

Broj 15

prosinac 2008.

TROŠKOVI REGULACIJE (IRO) I TROŠKOVI SREDSTAVA BANAKA (TOS):

ŠTO DONOSI KRIZA

Sažetak

Najnovija smanjenja troškova monetarne regulacije kompenzirat će rast troškova izvora sredstava banaka do kojeg je došlo u razdoblju eskalacije globalne krize nakon rujna 2008. Međutim, i dalje djeluju svi prijašnji pritisci na povećanje kamatnih stopa. Početak otpuštanja monetarne regulacije iz listopada i studenoga neće trajno otkloniti te pritiske, osim ako ne uslijedi razdoblje fiskalne restrikcije i monetarne relaksacije.

Smanjeni troškovi regulacije potječu od ukidanja granične obvezne pričuve i smanjenja stope obvezne rezerve za tri postotna boda. Smanjenje stope obvezne rezerve u studenom ne predstavlja fundamentalno rasterećenje, već samo kompenzaciju za promjenu u sustavu održavanja rezervi (nepriznavanje gotovine u održavanje rezerve) iz mjeseca rujna. Neto učinak rujanskoga efektivnog povećanja i studenačkoga smanjenja stope obvezne rezerve kreće se oko jednog postotnog boda. Zbog toga gotovo cjelokupno smanjenje regulacijskog opterećenja potječe od ukidanja granične obvezne pričuve.

U uvjetima krize eskaliraju rizici koji su inače vrlo mali ili se uopće ne vide. Dodaju li se tome uobičajeni kreditni, tržišni i operativni rizici koji se također pojačavaju u uvjetima krize, očito je da će se kamatne stope sljedećih mjeseci kretati pod pretežitim utjecajem teško predvidivih i međuzavisnih premija na rizike.

Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.

Uvod

Do sredine rujna 2008. u cijelom je svijetu prevladavalo mišljenje da će ovo biti „obična“ kriza koja neće snažnije zahvatiti tržišta u razvoju. U samo nekoliko tjedana slika se potpuno promijenila: Island, Ukrajina, Mađarska, Pakistan, Latvija ..., nižu se žrtve koje traže izlaz iz krize uz pomoć MMF-a.

Zdravi financijski fundamenti sačuvali su Hrvatsku od prvoga vala globalne krize unatoč razmjerno visokome vanjskom dugu i deficitu bilance plaćanja.

Hrvatska je uspješno prebrodila prvi val krize. Nije se našla na listi „oboljelih“ država iako su mnogi zbog visine vanjskoga duga predviđali upravo takav ishod. Potvrđeno je da je vanjski dug posljedica, a ne uzrok ekonomskih procesa te da njegova visina u krizi nije presudna ako su fundamenti zdravi.

Tri su fundamentalna čimbenika doprinijela relativnom imunitetu Hrvatske u dosadašnjemu tijeku financijske krize:

- visoka kapitalizacija banaka, tj. visok stupanj financijske stabilnosti,¹
- visina međunarodnih pričuva središnje banke i devizne likvidnosti općenito,²
- smanjenje (iako presporo) fiskalnoga deficita od 2004. naovamo.³

U ovom se broju HUB Analiza koncentriramo na dvije teme koje povezuju dosadašnji s budućim tijekom krize:

- koliko je kriza utjecala na ulazne troškove sredstava banaka?;
- koliko je slabljenje monetarne regulacije utjecalo na smanjenje troškova regulacije i jesu li smanjeni troškovi regulacije kompenzirali povećanje ulaznih troškova banaka?

Odgovori na ova pitanja će, uz još neke čimbenike rizika, odrediti kretanje bankovnih kamatnih stopa. One će pak imati velik utjecaj na transmisiju krize u mjesecima koji dolaze.

Tijekom razdoblja eskalacije krize od rujna naovamo došlo je do eksplozije dijela ulaznih troškova banaka. Pasivne kamatne stope na depozite u pravilu ne reagiraju burno, no kamatne stope na domaćem i inozemnom međubankovnom tržištu, kao i na tržištu državnih obveznica zemalja u razvoju pa tako i Hrvatske, bilježe veliki rast. Učinak na trošak izvora sredstava za banke izmjerili smo pomoću pokazatelja troškova sredstava (TOS).⁴

¹ O detaljima vidjeti HUB Analize br. 8. <http://www.hub.hr/default.asp?ru=150&sid=&akcija=&jezik=1>

² O detaljima vidjeti HUB Analize br. 7.

³ U konkurentnosti i provedbi reformi ne nalazimo posebno jake fundamente.

⁴ Indeks troškova sredstava TOS po prvi je put predstavljen u HUB Analizi br. 10. iz travnja 2008. Zainteresirani će čitatelj ondje pronaći metodološke detalje.

Središnja je banka brzo reagirala. Prvo je u listopadu ukinula graničnu obveznu pričuvu na rast inozemnih obveza (koja se obračunavala po stopi od 55%). Potom je u studenome stopa redovne obvezne pričuve smanjena sa 17% na 14%. Obje su mjere imale za cilj smanjiti trošak regulacije ne bi li se na taj način kompenzirao učinak rasta ulaznih troškova banaka te potaknuo uvoz inozemnog kapitala. Učinak otpuštanja monetarne i devizne regulacije izmjerili smo pomoću indeksa regulacijskog opterećenja (IRO). To nas dovodi u priliku da izravno usporedimo učinke rasta ulaznih troškova (TOS-a) i smanjenja troška regulacije (IRO-a) pomoću sljedeće formule:

$$\text{TOS1} + \text{IRO} = \text{TOS2}$$

Kada se na granični trošak izvora sredstava (TOS1) doda granični trošak regulacije (IRO), dobiva se ukupni granični trošak izvora sredstava (TOS2).

Troškovi izvora sredstava banaka rastu i pitanje je može li se otpuštanjem monetarne i devizne regulacije spriječiti utjecaj na rast kamatnih stopa u uvjetima krize. Trajnija amortizacija kriznih troškovnih pritisaka zahtijeva poduzimanje dodatnih mjera u vidu restriktivne fiskalne i umjereno ekspanzivne monetarne politike.

Pomoću ovoga pristupa moći ćemo ispitati je li smanjenje IRO-a kompenziralo rast TOS1 u aktualnom razdoblju eskalacije globalne krize.

Mjerni instrumenti poput TOS i IRO mogu pomoći pri razumijevanju kretanja cijena novca i kredita. U normalnim bi uvjetima njihove promjene objašnjavale i predviđale kretanje aktivnih kamatnih stopa. Na gornju ukupnu ulaznu cijenu TOS2 treba nadograditi još tri komponente ne bi li stekli potpuni uvid u strukturu odrednica aktivnih kamatnih stopa:

- TOS2 +
- *granični operativni troškovi banaka* +
- *premija na rizik* +
- *očekivana stopa dobiti* = aktivne kamatne stope.

U normalnim se uvjetima tri dodatne odrednice kamatnih stopa ne mijenjaju u kratkom roku, pa TOS i IRO pomažu pri objašnjavanju i predviđaju kretanja aktivnih kamatnih stopa banaka. Međutim, dodatne odrednice kamatnih stopa – posebno premija na rizik i očekivana dobit, postaju nestabilne u uvjetima krize. Stoga se neposredna prediktivna moć TOS i IRO u krizi smanjuje. Premije na rizik preuzimaju ulogu ključnih odrednica kamatnih stopa.

Ova analiza pokazuje da učinak pada IRO-a (troškova regulacije) kompenzira rast TOS1 (ulaznih troškova banaka) od mjeseca rujna naovamo. Međutim, prijašnji pritisci na rast kamatnih stopa nastavljaju djelovati i nakon zadnje relaksacije monetarne regulacije. Trajnija amortizacija kriznih troškovnih pritisaka zahtijeva poduzimanje dodatnih mjera u vidu restriktivne fiskalne i umjereno ekspanzivne monetarne politike. To je jedini put za utjecanje na premije rizika koje se multipliciraju u uvjetima krize.

