

STABILNO MONETARNO OKRUŽENJE – KONTINUITET I NOVI IZAZOVI

Radna verzija teksta u rubrici 'Aktualne teme', *Računovodstvo i financije*, br. 10, 2014., str. 9-11

Sažetak

Unatoč dugogodišnjoj recesiji, monetarni i financijski uvjeti u Hrvatskoj su relativno stabilni. Tome pridonosi visoka likvidnost i kapitaliziranost bankovnog sustava, politika stabilnog deviznog tečaja te visoke međunarodne pričuve i obvezne pričuve banaka. Zbog potrebe očuvanja stabilnosti deviznog tečaja, središnja banka je orijentirana kumuliranju visokih međunarodnih pričuva, ali tek manji dio njih ima izvorno porijeklo od izvoza. Uz nastavak rasta javnog duga i vanjskog duga sustav kratkoročno održava financijsku stabilnost, ali se dugoročno izlože kumuliranju novih rizika koji se javljaju kao rezultat neravnoteže između visokog stupnja financijske integracije uz nedovoljnu realnu integraciju.

1. Uvod

Hrvatska već šestu godinu bilježi recesiju, a od kraja prošle godine i deflaciju. Monetarna politika ima određeno kontradiktorno djelovanje, no njen je manevarski prostor sužen potrebom održavanja stabilnosti deviznog tečaja kao sidra monetarne i financijske stabilnosti. Radi se o slučaju zamke nemogućeg četverokuta, jer uz liberalizirane međunarodne tokove kapitala te fiksni tečaj, zemlja ne može koristiti aktivnu monetarnu, a pitanje je uz koju cijenu održava financijsku stabilnost.

Iako službeno nije usvojen model interne devalvacije, u dijelu gospodarstva on se događa kroz pad prodajnih cijena, plaća i zaposlenosti te pad vrijednosti nekretnina i domaćih resursa. Problemi se prelijevaju iz jednih sektora u druge i imaju sistemska obilježja, ali uz okruženje visoke likvidnosti i kapitaliziranosti bankovnog sustava, niskih kamatnjaka na novčanom tržištu te novog i inozemnog zaduživanja države, financijski sustav je i dalje relativno stabilan.

2. Kvazi valutni odbor

U malim zemljama ovisnim o stabilnosti deviznog tečaja, središnje banke imaju ograničenu ulogu „davatelja posljednjeg utočišta“ a zbog „straha od fluktuiranja“ tečaja rijetko pribjegavaju ekspanzivnom djelovanju¹ Krediti iz primarne emisije su nedostupni i skupi što potvrđuje prekonoćna lombardna stopa HNB-a 5% godišnje, dok je od početka krize 2008. do 2011. ona održavana na razini 9%.² Središnja banka ne može značajnije koristiti monetarne kanale poticanja gospodarskog rasta pa čak ni onda kada to naizgled čini, npr. u slučaju smanjenja stope obvezne rezerve koja je od 2008. do danas snižena s 19% na 12%. Iako je oslobađanjem dijela obveznih pričuva znatno povećana likvidnost bankovnog sustava, uz oslabljenju kreditnu aktivnost banka i povećanu sklonost štednji svih sektora, tek je dio novokreirane likvidnosti završio u realnom gospodarstvu, dok je razduživanjem banaka i ostalih sektora dio vraćen inozemstvu.

¹ Obstfeld, M.; Shambaugh, J. C.; Taylor, A. M. (2010): “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, April, pp. 57-94.

² HNB (2014): Statistički pregled, *Bilten*, br. 205, Hrvatska narodna banka, srpanj.

Monetarni sustav Hrvatske funkcionira po zakonitostima kvazi valutnog odbora. Emisija domaće valute (gotovine, depozitnog novca te štednih i oročenih kunskih depozita) sto posto je pokrivena međunarodnim pričuvama, dok u slučaju novčane mase M1 pokrivenost iznosi 162%. U aktivni bilance HNB-a gotovo ne postoje druge stavke osim međunarodnih pričuva, a u pasivi su im glavna protuteža visoke obvezne rezerve banaka. Njihovo dugogodišnje kumuliranje omogućilo je stvaranje „rezervi za crne dane“, što potvrđuje ispravnost vođenja kontaktilične monetarne i makroprudencijalne politike u predkriznom razdoblju. Postupnim smanjenjem obvezne rezerve danas se supstituiraju „nemogući“ krediti iz primarne emisije pa monetarna politika barem dijelom ima proturecesijski karakter. Međutim, uz korištenje strategije sidra deviznog tečaja, središnja banka i dalje ima malu mogućnost utjecaja na domaće kamatnjake, osim na nerizične kratkoročne pozajmice na međubankovnom/novčanom tržištu.

