

## POSEBNI PRILOG

---

*Željko Rohatinski\**

### **UVODNO IZLAGANJE NA KONFERENCIJI ZA NOVINARE 13. 11. 2007.\*\***

Danas smo se sastali na našem već tradicionalnom okupljanju potkraj godine da bismo vam prikazali svoje stavove o aktualnim ekonomskim kretanjima i naše ocjene budućega razdoblja, a i da damo naznake kako i kojim će mjerama središnja banka utjecati na te tokove. Više ničega ni posebno novoga u odnosu na standardni način svih naših prijašnjih okupljanja sada nema, osim samog tajminga, koji je izabran zbog toga što smo svi svjesni postojanja nekih novih elemenata koji utječu na ekonomske tokove i o kojima je potrebno razgovarati bez odlaganja.

U uvodu bih podsjetio na neke od tih novih elemenata. Prva su skupina, naravno, globalna kretanja i njihov mogući utjecaj na situaciju u Hrvatskoj. Dva su elementa presudna. Prvi je rast cijene nafte, ali i nekih drugih sirovina na svjetskom tržištu, što je izravno i bez vremenskoga pomaka utjecalo, kako na tekuće transakcije platne bilance, tako i na uvoznú inflaciju. Drugi je, još uvijek potencijalni, element rasprostiranje efekata krize na tržištu hipotekarnih kredita, s odrazom na gubitke u bankama i u fondovima na pad burzovnih indeksa i u Americi i u Europi i na moguće usporavanje gospodarskoga rasta na tim velikim tržištima. A to za zemlje kao što je Hrvatska može imati posljedice u obliku smanjenja priljeva u okviru kapitalnog računa platne bilance i usporavanja potražnje za njihovim izvoznim proizvodima. Ako bi se oba ta elementa efektuirala, a ja se nadam da neće, naravno da bi mogli nastupiti i problemi u vanjskoj likvidnosti, pa čak i bitno usporavanja rasta kredita, s odrazom na znatno usporavanje ukupne ekonomske aktivnosti. To su upozorenja koja su sadržana i u onom često citiranom materijalu MMF-a i tu nema ničega posebno novoga.

---

\* Ž. Rohatinski, dr. sc., guverner Hrvatske narodne banke.

\*\* Uvodno izlaganje guvernera dr. Željka Rohatinskog, konferencija za novinare 13. 11. 2007. u Hrvatskoj narodnoj banci.

Druga je skupina elemenata vezana uz neke domaće tokove. Spomenuo bih tri. Prvi je visoki rast cijena hrane, koji bitno određuje i ubrzanje ukupne inflacije. Svjesni smo da bi, ako bi se ta ubrzana inflacija ugradila u faktorske dohotke, to moglo pokrenuti spiralu inflacije kakva već dugo nije postojala u Hrvatskoj. Drugi je element povećana volatilnost kamatnih stopa na novčanom tržištu, koja je prvobitno bila određena monetarnim tokovima u okviru prodaje dionica THT, a nakon toga i privremenim izostankom obrnutih repo-aukcija središnje banke. Treći je element veoma visoka stabilnost nominalnog tečaja koji se zapravo nalazi u procjepu između povremenoga antiaprecijacijskog djelovanja središnje banke i antideprecijacijskih učinaka mjere o obveznom upisu blagajničkih zapisa za rast plasmana brži od dopuštenoga. U svakom slučaju, takva stabilnost tečaja, koja naravno ima i svojih dobrih strana, stvara situaciju u kojoj se rast troškova i po osnovi energenata i po osnovi kamatnih stopa može neutralizirati isključivo prilagodbom u realnoj sferi.

Dodatni su element, dakako, izbori. Ne samo sa stajališta neizvjesnosti koju oni nose, nego i zbog pojedinih pokušaja lova u mutnom, korištenjem osjetljivosti predizborne situacije, pri čemu mislim na ponašanje nekih banaka.