Prvi dio analize posvećen je ulaznim troškovima izvora sredstava banaka, drugi regulaciji, tj. njenim promjenama i troškovima, a treći premijama na rizik i optimalnoj politici u kriznim uvjetima.

I. Ulazni troškovi banaka naglo rastu

Između inozemnih i domaćih kamatnih stopa postoji veza koja djeluje s vremenskom odgodom.

Razdoblje od početka 2007. do 25. studenog 2008. podijelili smo na tri kraća. Prvo je predkrizno razdoblje od 1.1.2007. do 31.7.2007. Drugo je uvodno ili prvo krizno razdoblje od 1.8.2007. do 12.9.2008. Treće je razdoblje eskalacije krize, koje traje od 15.9.2008., nakon propasti velike investicijske banke Lehman Brothers. Promatramo kretanje kamatnih stopa tržišta novca (jednomjesečni ZIBOR i EURIBOR):

Tablica 1: Prosječna vrijednost i standardna devijacija dnevnih podataka jednomjesečnog ZIBOR-a i EURIBOR-a 1.1.2007. – 25.11.2008.

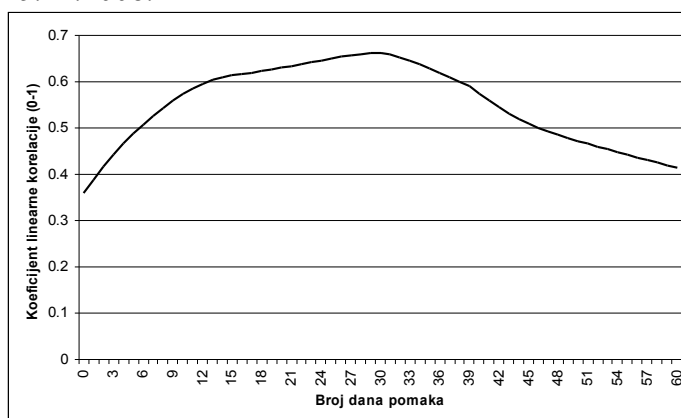
Period	Datumi	1M ZIBOR		1M EURIBOR	
		Prosjek	STD	Prosjek	STD
Predkrizni period	1.1.2007.-31.7.2007.	5,01%	1,32	3,87%	0,18
Prvi krizni period	1.8.2007.-12.9.2008.	6,29%	1,06	4,37%	0,17
Period eskalacije	15.9.2008. –	9,15%	1,70	4,52%	0,51

Izvor: Bloomberg, vlastiti izračuni.

Brojke izgledaju kao da su kamatne stope tržišta novca na kunu i euro povezane. I razine i varijacije kamatnih stopa kreću se u istom smjeru. Razina kamatnih stopa tržišta novca eskalira na vrhuncu dosadašnjega tijeka krize, pri čemu je ta eskalacija izraženija u Hrvatskoj nego u Eurozoni. Uz to treba uočiti još tri činjenice:

1. Trenutna korelacija između domaćih i inozemnih kamatnih stopa tržišta novca vrlo je mala. Za cijelo razdoblje iznosi 36%, a za razdoblje eskalacije -50%. To znači da je korelacija nestabilna i teško predvidiva. Prema tome, ne može se uočiti trenutačna veza između europskoga i hrvatskog tržišta novca.
2. Međutim, postoji odgođena korelacija između inozemnih i domaćih kamatnih stopa tržišta novca. Slika 1 prikazuje vrijednosti koeficijenta korelacije dnevnih kamatnih stopa s vremenskim pomakom od 0 do 60 dana. Koeficijent korelacije je na maksimumu s vremenskim pomakom od oko mjesec dana.

Slika 1: Koeficijent korelacije EURIBOR – ZIBOR 1.1.2007.- 25.11.2008.



3. Odgođena korelacija domaćih i stranih kamatnih stopa može se objasniti sljedećim procesom: rast inozemnih kamatnih stopa dovodi do (ili stvara prijetnju od) usporavanja priljeva kapitala. Zbog toga se javljaju pritisci na deprecijaciju tečaja. HNB na to reagira restriktivnom monetarnom politikom. Takva politika dovodi do viših kamatnih stopa na domaćem tržištu novca, ali uz vremenski pomak. Ova se činjenica vidi i kroz drukčije kretanje temeljnih kamatnih stopa središnjih banaka u Hrvatskoj i Eurozoni. Tablica 2 pokazuje da je ECB u razdoblju eskalacije krize spuštao kamatne stope, dok ih je HNB podizao. Uz to, razlika između kamatne stope tržišta novca i temeljne kamatne stope HNB-a nije se bitno promijenila u razdoblju eskalacije krize (razlika je povećana s 1,91 na 2,08 bodova ili 9%). U isto vrijeme, u Eurozoni je došlo do dramatičnoga rasta te razlike (s 0,33 na 0,77 ili 133%) što ukazuje na nemoć ECB-a da promjenama svoje kamatne stope trenutno utječe na kamatne stope tržišta novca.

Najnoviji rast kamatnih stopa u svijetu dodatno je pojačao od ranije prisutne pritiske na rast kamatnih stopa u Hrvatskoj.

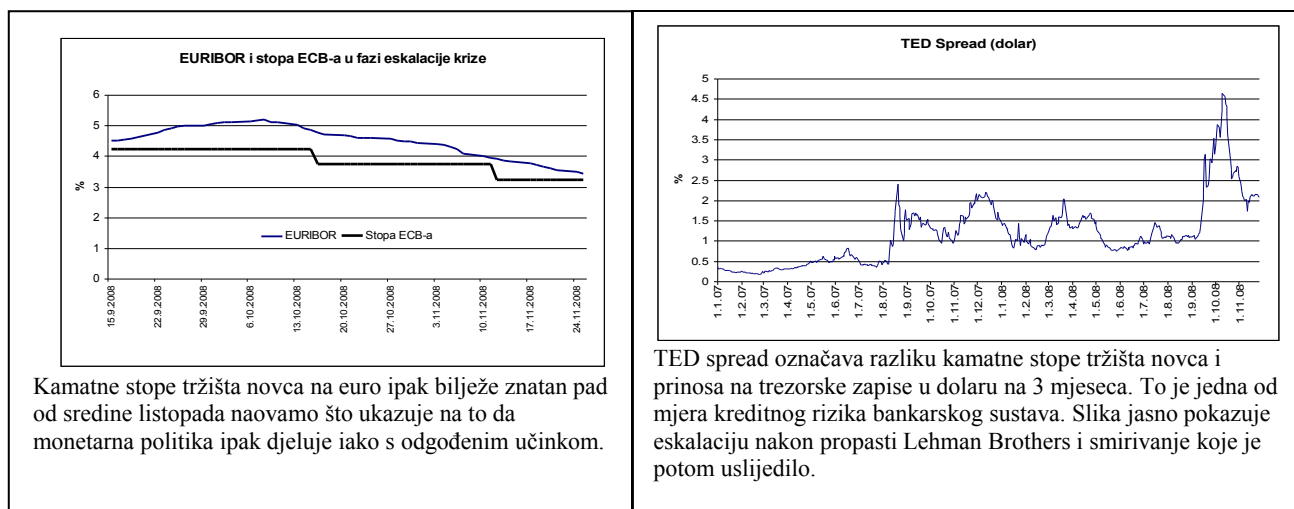
Tablica 2: Prosjek 1M ZIBOR-a i EURIBOR-a i odstupanje od temeljne kamatne stope središnje banke 1.1.2007. – 25.11.2008.

Period	Datumi	1M ZIBOR			1M EURIBOR		
		Prosjek	Sred.banka *	Razlika	Prosjek	Sred.banka *	Razlika
Predkrizni period	1.1.2007.-31.7.2007.	5,01%	3,50%	1,51	3,87%	4,00	-0,13
Prvi krizni period	1.8.2007.-12.9.2008.	6,29%	4,38%	1,91	4,37%	4,04	0,33
Period eskalacije	15.9.2008. – 25.11.2008.	9,15%	7,07%	2,08	4,52%	3,75	0,77

* Prosječna repo stopa, Bilten HNB T.F1; „Main refinancing operations“ ECB, www.ecb.int; kamatne stope središnjih banaka računane kao neponderirani vremenski prosjek unutar perioda.