3. Kamatnjaci na domaćem tržištu i mogući učinci oporezivanja kamata

Domaći kamatnjaci na kredite banaka trenutno odražavaju niži trošak pribave depozita i općenito niži trošak financiranja na domaćem i inozemnom tržištu, što uključuje i nižu premiju rizika u odnosu na godine eskalacije krize u prezaduženim europskim državama. Dodatni faktor pada nominalnih kamatnjaka predstavlja aktualna negativna stopa inflacije -0,3% mjereno godišnjom stopom promjene indeksa potrošačkih cijena, ali uz koju su realni kamatnjaci praktično veći od nominalnih. Ugrađivanje EURIBOR-a u cijenu domaćih kredita javlja se kao dodatni faktor rizičnosti za sudionike kreditnog tržišta. Kamatnjaci uvjetovani kretanjem EURIBOR-a izloženi su učincima promjene stanja likvidnosti u europodručju (promjenama u karakteru politike ECB-a), ali i zbivanjima u širem globalnom okruženju koje već godinama nije povoljno za europski kontinent. U scenariju pada likvidnosti na tržištu eurozone, učinci „kamatno induciranih kreditnih rizika“ mogu biti slični iako manji u odnosu na one koje je polučio valutno inducirani kreditni rizik kod kredita s valutnom klauzulom u CHF.³

Aktivni kamatnjaci uvjetovani kretanjem Nacionalne referentne stope (NRS) izloženi su šokovima vezanim uz domaći sustav štednje odnosno visinu prosječnih domaćih kamatnjaka na oročene depozite. Iako su oni danas na niskoj i stabilnoj razini, u ne tako davnoj prošlosti bili su izloženi većoj volatilnosti koja se javila kao rezultat šokova u financijskom sustavu, uključujući: kratkotrajne učinke povlačenja depozita u listopadu 2008.; manevar obrane kune od deprecijacije kroz stvaranje kunske nelikvidnosti uz neželjeni rast kamatnjaka na kunske depozite u veljači 2009.; a tom popisu mogu se pribrojiti i svojedobni učinci otvaranja stečaja nad jednom malom bankom uz utjecaj na cijenu i raspoloživost izvora financiranja nekoliko drugih banaka.

Prema većini pokazatelja domaći bankovni sustav je stabilan i visoko likvidan, no situacija se može značajno razlikovati od jedne do druge institucije (između malih i velikih banaka). U tom kontekstu treba promatrati i moguće neželjene posljedice najavljenog oporezivanja kamata na štednju. Za velik broj građana s relativno nižom štednjom, oporezivanje kamata neće imati bitne učinke jer oni zbog preferencije likvidnosti i sigurnosti nisu skloni supstituirati oročene depozite s drugim oblicima imovine. To bi trebalo osigurati stabilnost štednje u ukupnom bankovnom sustavu, no na mikro razini su mogući poremećaji kod institucija koje visokim kamatama moraju animirati štediše. Na nestabilnost manjeg dijela štednje kod svih institucija može utjecati ponašanje klijenata u izbjegavanju većeg poreznog nadzora, manja motiviranost nerezidenata za štednjom u Hrvatskoj, kao i interes dijela štediša za smanjenjem poreznog tereta kroz diverzifikaciju imovine na domaćem i inozemnim tržištima. Uz mogućnost da velika štednja malobrojnih osoba predstavlja značajan dio pasive pojedinih kreditnih institucija te činjenicu da su velike štediše uobičajeno u privilegiranoj

3 Yeşin, P. (2013), „Foreign Currency Loans and Systemic Risk in Europe“, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 2013, 95(3), pp. 219-35.

poziciji tražiti natprosječno veće kamate (u ovom slučaju kojima će nadoknaditi porezni teret), manji broj institucija morat će povećati vlastite kamatne rashode a što može neželjeno djelovati na rast kamatnjaka na kredite, zbog čega se u konačnici dio poreznog tereta može prevaliti na dužnike. Sve navedeno označava suprotnost namjeravanim učincima redistribucije dohotka od bogatih prema siromašnima kakvi se ostvaruju u „normalnim uvjetima“ kada ne postoji oskudica izvora financiranja.

