku financijskih tržišta i tako posredno utječe na visinu kamata u financijskom sustavu.

2.4. POLITIKA STERILIZACIJE NOVCA I VEZA IZMEĐU DEVIZNOG TRŽIŠTA I TRŽIŠTA KUNSKIH KREDITA

Neobjašnjen, dakle, ostaje samo manji dio visine kamatnih stopa, odnosno promjena visine do koje je došlo u protekla četiri mjeseca. Radi se o oko 5% rasta, što ni u kom slučaju nije malo. Taj rast najvećim je dijelom izazvan povećanjem oportunitetnog i apsolutnog troška financijskog posredovanja zbog povećanja stope obvezne rezerve i uvođenja obveznih blagajničkih zapisa. Iako sada, poslije bitke, nije teško biti heroj i tvrditi da je dodatna sterilizacija bila nepotrebna, čvrsto vjerujemo da je politika sterilizacije bila razumna politika (načelno, ne ulazeći u izbor instrumenata). U tom nas uvjerenju učvršćuju i posljednji događaji na hrvatskom deviznom tržištu.

Kao prvo, treba reći da je nemoguće obraniti tezu, da je rast kamata utjecao na usporavanje rasta. Impuls rasta iz druge polovice 1994. godine iščeznuo je nakon prvog kvartala pod pretežnim utjecajem političko-ratnih razloga: siječanjski otkaz UNPROFOR-u, osjećaj približavanja raspleta krize, "Bljesak", "Ljeto '95" i "Oluja", prirodno su usporili gospodarske tokove, pogotovo daljnje povećanje izvoza. Uz to, makroekonomska politika samostalno više nije mogla poticati rast, što se dogodilo u 1994. godini. Izostanak mikroekonomskih reformi uzrokovao je da se najveći dio povećane domaće agregatne potražnje počeo prelijevati na uvozne proizvode što je i uzrokovalo deficit na tekućem računu platne bilance.

Kao drugo, u lipnju i srpnju ipak je ostvarena nemala prodaja turističkih i pratećih usluga. Povećani sezonski devizni priljev potaknuo je NBH na pojačani otkup (dobrim dijelom motiviran i korekcijom kriterija neto deviznih rezervi centralne banke za dospeljela neplaćena potraživanja Pariškog kluba, što posredno predstavlja monetizaciju deficita tj. dospjelih a neplaćenih obveza šire shvaćenog javnog sektora), pa se krajem srpnja u financijskim kanalima nalazio višak ponude novca. U kolovozu je taj višak doveo do uravnoteženja deviznog tržišta na novoj, 1,2% depreciranoj razini tečaja kune i do nastavka klizanja tečaja

početkom rujna. Prema tome, o vezi između ponude novca i kamatnih stopa treba razmišljati u sprezi s reakcijama deviznog tržišta.

Zaključujemo: treći uzrok visokih kamatnih stopa javlja se zbog postojanja trade off-a između očuvanja stabilnosti tečaja i cijena s jedne, i obaranja kamatnih stopa s druge strane. Kratkoročno, treba žrtvovati stabilnost za pad kamatnih stopa, a narušavanje stabilnosti dugoročno smanjuje mogućnost rješavanja prva dva glavna uzroka visokih kamatnih stopa. Stoga je mudrije kratkoročno žrtvovati visoke kamatne stope, kako bi se riješili dugoročni, strukturni uzroci visokih kamatnih stopa.

3. Zaključak: kako oboriti kamatne stope u Republici Hrvatskoj

Kao i svako liječenje, ekonomska politika može biti uspješna samo ako se temelji na točnoj dijagnozi. Ako je dijagnoza pogrešna, bolest se pogoršava. Promotrimo najprije do kakvog tijeka bolesti dovodi pogrešna dijagnoza.

Pogrešna dijagnoza: *Kapaciteti u našoj privredi nisu iskorišteni zbog visokih realnih kamatnih stopa, odnosno zbog nedostatka ponude kredita tj. novca.*

Liječenje: *Povećanje ponude novca.*

Tijek bolesti: *Ekonomija ulazi u fazu viška agregatne potražnje što je praćeno deprecijacijom tečaja. Teoretski, višak potražnje u prvom trenutku čak može dovesti do određenog rasta realnog outputa, no jedan dio viška prelijeva se na rast cijena. Osjetnija deprecijacija tečaja najprije relativno poskupljuje strateški važne uvozne inpute (nafta!) i formalno ili neformalno indeksirane cijene, te se cjenovni domino efekt počinje širiti privredom. Nominalne pasivne stope ne mogu se podizati u mjeri u kojoj bi to bilo potrebno da kompenziraju, u početku čak i ne tako velik rast cijena i sve je manje racionalnog motiva za držanje novca na*

računima. Realni depozitni novac pada, nestaje svaki motiv za širenje financijskih inovacija. Na gotovini, čije je učešće u novčanoj masi vrlo veliko i dodatno se povećava zbog nemoći banaka da podižu realne pasivne stope i zadrže depozite, ostvaruje se čisti gubitak. No, svi žele štititi vrijednost svoje imovine. Gotovina iz kunskog oblika, zbog ponovno izigranog povjerenja, ne "bježi" u robe i nekretnine, nego prije svega u devize (zbog niske razine standarda i kolektivnog sjećanja na razdoblje nestabilnosti), što stvara novi pritisak na tečaj i na novi ciklus poskupljenja itd. Konačan rezultat: uništenje najvrijednijeg oblika ekonomskog kapitala - kapitala reputacije i povjerenja; ponovo se javljaju stagnacija i recesija. U takvim je uvjetima nemoguće poticanjem domaće agregatne potražnje povećavati realni output, jer onaj dio povećane potražnje koji se ne prelijeva na uvozne proizvode najvećim se dijelom prelijeva u potražnju za instrumentima zaštite vrijednosti realnog bogatstva kao što je njemačka marka. Iako bi u ovom scenariju realne kamatne stope vjerojatno pale, taj pad ne bi bio povezan s trajnim rastom.