Rast razlike kamatnih stopa tržišta novca i kamatnih stopa središnjih banaka u razvijenim je zemljama znak povećanja premije na rizik u poslovima međubankovnog kreditiranja. Taj povećani rizik leži u srcu eskalacije krize. Dobra je vijest da se taj rizik zadnjih dana smanjuje (slika 2).

Slika 2: Mjere kreditnog rizika na međubankovnom tržištu



Prema tome, kada uspoređujemo monetarne politike u Hrvatskoj i Eurozoni, moramo znati da uspoređujemo dvije različite stvari. ECB je trenutačno zaokupljen smanjivanjem kamatnih stopa radi borbe protiv recesije te osmišljavanjem novih instrumenata ne bi li se pojačao učinak poteza središnje banke na kamatne stope tržišta novca.⁵ Slabljenje eura u odnosu na dolar u takvim uvjetima nikoga ne zabrinjava. S druge strane, naša je monetarna politika zaokupljena očuvanjem stabilnosti tečaja, u čemu joj pomaže čvrsta veza između stopa na repo aukcijama središnje banke i kamatnih stopa tržišta novca. Otud treba izvesti dva važna zaključka:

U Hrvatskoj je razborito „žrtvovati“ više kamatne stope u kratkom roku ne bi li se kontrolom nad promjenama tečaja izbjegao dodatni šok naglije deprecijacije. Njen bi negativni učinak u kratkom roku vjerojatno bio puno veći od negativnog učinka povećanih kamatnih stopa.

- U Hrvatskoj je tijekom eskalacije krize od sredine rujna naovamo došlo do povećanja razlike između kamatnih stopa tržišta novca i kamatne stope središnje banke, no to je povećanje i u apsolutnom i u relativnom iznosu u odnosu na prvi krizni period bilo manje nego u Eurozoni. Otud zaključujemo da na hrvatskom tržištu (opravdano) prevladava stajalište da u bankovnom sustavu nije došlo do fundamentalnog povećanja kreditnog rizika (inače bi se spread puno više povećao, kao u Eurozoni i SAD-u).
- HNB je ispravno odlučio zaštititi trenutnu situaciju još uvijek niskog financijskog rizika čvrstim nadzorom nad tečajem, jer bi veća deprecijacija donijela povećane rizike kroz pogoršanu naplatu kredita i možda potaknula lokalnu eskalaciju krize.

Nadzor nad tempom promjena tečaja zasigurno opravdava visoke i kolebljive kamatne stope tržišta novca u kratkome roku. Međutim, predugo zadržavanje takve politike otvara dva nova pitanja:

- Koliko se dugo takva situacija može tolerirati i što je moguće učiniti da se konflikt između visokih kamatnih stopa i (relativno) stabilnog tečaja ublaži? Konkretno, može li se restriktivnom fiskalnom politikom ublažiti konflikt kamatnih stopa i tečaja?
- Kakvi su učinci kamatnih stopa tržišta novca na visinu i strukturu svih kamatnih stopa u zemlji?

Na prvo ćemo se pitanje vratiti u zaključnom poglavlju. Ovdje se u nastavku bavimo drugim pitanjem jer ono trenutačno privlači veliku pozornost javnosti: dužnici se pitaju koliko će im rasti rate otplate kredita; gospodarstvenici se pitaju hoće li uopće imati pristup kreditima u idućoj godini i po kojoj cijeni.

Ulazni troškovi izvora sredstava banaka predstavljaju važnu odrednicu odgovora na ta pitanja. Indeks troškova sredstava (TOS)⁶ omogućava prilično precizno mjerenje troška izvora sredstava za banke. Intenzitet rasta TOS-a vidi se na slici 3. Na njoj se jasno vidi nagli skok indeksa TOS1 u rujnu 2008., kada je pokazatelj poprimio vrijednost 3,95%. Ta je vrijednost bila za 37 baznih bodova veća od vrijednosti u kolovozu 2008.

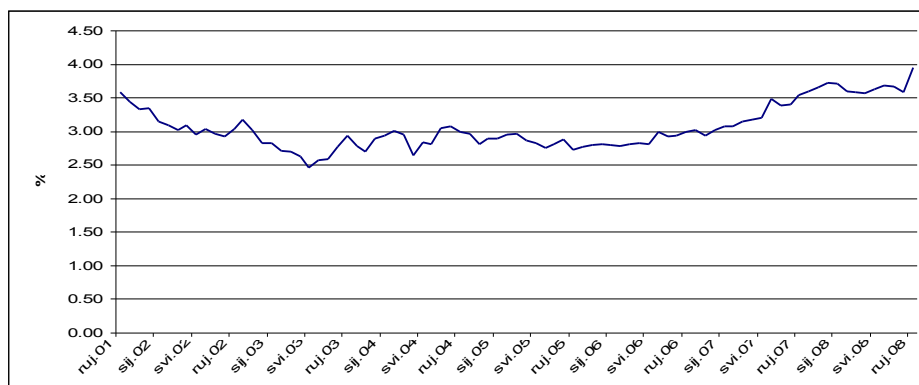
Troškovi izvora sredstava banaka dugoročno rastu. Rast je dodatno ubrzan u razdoblju eskalacije globalne krize.

⁵ O novim instrumentima koji se uvode tijekom ove krize vidjeti HUB Analize br. 12.

⁶ Vidjeti detalju u HUB Analizama br. 10. iz travnja 2008.

Ujedno, bila je to najveća vrijednost otkad se računa pokazatelj (od rujna 2001.).

Slika 3: TOS1

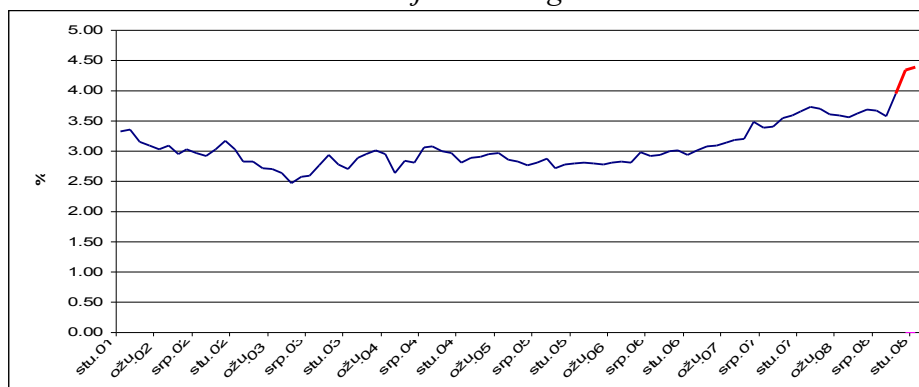


Izračun TOS1 na slici 3 prema trenutačno raspoloživim podatcima uključuje prva dva tjedna eskalacije globalne krize (nakon 15.09.). U listopadu i studenom (mjeseci koji se u trenutku izrade ove analize nalaze izvan horizonta objavljenih statističkih podataka) kriza se dodatno zaoštrila. Zaoštavanje je dovelo do rasta kamatne stope tržišta novca i burnoga rasta prinosa na državne obveznice (8,5% za zadnje dvogodišnje izdanje). Spread ranije izdanih hrvatskih državnih obveznica na srodne njemačke obveznice tijekom ove je godine povećan oko četiri puta. Stoga smo izračunali simuliranu promjenu pokazatelja TOS1 do kraja mjeseca studenog.

Podatke za ZIBOR i državne obveznice za kraj listopada imamo, a podatke za kraj studenoga aproksimirali smo pomoću dnevnog podatka za ZIBOR 25.11., te pomoću spomenutih podataka o prinosu na zadnje izdanje dvogodišnjih trezorskih zapisa u mjesecu studenom. Slika 4 prikazuje simulirani TOS1. TOS1 je simuliran uz pretpostavku da se druge kamatne stope nisu mijenjale (krajnje konzervativna pretpostavka). Simulirani TOS1 na kraju mjeseca studenog raste na 4,49%, tj. 54 bazna boda iznad rujanske vrijednosti, odnosno 91 bazni bod iznad vrijednosti s kraja kolovoza 2008.