S obzirom da u praksi članica EU postoje različiti sustavi oporezivanja dohotka od kamata⁴ (zasebno i u sklopu ukupnog dohotka poreznog obveznika⁵), u svim najavama poreza premalo pažnje se posvećuje temi da li će se plaćeni porez smatrati konačnim porezom koji se ne uključuje u godišnju poreznu prijavu - kako kod osoba koje su obvezni podnijeti godišnju poreznu prijavu osnovica ne bi bila zahvaćena progresivnim oporezivanjem. Također je važno i pitanje da li će se pored najavljene stope 12% dodatno obračunavati i prirez (što bi značilo različiti porezni tretman od jedne do druge lokalne zajednice). Uvođenje novog poreznog oblika otvara temu na koje će se sve prihodi od kamata porez odnositi u budućnosti te hoće li kasniji širenjem baze njime biti obuhvaćeni i prihodi od direktnog ili indirektnog ulaganja u druge kamatonosne financijske instrumente, npr. one uz koje se većim dijelom veže imovina nebankovnih financijskih institucija poput investicijskih i mirovinskih fondova.

Pozitivnu stranu oporezivanja kamata predstavljaju eventualni učinci na motiviranje potrošnje i investicija umjesto držanja zaliha neaktivne štednje ili, što je također moguće, buduće korištenje poreznih prihoda za subvencioniranje kamata na kredite kako bi se potaknula nova potražnja na tržištu nekretnina. Kroz povijest navedeno je predstavljalo jedne od razloga zbog kojih je u razvijenim zemljama takav porez i uveden. S druge strane, u uvjetima visokog razmjera financijske integracije i liberaliziranih financijskih tokova, uvođenje poreza na kamate u Hrvatskoj više predstavlja proces harmonizacije uvjeta štednje u članicama Europske unije kako bi se spriječio odljev štednje iz stabilnih sustava s niskim kamatnjacima u zemlje koje nude povoljnije kamatne uvjete, a privlačenjem stranog kapitala povećavaju svoje međunarodne pričuve i/ili održavaju stabilnost deviznog tečaja.

4. Međunarodne pričuve

S obzirom da ekspanzivnija monetarna politika može djelovati na slabljenje domaće valute, dok time dugovi denominirani u stranim valutama povećavaju valutnu izloženost zemlje, uz nastavak prakse očuvanja stabilnosti tečaja središnja banka je pod kontinuiranim pritiskom nužnosti gomilanja međunarodnih pričuva, neovisno o originalnim izvorima njihova porijekla - od deviznih prihoda domaćih sektora do (većim dijelom) inozemnog zaduživanja banaka i poduzeća, a u novijoj povijesti sve češće inozemnog zaduživanja države. Visok inozemni dug te poglavito inozemni dug države predstavljaju razlog nastavljanja iste tečajne politike, dok je s druge strane rast inozemnog zaduživanja nužan za očuvanje stabilnosti deviznog tečaja. Formalno stabilan financijski sustav tako je iz godine u godinu izložen kumuliranju dodatnih rizika koji dovode u pitanje održivost vanjskog i javnog duga, a ne pridonose ekspanziji realnog sektora bez koje je buduća stabilnost upitna.

Hrvatska raspolaže s 13 milijardi eura međunarodnih pričuva koje pokrivaju 8 mjeseci uvoza (što je viši omjer nego u praksi razvijenih zemalja), ali koje zasigurno nisu previsoke uzme li se u obzir kratkoročne inozemne obveze svih sektora, izostanak novih stranih direktnih ulaganja te visok

⁴ Harding, M.(2013): "Taxation of Dividend, Interest, and Capital Gain", OECD Taxation Working Papers, No.19

⁵ Švaljek, S. (2005): Oporezivanje dohotka od kapitala: Europska unija i zemlje u tranziciji, Privredna kretanja i ekonomska politika, br. 104, str. 29-51

stupanj ovisnosti o uvozu. Politici usmjerenoj na očuvanje stabilnosti deviznog tečaja odgovaraju viši domaći kamatnjaci, jer dužnici s odgovarajućim kreditnim rejtingom mogu pribaviti sredstva na svjetskom financijskom tržištu, dok je štednja u Hrvatskoj (barem do uvođenja poreza na kamate) atraktivnija nego u zemljama „nultih-kamatnjaka“. Međutim, sve navedeno ne pridonosi rješavanju problema poduzetnika s nižim financijskim kapacitetom koji su isključeni s kreditnog tržišta zbog čega u „oskudici dobrih projekata“ otpadaju i oni koji su potencijalno dobri ali ne mogu podnijeti visoke troškove financiranja. Za njih jedino rješenje ostaje stimuliranje i prihvaćanje vlasničkih ulaganja, a tim više što je poslovni sektor već danas uglavnom prezadužen pa se financiranje kapitalom ili kombinirana projektna financiranja s podjelom rizika između kreditora i vlasnika kapitala nameću kao prilika za nova ulaganja.