Suština pogreške je u jednodimenzionalnoj, površnoj dijagnozi - u pogrešci "zdravog razuma". Iz te jednodimenzionalne jednostavnosti proizlazi i površan lijek.

Točna dijagnoza: Uzroka bolesti ima više. Nabrajamo ih prema redosljedu važnosti:

1. Dugoročno nepovjerenje u sustav i valutu i pasivne kamatne stope koje još uvijek nisu realno dovoljno visoke da bi prevladale percepciju rizika.
2. Nerazvijenost financijske industrije koja se očituje u:
 - a) visokom udjelu gotovine u novčanoj masi,
 - b) nerazvijenosti kratkoročnih financijskih tržišta i instrumenata.
3. Prošlost, koja se ogleda u imobiliziranoj aktivi banaka koja ne nosi prinose i dovodi do toga da banke mogu poslovati samo uz velike razlike između aktivnih i pasivnih kamata.

4. Nizak intenzitet konkurencije u bankovnom sektoru i izostanak inozemnih banaka.
5. Sterilizacija viškova ponude novčane mase koji bi mogli uzrokovati potrese na deviznom tržištu.

Liječenje:

1. Rast ponude novca vezati uz tečaj; povećanje dozvoliti samo kada postoji pritisak na aprecijaciju i pritom kombinirati rast ponude novca i aprecijaciju kako bi se umanjili problemi ex-post sterilizacije.
2. Novac u tom slučaju emitirati linearno, smanjenjem obvezne rezerve, a ne selektivno preko intervencija na deviznom tržištu; na taj će se način potaknuti razvitak međubankarskog deviznog i kunskog tržišta, tečaj će poprimiti obilježja ravnotežne cijene, umanjit će se problemi što ih izaziva selektivna emisija i linearna ex-post sterilizacija, a sve što NBH treba učiniti jest odreći se maksimiziranja deviznih rezervi kao svoje funkcije cilja.
3. Osim toga, pri vođenju takve politike NBH mora povećati svoje aktivne i pasivne stope; stope na kredite treba podići iznad stopa na tržištu novca, a kamate na blagajničke zapise treba određivati prema transparentnim aukcijskim pravilima. Treba potpuno liberalizirati cijenu na prekonoćnom tržištu novca i zabraniti vraćanje prekonoćnih kredita iz sekundarnih izvora likvidnosti.
4. Funkcija cilja koja je u skladu s obaranjem kamatnih stopa jest nulti tijek profita NBH, pa makar to značilo osjetan rast kamata što se plaćaju na sredstva obvezne rezerve i viškove rezervi; na taj se način pridonosi "sanaciji" bankovnog sustava na transparentan način i uz maksimalno uvažavanje tržišnih kriterija, te uz smanjivanje pritiska na korištenje arbitrarnih administrativnih kriterija. Kratkoročni gubitnik u ovom modelu je proračun koji ostaje bez nemalih sredstava emisijske dobiti, no i proračun dugoročno dobiva jer se smanjuju novčana sredstva koja treba osigurati za sanaciju, smanjuju se i administrativni pritisci na Agenciju koja u dogledno

vrijeme neće imati administrativne kapacitete za uspješno provođenje složene operacije sanacije i, što je najvažnije, obaranjem kamatnih stopa otvara se mogućnost za razvitak tržišta javnog duga.

- 5. Točke 1 - 4 vezane su uz ponašanje monetarne vlasti. Centralna banka sama, međutim, ne može pridonijeti konačnoj stabilizaciji kamatnih stopa. Potrebno je voditi politiku uravnoteženog proračuna i brže provesti mikroekonomske reforme, s posebnim naglaskom na jačanje konkurencije u bankovnom sektoru. U tome je ključ rješenja.*

Na ovaj se način kamatne stope obaraju u uvjetima stabilnosti tečaja i cijena, što su i najvažniji preduvjeti za dugoročno rješavanje problema. Problem se rješava osloncem na jačanje povjerenja u sustav i valutu, razvitkom financijskih tržišta, jačanjem konkurentskih, prirodnih pritisaka na restrukturiranje banaka, te poticanjem financijskih inovacija i otvorenosti hrvatskog financijskog sustava i gospodarstva u cjelini.

LITERATURA

Analiza financijskog stanja i rezultata poslovanja hrvatskih banaka prema podacima za 1994. godinu. Narodna banka Hrvatske, Sektor nadzora i kontrole. Zagreb: travanj 1995.

Bilten. Banka Slovenije, različiti brojevi.

Izvješće o kamatnim stopama u Republici Hrvatskoj. Izvješće Savjetu NBH br. 2. Sektor za istraživanja i statistiku NBH, Direkcija za istraživanja. Zagreb: rujan 1995.