Indeks troškova izvora sredstava banaka mogao bi se krajem studenoga nalaziti na razini koja je za oko jedan postotni bod veća od razine prije eskalacije krize.

Slika 4: Simulirani TOS1 do kraja studenog



TOS: ODABRANI DETALJI

TOS uzima u obzir cjelokupnu strukturu izvora sredstava (osim kapitala), te svakoj vrsti izvora pridružuje statistički očitano ili aproksimiranu cijenu. TOS se računa kao vagani prosjek „ulaznih“ kamatnih stopa (kamatnih troškova za banke), pri čemu udjel pojedine vrste izvora u ukupnim izvorima sredstava služi kao ponder. Tako izračunati TOS označava se kao TOS1 jer u njemu nije sadržan trošak regulacije (mjeren indeksom regulacijskog opterećenja IRO). TOS2 sadrži i učinke regulacije tako da vrijedi:

$$\text{TOS2} = \text{TOS1} + \text{IRO}.$$

Tablica 3 prikazuje pondere, odnosno udjele pojedinih komponenti pasive u ukupnoj pasivi, te odgovarajuće kamatne stope za svaku od komponenti pasive. Prikaz se odnosi na tri odabrana datuma: 30.09.2001., 30.09.2007. i 30.09.2008. (30.09. je zadnji datum za koji su objavljeni statistički podatci). Koriste se podatci za isti mjesec u godini (rujan), kako ne bi bili zamućeni eventualnim sezonskim učincima. A podatci pokazuju da je u strukturi izvora sredstava od 30.09.2007. do 30.09.2008. došlo do sljedećih važnih promjena:

- Povećao se udjel štednje građana što je bilo praćeno rastom pasivnih kamatnih stopa na štednju.
- Smanjen je udjel inozemne pasive unatoč rastu kamatnih stopa (zbog djelovanja GOP-a, o čemu raspravljamo u sljedećem odjeljku).
- Povećan je udjel kapitalskih računa (u skladu s ocjenom o visokoj kapitalizaciji i stabilnosti hrvatskih banaka).
- Poskupjelo je zaduženje banaka kod središnje banke, no ono nema velikoga učinka jer je korištenje tih kredita potkraj rujna 2008 bilo gotovo na nuli.

Tablica 3: Struktura pasive i pripadajuće kamatne stope

	Struktura pasive			Pripadajuće kamatne stope (%)		
	30/09/2001	30/09/2007	30/09/2008	30/09/2001	30/09/2007	30/09/2008
1. Štedni i oročeni devizni depoziti građana (D8.1.3+2.3)	39.9%	24.4%	27.9%	2.8	3.3	3.6
2. Štedni i oročeni kunski depoziti građana (D7.1.3+2.3)	3.1%	4.6%	6.3%	5.0	4.1	4.2
3. Ostali devizni depoziti	7.0%	6.1%	6.3%	2.8	3.3	3.6
4. Žiro i tekući računi građana (D6.3)	3.5%	4.7%	5.2%	1.5	0.5	0.4
5. Ostali kunski depoziti	10.8%	12.7%	13.2%	3.1	2.5	2.8
6. Devizna inozemna pasiva*	16.7%	13.9%	12.0%	5.9	4.9	5.5
7. Kunska inozemna pasiva*	0.1%	4.9%	4.7%	3.6	6.9	9.0
2.1 Kunski depoziti građana sa valutnom klauzulom	0.0%	1.8%	1.2%	2.8	3.3	3.6
5.1 Kunski depoziti ostali, sa valutnom klauzulom	0.0%	1.2%	0.6%	2.8	3.3	3.6
8. Obveznice i instrumenti tržišta novca	0.4%	0.2%	0.4%	6.4	5.4	6.0
8.1 Od toga: neto obveznice	0.2%	0.2%	0.1%	6.4	5.4	6.0
9. Depoziti središnje države	4.4%	4.0%	4.5%	5.0	4.1	4.2
10. Krediti primljeni od središnje banke	0.0%	2.2%	0.0%	5.9	3.5	5.0
11. Ograničeni i blokirani depoziti	1.6%	4.6%	1.1%			
12. Kapitalni računi	20.3%	15.5%	17.2%			

* Ove se kamatne stope ne očitavaju iz statistike nego aproksimiraju – prinos na državnu obveznicu predstavlja aproksimaciju cijene devizne inozemne pasive, a ZIBOR predstavlja aproksimaciju cijene kunske inozemne pasive. Izvor: Statistički pregled Biltena HNB-a, razne tablice, i Bloomberg.

Najveći doprinos rujanskome porastu vrijednosti TOS1 (slika 3) došao je od:

- rasta vagane kamatne stope na kunske depozite za 3 bazna boda,
- rasta vagane prosječne kamatne stope na kunske depozite za 7 baznih bodova,
- rasta vaganoga prinosa na državnu obveznicu za 4 bazna boda,
- rasta vaganoga jednomjesečnog ZIBOR-a za 19 baznih bodova.

II. Trošak regulacije u padu: je li to dovoljno?

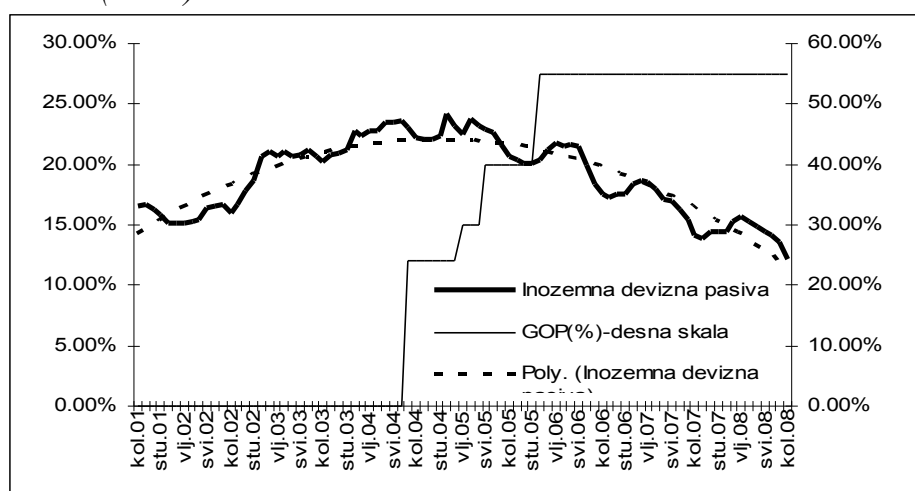
Hoće li tako nagli skok ulaznih troškova sredstava banaka uzrokovati „eksplozivan“ rast aktivnih kamatnih stopa? Promjena monetarne regulacije daje dio odgovora na ovo pitanje. Smanjenje troška regulacije može, uz određene pretpostavke, djelomično ili u potpunosti amortizirati pritiske na rast kamatnih stopa.

HNB je promptno reagirao na krizu uklanjanjem granične obvezne pričuve (GOP-a) u listopadu te spuštanjem stope redovite obvezne pričuve sa 17% na 14% u studenome (s primjenom na obračun u prosincu). Bili su to logični potezi od kojih je prvi poduzet s ciljem da državna intervencija više ne ometa međunarodne tokove kapitala koji su ionako zastali u cijeloj Europi. U samo mjesec dana, nešto što se smatralo ekscenim i podložnim oporezivanju (zaduživanje banaka u inozemstvu, rast kredita) najednom je postalo poželjnim, štoviše nužnim za makroekonomsku stabilnost. U ovom poglavlju koristimo prije razvijeni indeks regulacijskog opterećenja IRO ne bismo li procijenili koliko će ova promjena regulacije utjecati na smanjenje ukupnih graničnih troškova pribave sredstava za banke (TOS2).