5. Tokovi kapitala

Domaći financijski sustav je pred izazovom postupne promjene ka praksi bližoj modelu anglosaksonskog (tržišno orijentiranog) tipa u kojem manji značaj imaju banke, depoziti, krediti i drugi dužnički instrumenti financiranja, dok veći značaj imaju investicijski i mirovinski fondovi, tržište dionica te razvoj alternativnih modela poduzetničkog financiranja kroz domeće i strane fondove rizičnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja.⁶ Sve zajedno predstavlja segment financija koji je u postojećem bankocentričnom sustavu uglavnom marginaliziran, a takav će ostati sve dok imatelji štednje radije preferiraju osigurane i valutno zaštićene bankovne depozite. Međutim, tržišno orijentiran model financijskog sustava može se razviti jedino pod pretpostavkom postojanja prilika za prosperitetne poduzetničke djelatnost uz mogućnost šireg plasmana robe na domaća i strana tržišta, dok malo domaće tržište i fiksni tečaj s tendencijom realne aprecijacije kune tome sigurno ne pridonose.

Hrvatska je privukla relativno mali obujam stranih izravnih ulaganja u komparaciji s drugim europskim tranzicijskim gospodarstvima, dok je FDI u Hrvatskoj bio poglavito usmjeren prema sektoru financija (bankama), trgovini, poslovanju s nekretninama, telekomunikacijskim djelatnostima itd., što ne podrazumijeva izvozno orijentirane sektore. Naime, iako svi oblici inozemnog ulaganja preferiraju niže volatilni devizni tečaj, FDI povezan uz proizvodna i izvozno orijentirana ulaganja ipak traži sustave s nešto više fleksibilnim tečajnim režimom koji tolerira realnu deprecijaciju - što osim prilagodbe nominalnog tečaja uključuje i niže troškove rada, nižu cijenu inputa, manju poreznu presiju te općenito niže troškove poslovanja. Problem „neuobičajeno duge recesije“ u Hrvatskoj stoga je u velikoj mjeri vezan uz nespremnost za promjene koje je trebalo učiniti u prvim godinama krize:

- 1) dijelom kroz ekspanzivniju monetarnu politiku i toleriran stupanj deprecijacije domaće valute - uz podršku stand-by aranžmana s MMF-a kao dostupnog izvora devizne likvidnosti umjesto politike kumuliranja međunarodnih pričuva kroz aktivno inozemno zaduživanje s efektom precenjivanja domaće valute;
- 2) te dijelom kroz smanjenje obujma javnog sektora, restrukturiranja te pad bruto troškova rada, uključujući niža fiskalna davanja i niže neto plaće u manje produktivnim sektorima.

Propuštanjem takvih prilika (zbog prilagođavanja otporu javnosti, zahtjevima sindikata, kao i valutno izloženih dužnika) Hrvatska se nalazi u niže konkurentnoj poziciji u odnosu na ostala europska tranzicijska gospodarstva koja su pravovremeno prihvatila promjene i danas bilježe pozitivne stope rasta.

6. Umjesto zaključka: Nemogući četverokut – ograničenje ili izazov za monetarnu politiku

⁶ Wehinger, G. (2012): „Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing, OECD, Jurnal: Financial Market Trends, Vol 1

Dok dio javnosti kritizira središnju banku zbog previsokih međunarodnih pričuva i predlaže njihovo korištenje za otplatu dijela javnog duga (što je protivno njihovoj svrsi kao instrumenta očuvanja vanjske likvidnosti zemlje), prema mišljenju MMF-a Hrvatska treba dodatno povećati međunarodne pričuve. To se nameće kao logičan zahtjev od strane institucije koja je sudjelovala u rješavanju financijskih kriza od Latinske Amerike preko „europske periferije“ do Azije, a koje su uglavnom bile vezane uz zemlje s fiksnim deviznim tečajem, visokim stupnjem euroizacije (dolarizacije) obveza i potraživanja te visokim vanjskim dugom popraćenim deficitom u vanjskotrgovinskoj razmjeni i državnim financijama. S druge strane, držanje velikih međunarodnih pričuva donosi nizak prihod s obzirom da su one uložene u obveznice i druge nerizične instrumente emitirane od strane stabilnih država (ujedno emitentata stabilnih valuta), dok istodobno domaći sektori snose daleko veće kamatne rashode za inozemno (kao i domaće) financiranje. Faktor razlike je premija rizika, koja iako je pravedna tržišna mjera s aspekta vjerovnika, dužnicima ne pruža priliku za brži ekonomski rast, već ih prisiljava na rasprodaju imovine kako bi se dugovi mogli servisirati. Drugi paradoks je činjenica da se uz visoke i rastuće međunarodne pričuve (te stabilan devizni tečaj sklon realnoj aprecijaciji) država lakše i jeftinije dugoročno zadužuje u inozemstvu, što pridonosi daljnjem rastu javnog duga i ne uvjetuje nužno potrebnu stabilizaciju državnih financija i smanjenje javnih rashoda.