HNB je na novonastalu situaciju reagirao ukidanjem granične obvezne pričuve i spuštanjem stope obvezne rezerve sa 17% na 14%. U samo mjesec dana, nešto što se smatralo ekscenim i podložnim oporezivanju (zaduživanje banaka u inozemstvu, rast kredita) najednom je postalo poželjnim, štoviše nužnim za makroekonomsku stabilnost.

GOP je uveden sredinom 2004. po stopi od 24%. Tada je središnja banka procijenila da je doprinos banaka povećanju vanjskoga duga pretjeran. Već nakon prvih sukcesivnih povećanja stope GOP-a na 30% pa 40%, zaustavljen je rast udjela inozemne devizne pasive u ukupnoj pasivi (slika 5). Unatoč tome, brzo je uslijedilo još jedno povećanje stope na 55% (razina s koje je stopa oborena na nulu u listopadu). Trend smanjivanja udjela devizne inozemne pasive stabilno je nastavljen sve do danas.

Slika 5: Udjel inozemne devizne pasive u ukupnoj pasivi (lijevo) i stopa GOP-a (desno)



Izvor: Bilten HNB (www.hnb.hr), vlastiti izračuni.

GOP nije postigao primarni cilj zbog kojega je uveden. Vanjski je dug nastavio rasti nesmanjenim tempom nakon uvođenja ove mjere. Umjesto da se zadužuju kod domaćih banaka, srednja i velika poduzeća zaduživala

su se izravno u inozemstvu. Došlo je do djelomične disintermedijacije i gubitka prihoda od financijskog posredovanja u zemlji. Također, ova je mjera potakla rast pasivnih pa posredno i aktivnih kamatnih stopa jer su banke morale zamijeniti financiranje iz inozemstva sredstvima iz domaćih izvora (depozita).

Međutim, jedna od uzgrednih posljedica GOP-a imala je izrazito pozitivan učinak. Kad su banke procijenile da su mogućnosti pribavljanja sredstava kroz prikupljanje depozita uz više kamatne stope ograničene, kapital se pokazao kao jeftiniji izvor financiranja od izravnog zaduživanja u inozemstvu. Naime, regulacijski trošak zaduživanja u inozemstvu povećao se zbog GOP-a na oko 10% godišnje. Doda li se na to prosječna cijena sredstava na inozemnom tržištu od oko 4,5%, lako je izračunati da se upravama banaka više isplatilo zahtijevati kapital od vlasnika, nego zaduživati banku u inozemstvu. Ako su vlasnici očekivali stopu povrata na kapital manju od oko 14,5%, više se isplatilo uzeti kapital nego kredit. Tako su banke od kraja 2006. naovamo znatno povećale svoj kapital.

U svakom slučaju, GOP je nakon 2004. predstavljao glavni izvor izravnog i neizravnog rasta troška regulacije banaka. Jedina druga bitna promjena koju je trebalo zabilježiti novim izračunom IRO-a odnosila se na promjenu načina održavanja obvezne rezerve. Odlukom HNB-a iz rujna 2008. prestalo je priznavanje gotovoga novca u blagajni za održavanje kunske obvezne pričuve.

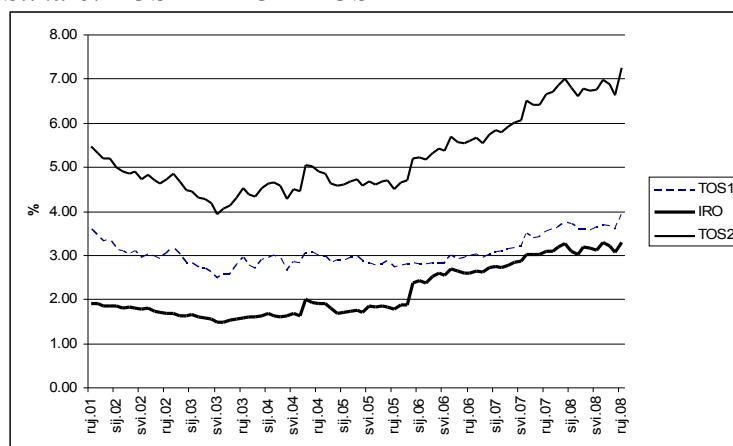
Spuštanje stope obvezne rezerve za 3 postotna boda uslijedilo je nakon efektivnog povećanja tereta obvezne rezerve u rujnu (radi nepriznavanja gotovine u blagajni za održavanje rezerve). Učinak te odluke bio je isti kao da je stopa povećana za 1,1 postotni bod.

Prestanak priznavanja gotovine za održavanje kunske pričuve predstavlja ekvivalent povećanja stope obvezne rezerve. Ako je za održavanje redovite obvezne rezerve po stopi od 17% potrebno 47,8 milijardi kuna te ako je 6,5% od toga iznosa (3,1 milijarde kuna) održavano u vidu gotovine u blagajni, onda je nepriznavanje toga dijela u održavanje obvezne rezerve ekvivalentno povećanju stope obvezne rezerve za 1,1 postotni poen ($17 \cdot 1,065 = 18,1$). Iako je ova odluka primijenjena prilikom izdvajanja sredstava obvezne rezerve u listopadu, izračun učinka ove mjere uključen je u podatke za rujnu, kada je odluka i donesena.

Slika 6 prikazuje kretanje indeksa regulacijskog opterećenja IRO⁷ i njegov učinak na ukupni granični trošak pribave izvora sredstava banaka (TOS2). Ukupni granični trošak sredstava (TOS2) povećan je sa 6,64% u kolovozu na 7,25% u rujnu 2008. ili za 61 bazni bod. Od toga povećanja, 37 baznih bodova treba pripisati rastu ulaznih troškova (TOS1). 20 baznih bodova povećanja nastalo je djelovanjem regulacije.

⁷ Za detalje o IRO-u vidjeti HUB Analize 10., HUB Analize 5., poseban metodološki materijal koji je objavljen na web stranicama www.hub.hr i www.arhivanalitika.hr i okvir na sljedećoj stranici.

Slika 6: $TOS1 + IRO = TOS2$



Ukupni granični trošak izvora sredstava banaka u rujnu 2008. našao se na 2,75 postotna boda višoj razini nego u rujnu 2005.

IRO: KRATKI UVID U METODOLOGIJU

IRO mjeri granični trošak regulacije. Daje odgovor na pitanje koliki je dodatni trošak regulacije koji banka mora platiti kada uzima dodatnu jedinicu izvora sredstava iz koje će financirati dodatnu jedinicu kredita. Počiva na pretpostavci da kamatne stope uravnotežuju ponudu i potražnju za raznim oblicima financijske imovine i da su tržišta tih financijskih imovina tržišta savršene konkurencije. To znači da regulacija ne utječe na tržišne kamatne stope na strani pribave sredstava. Granični trošak regulacije znači da IRO mjeri razliku između cijene koju banke plaćaju za sredstva u uvjetima regulacije i hipotetičke cijene koju bi banke plaćale za sredstva da nema regulacije. U općem obliku IRO se može zapisati kao:

$$IRO = \frac{i^d}{1 - r} - i^d \text{ gdje je } i^d \text{ depozitna kamatna stopa, a } r \text{ stopa neke monetarne regulacije.}$$

IRO je vagani prosjek ovakvih izraza gdje se udjeli pojedine vrste izvora sredstava u ukupnoj pasivi koriste kao ponderi. U slučaju kada se na jednu vrstu izvora sredstava primjenjuje veći broj raznih regulacija koristi se tzv. aditivni model:

$$IRO = \frac{i^d}{1 - r_1} - i^d + \frac{i^d}{1 - r_2} - i^d$$

U svakom slučaju, osim na snagu same regulacije, IRO je osjetljiv i na visinu kamatnih stopa na tržištu. Što su tržišne kamatne stope više, utjecaj je regulacije u apsolutnom iznosu veći.

Povećanje ukupnoga graničnog troška izvora sredstava (TOS2) na 7,25% u rujnu djeluje zabrinjavajuće. Riječ je o razini koja je za 3,25 postotna boda veća od minimalne vrijednosti TOS2 iz lipnja 2003. i za 2,75 postotna boda veća od vrijednosti TOS2 iz rujna 2005. Rujan 2005. bio je važan datum jer se tada trend ulaznih troškova izvora sredstava banaka počeo uvjerljivo okretati prema gore. Razina TOS2 od 7,25% posebno zabrinjava u vezi s činjenicom da su simulacije TOS1 do kraja mjeseca studenog pokazale kako se može očekivati daljnji rast TOS1 na 4,49%, odnosno za dodatna 54 bazna boda povrh razine iz rujna. To bi značilo da se *granični trošak pribave izvora sredstava za banke sada počinje približavati razini od 8% godišnje*. U takvim uvjetima, nakon dodavanja naknade za operativne troškove i rizik, kredit uz kamatnu stopu ispod 10% u Hrvatskoj jednostavno više nije moguć, osim ako se ne financira iz kratkoročnih kunkskih depozita. No takvi su krediti ograničeni glede iznosa i glede ročnosti.

Mogu li najnovija otpuštanja stege monetarne regulacije barem donekle ublažiti ovaj zaključak? Na isti način kao što je provedena simulacija za TOS1, provedena je i simulacija za IRO uz nultu stopu GOP-a i za tri postotna boda nižu stopu redovne obvezne rezerve. Rezultati pokazuju da je u zadnjem kvartalu 2008. došlo do smanjenja troška regulacije (IRO). Simulirano smanjenje troška iznosi čak 1,37 postotnih bodova (tablica 4.). Trošak je regulacije smanjen gotovo na razinu iz rujna 2005. U rujnu te godine nominalne su stope regulacije bile nešto veće nego u rujnu 2008: GOP je iznosio 40%, a stopa obvezne rezerve 18%. Unatoč tome, IRO se u rujnu 2008. zadržao na nešto većoj razini nego u rujnu 2005., što u cijelosti treba pripisati sada višoj razini kamatnih stopa i prinosa. Naime, djelovanje regulacije koje mjerimo u vidu graničnoga troška zavisi o visini tržišnih kamatnih stopa: što su one veće, to je i učinak regulacije logično veći (vidjeti okvir o metodologiji na prethodnoj stranici).

Procijenjenim smanjenjem regulacijskoga opterećenja za 1,37 postotnih bodova u listopadu i studenom samo je kompenziran rast graničnih troškova izvora sredstava i regulacijskog opterećenja iz rujna. Stoga je zadnja promjena premala da bi polučila trajnije učinke.

Unatoč razmjerno velikom smanjenju regulacijskog opterećenja, ukupni granični trošak sredstava (TOS2) - koji bi potkraj studenoga mogao iznositi oko 6,4%, približno će se vratiti na prosječnu razinu koja je prethodila eskalaciji krize u rujnu. *Prema tome, ukidanje GOP-a i smanjenje stope obvezne rezerve za tri postotna boda približno kompenzira učinke krize iz protekla tri mjeseca i promjene u sustavu obvezne rezerve (nepriznavanje gotovine) iz rujna 2008. Ono zasad nema fundamentalni učinak na trend ukupnoga graničnog troška izvora sredstava.*

Tablica 4: $TOS1 + IRO = TOS2$

u %	TOS1	IRO	TOS2
IX/2005	2,72	1,78	4,50
IX/2006	2,99	2,61	5,60
IX/2007≈VIII/2008	3,54	3,11	6,65
IX/2008	3,95	3,30	7,25
XI/2008 /simulacija/	4,49	1,93	6,42

Interakcija različitih oblika regulacije također objašnjava zbog čega slabljenje regulacije ne daje jači učinak od ovog prikazanog IRO-om. Interakcija različitih oblika regulacije zavisi o tome koja se sredstva priznaju za održavanje različitih oblika rezerve. Ako se ista sredstva priznaju za održanje raznih rezervi, onda se stope izdvajanja ne mogu jednostavno zbrajati. Isto tako, smanjenje stopa u tom slučaju proizvodi manji efektivni učinak od nominalnoga smanjenja. Takav slučaj nastaje jer se sredstva za održavanje omjera devizne likvidnosti (omjer pokrića 28,5%) i sredstva za održavanje devizne obvezne rezerve djelomično preklapaju. Zbog toga je neto učinak efektivnog smanjenja stope obvezne rezerve u studenom neznatno veći od učinka povećanja opterećenja obveznom rezervom iz rujna (2,15%-1,1%=1,05%; za detalje izračuna vidjeti okvir na sljedećoj stranici) te u konačnici umjesto tri iznosi jedan postotni bod. Stoga učinak smanjenja stope obvezne rezerve ne možemo smatrati reakcijom na krizu koja bi mogla proizvesti trajnije efekte. U jednomu dijelu riječ je o kompenzaciji prijašnje mjere koja je, premda donesena nakon što je već započela eskalacija krize, djelovala s

Na manji učinak regulacijskog opterećenja od očekivanog utječe i interakcija između regulacije obvezne rezerve i regulacije minimalnog omjera deviznog pokrića. Neto učinak promjena u sustavu redovne obvezne rezerve od rujna naovamo zanemarivo je malen. Gotovo cjelokupno regulacijsko rasterećenje nastalo je zbog ukidanja GOP-a.

restriktivnim predznakom (mislimo na nepriznavanje gotovine u održavanje što je imalo učinak kao da je stopa rezerve povećana za 1,1 bod). Kada se uzmu u obzir oba efekta (efekt nepriznavanja gotovine i efekt potiranja s održavanjem omjera devizne likvidnosti), preostaje samo jedan bod efektivne relaksacije pa *gotovo cjelokupno smanjenje troška regulacije potječe od ukidanja granične obvezne pričuve*.

MODEL INTERAKCIJE MJERA REGULACIJE

U konkretnom slučaju, postoji interakcija između redovite obvezne rezerve ($r=0,14$) i minimalnog omjera deviznog pokrića ($l=0,285$) jer se sredstva na računima devizne obvezne rezerve priznaju za održavanje minimalnog omjera deviznog pokrića. Prema tome, bilo bi pogrešno zbrajati učinke pune stope obvezne rezerve (r) i pune stope minimalnog deviznog pokrića (l): $l+r=0,285+0,14=0,425$. U slučaju da izvor sredstava ulazi u osnovicu za obračun devizne obvezne rezerve, ovaj je učinak potrebno umanjiti za izraz $(1-p)r$, gdje je p udjel kunskog održavanja obvezne rezerve za deviznu osnovicu, tako da je $(1-p)$ udjel deviznog održavanja za deviznu osnovicu: $l+r-(1-p)r = l+pr \leq l+r$. Umanjenje se vrši zbog toga što je održavanje rezerve po stopi $(1-p)r$ već sadržano u održavanju po stopi l .

Ovaj model mjerenja troška regulacije pretpostavlja bankovni sustav u ravnoteži. To znači da bankovni sustav u cjelini uvijek održava minimalno propisani omjer deviznog pokrića (ova je pretpostavka vrlo često blizu realnosti). Zbog toga se smanjenje stope obvezne rezerve ne prenosi izravno na smanjenje troška regulacije, osim ako nije praćeno odgovarajućim smanjenjem omjera minimalnog deviznog pokrića (što u studenome 2008. nije bio slučaj). Uz pretpostavku početne ravnoteže, efektivno je smanjenje regulacijskoga opterećenja manje od nominalno proglašena tri postotna boda. Koliko manje, to zavisi o udjelu devizne osnovice u osnovici za obračun obvezne rezerve i o udjelu deviznih sredstava u obvezi održavanja po osnovi devizne osnovice.