Zemlja nema zdrave temelje pribavljanja deviza - kroz izvoz roba i usluga, dok je zbog uvozne zavisnosti kontinuirano prisutan paralelni odljev deviza koji se nadoknađuje inozemnim zaduživanjem. S obzirom na visoku razinu potraživanja i dugova denominiranih u stranoj valuti, eventualni izlazak iz tečajne zamke „straha od fluktuiranja“ moglo bi predstavljati ispunjavanje uvjeta za uvođenje eura kao domaćeg novca. Taj scenarij redovnim putem (uz suglasnost ECB-a) dugoročno odgađaju nesređene javne financije te nespremnost eurozone za proširenje nestabilnim ekonomskim sustavima. Međutim, čak niti u tom scenariju dugoročna stabilnost nije osigurana, jer fiksiranjem tečaja i uvođenjem eura ekonomija s niskom produktivnošću i visokim jediničnim troškovima rada postaje izložena većem stupnju realne aprecijacije koja dugoročno narušava konkurentnost, dok se problem rasta i tereta visokog vanjskog duga samo prividno smanjuje nestankom valutnog rizika - o čemu govore i krizna iskustva perifernih zemalja europodručja.

Monetarni sustav Hrvatske izložen je problemu takozvanog nemogućeg četverokuta u kojem je nemoguće istodobno postići: 1) fiksni (stabilni) devizni tečaj; 2) financijsku integraciju uz potpunu slobodu međunarodnih tokova novca i kapitala, 3) samostalnu aktivnu monetarnu politiku (usmjerenu na rast i kontraktilno djelovanje u godinama recesije) i 4) održati financijsku stabilnost.⁷ Zemlja može izabrati dvije „ponuđene“ strane četverokuta, dok joj istodobno preostale dvije nisu dostupne. Alternativno, u nešto manje krutom okviru kakav postoji i u Hrvatskoj, uz fiksni/ stabilan tečaj monetarna politika nastoji optimizirati preostala tri izbora/varijable ovisno o žarištima aktualne nestabilnosti, ali uz toleranciju prema dijelu nepoželjnih zbivanja u domaćem realnom sektoru. Hrvatska plaća visoku cijenu liberalizacije međunarodnih tokova roba, novca i kapitala te korištenja tečaja kao sidra za očuvanje monetarne i financijske stabilnosti, a cijena može biti niža samo uz realnu integraciju te stvaranje stimulativnih monetarnih, troškovnih, poreznih i socijalnih uvjeta za veća izvozno-orijentirana ulaganja kako bi neravnotežu koju je izazvala financijska integracija ispravila realna integracija.

Literatura

7 Aizenma, J. (2013): „The impossible trinity — from the policy trilemma to the policy quadrilemma”, *Global Journal of Economics*, Vol. 2, Issue 1, March

Aizenman, J. (2013): „The impossible trinity — from the policy trilemma to the policy quadrilemma”, Global Journal of Economics, Vol. 2, Issue 1, March

Harding, M.(2013): “Taxation of Dividend, Interest, and Capital Gain”, OECD Taxation Working Papers, No.19

HNB (2014): Statistički pregled, Bilten, br. 205, Hrvatska narodna banka, srpanj.

Obstfeld, M.; Shambaugh, J. C.; Taylor, A. M. (2010): “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 2, No. 2, April, pp. 57-94.

Švaljek, S. (2005): Oporezivanje dohotka od kapitala: Europska unija i zemlje u tranziciji, Privredna kretanja i ekonomska politika, br. 104, str. 29-51

Yeşin, P. (2013), „Foreign Currency Loans and Systemic Risk in Europe“, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 2013, 95(3), pp. 219-35.

Wehinger, G. (2012): „Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing, OECD,Jurnal: Financial Market Trends, Vol 1