Ako je cjelokupna osnovica za obračun obvezne rezerve devizna, ako su i sva sredstva za održavanje devizna i priznaju se za održavanje omjera $l=0,285$ te ako je $l>r$, tada smanjenje stope obvezne rezerve neće imati nikakav učinak na smanjenje regulacijskoga opterećenja. Općenito, efektivno smanjenje stope obvezne rezerve u uvjetima opisane interakcije regulacijskih mjera dano je sljedećim izrazom:

$$\Delta r^e = \left(1 - \frac{D^{fx}}{D} \right) \Delta r^n + \frac{D^{fx}}{D} p \Delta r^n$$

gdje simbol s lijeve strane označava efektivnu promjenu stope obvezne rezerve, Δr^n označava nominalnu promjenu stope obvezne rezerve, p je udjel kuna u održavanju devizne obvezne rezerve, a omjer je udjel devizne osnovice u ukupnoj osnovici za obračun obvezne rezerve.

Udjel devizne u ukupnoj osnovici za obračun obvezne rezerve u Hrvatskoj iznosi oko 57%, a kunska se sredstva koriste za održavanje devizne komponente obvezne rezerve u 50%-tnom iznosu. Uz te parametre gornji nam izraz pokazuje *efektivno smanjenje stope obvezne rezerve od 2,15 postotnih bodova ako nominalno smanjenje iznosi 3 postotna boda*.

Ovaj rezultat pokazuje da interakcija regulacija umanjuje učinak nominalnog smanjenja stope obvezne rezerve. Ako ovaj rezultat sagledamo u svjetlu činjenice da je HNB rujanskom odlukom o nepriznavanju gotovine u svrhu održavanja rezerve uzrokovao povećanje regulacijskoga tereta ekvivalentno rastu stope obvezne rezerve za oko 1,1 postotni bod, zaključit ćemo da je efektivno smanjenje stope obvezne rezerve tijekom protekla tri mjeseca tek nešto veće od jednoga postotnog boda ($2,15-1,1=1,05$), što je zanemarivo u odnosu na veličinu problema s kojim se suočavamo.

III. Fiskalno-monetarna koordinacija kao lijek za narasle rizike u krizi

Indeks regulacijskog opterećenja IRO uspješno mjeri teret regulacije u „normalnim“ vremenima. Tada nema velikih promjena u načinu financiranja banaka odnosno u strukturi bankovne pasive. IRO se izračunava uz fiksne pondere pojedinih komponenti pasive, ne bi li se njegove vrijednosti kretale isključivo pod utjecajem promjena regulacije i kamatnih stopa odnosno prinosa. Tako su svi gornji izračuni izvedeni uz udjel inozemne pasive u ukupnoj pasivi od 23%. Međutim, njen aktualni udjel ne prelazi 17%. Učinak dokidanja GOP-a na IRO bio bi manji od prikazanog u tablici 4 da smo koristili aktualne udjele.⁸

Slijedom iste logike, može se postaviti pitanje što znači dokidanje GOP-a, odnosno pad IRO s 3,30% na 1,93% (tablica 4) ako banke u uvjetima krize nemaju pristup inozemnim kreditima ili im je taj pristup donekle ograničen? Ako su banke zbog krize na svjetskom tržištu primorane na pribavljanje izvora na domaćem tržištu, trošak regulacije gotovo i neće biti smanjen. Prema tome, u krizi sve postaje puno teže predvidivo. Raste rizik (poteškoća u procjeni vjerojatnosti događaja), a povremeno se javlja i neizvjesnost (potpuna nemoć u procjeni vjerojatnosti nekog događaja).

Krize su razdoblja u kojima u kratkom roku nastaju duboki strukturni prijelomi. Krize zbog toga i nastaju – jer velike strukturne promjene u normalnim uvjetima ponekad nisu moguće. Modeli koji su dobro funkcionirali u normalnim vremenima mogu se pokazati irelevantnima u uvjetima krize. Zbog toga rizici eskaliraju. Među njima ima i onih koji u normalnim uvjetima „spavaju“, ne vide se, pa ljudi na njih zaborave. Upravo smo identificirali jedan od takvih rizika: rizik naglog prekida priljeva kapitala i s njim povezan rizik nagle promjene strukture izvora sredstava banaka. Sličnih rizika ima još pa evo liste najvažnijih među njima:

Brojni rizici kulminiraju u uvjetima krize, među njima se javljaju nepredvidive veze pa rizici zbog toga postaju glavnim odrednicama kamatnih stopa.

- rizik nagloga prekida priljeva kapitala,
- rizik jurnjave na *šaltere* banke,
- rizik pristupa likvidnosti kod središnje banke,
- rizik druge strane na tržištu novca,
- rizik negativne selekcije odnosno neželjene potražnje.

Rizik jurnjave na šaltere banke raste ukoliko u nekom gospodarstvu ima manje kvalitetnih informacija i analiza i ako postoji više (nego što je uobičajeno) neodgovornih političara i medija. Jurnjava na *šaltere* nesolventne banke potpuno je legitimna akcija štediša, no jurnjava na *šaltere* solventne banke svima nanosi štetu, ali može predstavljati racionalnu reakciju ako široka javnost nema dovoljno informacija i znanja da bi u svakom trenutku mogla razlikovati solventnu od nesolventne banke. Iako solventna banka neće propasti zbog jurnjave na *šaltere*, ona će biti primorana držati velike viškove likvidnosti radi

⁸ Problem je odabira fiksnih ili varijabilnih pondera i cijena detaljno elaboriran u glavnome metodološkom materijalu http://www.arhivanalitika.hr/IRO_glavna.pdf

predostrožnosti, ne bi li uvijek bila u stanju isplatiti uznemirene štediše (i na taj ih način umiriti). Takvo zadržavanje likvidnosti presušuje međubankarske tokove novca i općenito usporava odobravanje kredita. Sustav koji se nalazi pod prijetnjom rizika jurnjave na *šaltere* banaka može na prvi pogled izgledati veoma likvidan (jer velik broj institucija zadržava velike viškove likvidnosti), no zbog veoma visoke premije na rizik likvidnosti u takvom sustavu, unatoč likvidnosti, može postojati pritisak na rast kamatnih stopa.

Rizik pristupa likvidnosti kod središnje banke može se pojaviti kada središnja banka čestim promjenama i diskrecijskim korištenjem monetarnog instrumentarija otežava bankama pristup likvidnosti. Pristup kratkoročnoj likvidnosti kod središnje banke trebao bi služiti solventnim bankama da smanje rizike upravljanja likvidnosti. To je od posebne važnosti kada rizik likvidnosti brzo raste – na primjer, zbog rizika jurnjave na *šaltere* banke. Ako taj pristup ne ispunjava svoju svrhu, ako je skokovit i kolebljiv, premija na rizik će se dodatno povećati i uzrokovati daljnji rast kamatnih stopa. Ako je takav „režim“ potrebno odabrati da bi se čuvala stabilnost tečaja i kontrolirali mogući financijski rizici po toj osnovi, očito ulazimo u svijet najtežih mogućih odabira: kako od dva zla (skok kamatnih stopa vs skok tečaja) odabrati manje?

Rizik druge strane na tržištu novca predstavlja vrstu kreditnog rizika koji se javlja zbog mogućnosti da druga strana u transakciji na tržištu novca ne ispunji svoju obvezu. Kako su transakcije tržišta novca u pravilu kratkoročne i kako sudionici tržišta novca, posebno banke, jedni o drugima znaju više nego dovoljno za procjenu vjerojatnosti neplaćanja u kratkom roku, ovaj je rizik u normalnim vremenima zanemariv. Međutim, u uvjetima krize ovaj rizik može eskalirati zbog njenih nepredvidivih učinaka na tržišne sudionike. Upravo je ovaj rizik bitno odredio kretanje međubankovnih kamatnih stopa u SAD-u i EU za vrijeme ove krize. Kao i kod rizika likvidnosti, u uvjetima krize javlja se nagli rast premije na rizik koji se ugrađuje u povećane kamatne stope. Postoji objektivna opasnost od zatvaranja takvoga tržišta za pojedine korisnike i izrazito asimetričnoga rasporeda likvidnosti među pojedinim sudionicima. Takvo je tržište i preosjetljivo na glasine i parcijalne informacije.

Rizik negativne selekcije odnosno neželjene potražnje javlja se zbog toga što u uvjetima recesije rastu poteškoće s naplatom, a na tržištu je sve više „očajnika“ koji su spremni platiti visoke kamatne stope ne bi li došli do likvidnosti. Stoga povećanje kamatnih stopa pogoršava prosječnu kvalitetu dužnika (najbolji se dužnici privremeno povlače s takvoga tržišta jer ne žele plaćati veće kamatne stope). S druge strane, ako banke zbog ograničenog pristupa izvorima sredstava i/ili zbog prethodno opisanih rizika likvidnosti usporavaju ili obustavljaju kreditiranje, jedna je od opcija koja im stoji na raspolaganju povećanje kamatnih stopa. Banke su svjesne problema negativne selekcije pa najčešće umjesto radikalnog povećanja kamatnih stopa zaoštravaju kreditne politike ne bi li zadržale samo kvalitetnije dužnike koje na taj način „nagrađuju“

kamatnim stopama ispod hipotetičkog tržišnog prosjeka (prosjeaka koji bi se formirao kada bi se ponuda i potražnja uravnotežile isključivo pomoću kamatne stope).

To su samo neki od rizika koji eskaliraju u uvjetima krize. Svi oni djeluju u smjeru povećanja kamatnih stopa i veoma ih je teško predviđati. Ti će rizici u 2009. imati dominantan učinak na kretanje kamatnih stopa.

Jedini način za učinkovitu kontrolu naraslih rizika je fiskalna restrikcija i monetarno otpuštanje. To je najbolji način za očuvanje stabilnosti i zadržavanje mirnoće kamatnih stopa na kreditima.

Znači li to da na njihovo kretanje ne možemo utjecati jer smo „mala i otvorena zemlja“? Ovo nas pitanje vraća na jedno od dva temeljna pitanja postavljena na stranici 6: što se može učiniti da se ublaži konflikt između politike stabilnog tečaja i visokih kamatnih stopa? Drži li fiskalna politika u rukama ključ rješenja?

Ekonomska politika može utjecati na ove procese i konflikte kroz bolje usklađivanje fiskalne i monetarne politike. Što će biti veći stupanj restriktivnosti fiskalne politike, to će se veći manevarski prostor otvarati monetarnoj politici. Tako će rasti i vjerojatnost brze obnove priljeva inozemnog kapitala; kreditori će percipirati povećanu vjerodostojnost politika. Što će monetarna politika biti opuštenija (tj. obnova priljeva kapitala brža), to će opisani rizici biti manji i bankovni će sustav bolje obavljati svoju ekonomsku i širu društvenu funkciju. Vrijedi naravno i obratno.

Prema tome, uzak prostor za monetarne manevre te razmjerno slabe ili nikakve učinke monetarnih manevara u ionako skućenom prostoru za vođenje politike, u konačnici treba objasniti i neprilagođenom fiskalnom politikom. Konflikt politika eskalira u uvjetima financijske krize jer je monetarna politika prisiljena posezati za interventnim mjerama koje dovode do apsurdno visokih kamatnih stopa tržišta novca i apsurdno snažnog tečaja domaće valute (7,12 kuna za euro u studenom?! – vidjeti okvir na kraju analize).

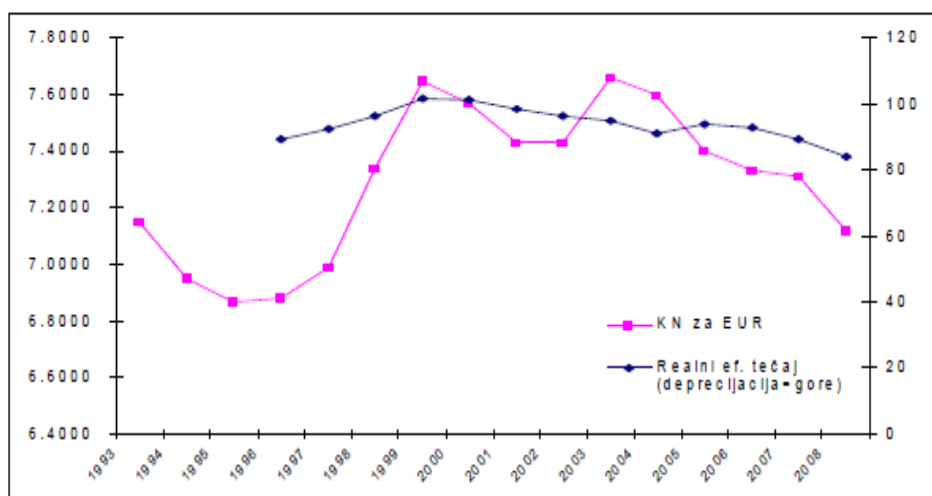
Alternativa je, međutim, još gora: nekontrolirana promjena tečaja koja može produbiti krizu. Optimalna fiskalna prilagodba, koja vjerojatno zahtijeva uravnoteženje proračuna, a vrlo vjerojatno i njegov suficit, ostavila bi monetarnoj politici širi prostor za utjecaj na održiv tempo kreditne ekspanzije, bez čega nema rasta u privatnom sektoru. Općenito, rast privatnoga sektora bit će puno efikasnije sačuvan kroz očuvanje impulsa rasta privatnih kredita (poduzećima i stanovništvu) i prateću mirnoću kamatnih stopa, nego kroz povećanje državne potrošnje uz neizvjesna razdoblja naplate ministarstava i agencija. U uvjetima smanjenog priljeva kapitala fiskalna bi restrikcija smanjila državnu potrošnju i potražnju za deviznim rezervama HNB-a radi otplata dospjeća vanjskoga duga.⁹ Na taj bi se način otvorio prostor za kontroliranu prilagodbu nominalnog i realnog tečaja uz zadržavanje umjerenog tempa monetarne ekspanzije. Između fiskalne ekspanzije i monetarne restrikcije naspram fiskalne restrikcije i monetarne ekspanzije

⁹ Vjerodostojna će politika brzo obnoviti priljev kapitala i na taj način smanjiti potražnju za deviznim rezervama na danoj razini tečaja.

treba odabrati drugo rješenje. Treća mogućnost – istovremena fiskalna i monetarna ekspanzija – ne postoji. Ona u strukturi našega gospodarskog sustava vodi ravno u katastrofu koje se ne treba prestati bojati.

UMJESTO ZAKLJUČKA: PREMIJA NA STRAH

Slika prikazuje tečaj u mjesecu studenom svake godine od 1994. (nominalni za EUR) odnosno 1996. (realni efektivni). „Iskakanje“ studenačkih 7,12 kuna za euro iz dugoročnih trendova više je nego očito. Pogotovo što se ovo aprecijacijsko „iskakanje“ dogodilo u uvjetima krize. Krizni uvjeti pogoduju deprecijaciji, a ne aprecijaciji. Na primjer, u krizi 1998/99 nominalni je tečaj za euro u prvoj godini oslabio 5% a u drugoj 4,2%.



I danas bi bilo logičnije očekivati deprecijacijske nego aprecijacijske pritiske. Međutim, u ovom smo radu pokazali da je HNB prisiljen reagirati izrazitom restrikcijom na povremene deprecijacijske pritiske (koji ne traju duže od po nekoliko dana). To izaziva skokove kamatnih stopa tržišta novca. Problem je u tome što je dubina i složenost deviznoga tržišta povećana tijekom proteklih 10 godina pa su promjene na tom tržištu puno burnije nego nekada. U takvim je uvjetima opravdan strah od gubitka kontrole nad tečajem. Gubitak kontrole nad promjenama tečaja mogao bi dovesti do valutne krize sa svim neželjenim posljedicama. Problem je i taj što zbog povećane složenosti gospodarstva neželjene posljedice nije moguće predviđati. Svaki eksperiment mogao bi se okarakterizirati makroekonomskim avanturizmom. Strah od gubitka kontrole nad procesima dok fiskalna politika ne preuzme odgovornost za makroekonomsku prilagodbu - posve je opravdan. Utoliko sadašnja očito nelogična razina nominalnog tečaja i visina kamatnih stopa na tržištu novca sadrži premiju na strah koja se može smanjiti boljom kombinacijom fiskalne i monetarne politike.