Osim tih materijalnih i financijskih elemenata, postoje i neka druga pitanja koja traže određeno razjašnjenje. Vezana su uz jasno definiranje operativnih ciljeva i instrumenata kojima se središnja banka koristi u ostvarivanju tih ciljeva. Upiti dolaze od mnogih institucija i u zemlji i u inozemstvu. Vezani su posebno uz usklađivanje naših propisa sa standardima Europske Unije i uz pripreme za uvrštenje Basela II, a znamo da bi, i zbog jednoga i zbog drugoga, neke naše postojeće propise na određeni način valjalo relaksirati. Drugo je pitanje odnosa između prudencijalnih i monetarnih mjera, odnosno je li dopustivo i racionalno koristiti se prudencijalnim mjerama za ostvarivanje nekih čisto monetarnih ciljeva i znači li to na neki način negiranje osnovne funkcije supervizije. Treće je pitanje karaktera operacija na otvorenome tržištu i utjecaja njihove volatilnosti na upravljanje likvidnošću što obavljaju poslovne banke.

Htio bih se osvrnuti i na ta pitanja. Što se tiče aktualnoga operativnoga cilja vjerujem da se on neće mijenjati sve do našega ulaska u Europsku Uniju. On je: ograničivati vanjske i unutarnje neravnoteže u dijelu u kojem se višak potražnje financira kreditnom multiplikacijom inozemnih izvora, neovisno o tome je li riječ o financijskom zaduživanju, o depozitima, o dokapitalizaciji banaka, o hibridnim instrumentima ili o bilo kojem drugom načinu ulaska inozemnog kapitala u zemlju. Zašto? Zato što, iako je taj priljev u posljednje dvije godine usporen, još uvijek je dovoljno intenzivan da stvara rast deficita platne bilance, duga, troškova njegovoga servisiranja, da smanjuje raspoloživi dohodak i sve više potiče inflaciju u sektorima gdje ne postoji inozemna ponuda, odnosno rast cijena dobara i usluga utrživih isključivo na domaćem tržištu nekretnina, pa i vrijednosnica, a počeo je djelovati i na opću stopu inflacije.

Teza da je deficit platne bilance samo funkcija stope privrednoga rasta potpuno zanemaruje utjecaj ponude na veličinu i strukturu potražnje. Za nas je ta teza neprihvatljiva. Uz takve je deficite visok ekonomski rast na dugi rok neodrživ, a svi globalni tokovi zapravo samo još više ukazuju i na njegovu visoku rizičnost.

Što se tiče instrumenata za ostvarivanje navedenoga operativnoga cilja, HNB će se koristiti svim raspoloživim instrumentima, što znači instrumentima kapitalne kontrole, kreditne kontrole, prudencijalnih mjera i operacija na otvorenom tržištu, jer samo njihovo integralno djelovanje može biti dovoljno učinkovito. Pritom se prudencijalne mjere ne mogu promatrati statički i izolirano od rasta monetarnih agregata. Naprotiv, brzi je rast monetarnih agregata sam po sebi rizik koji se u pravilu efektuira tek u budućnosti. Upravo američka kriza hipotekarnih kredita to i potvrđuje. Statički su svi oni bili niskorizični, dobro osigurani, a dinamički se pokazalo da to nije tako.

Što se tiče operacija na otvorenome tržištu i kritika da njihova volatilnost bitno negativno utječe na poslovanje banaka, rekao bih da su te operacije instrument finog podešavanja likvidnosti i smanjenja kratkoročne volatilnosti kamatnih stopa. Njihova korisnost posebno dolazi do izražaja u trenucima šokova ponude ili potražnje. Prodaja dionica THT bila je upravo jedan takav šok, a HNB je, kao što znate, na taj šok primjereno reagirala. No, operacije na otvorenome tržištu nisu i ne mogu biti trajni izvor likvidnosti banaka u funkciji održavanja njihove kreditne ekspanzije, a pogotovo ne prikriveni oblik kreditiranja države i subvencioniranja kamata od strane središnje banke, a neki bankari su to upravo tako shvatili.

Što se tiče Europske Unije nije sporno da u trenutku ulaska naše zakonodavstvo, instrumenti i mjere moraju biti potpuno usklađeni sa zakonodavstvom, s mjerama i s instrumentima Europske Unije. No, ne može biti à priori konvergencije u instrumentima, ako su tokovi divergentni, a rizici bitno različiti. Ne dolazi u obzir da à priori relaksiramo bilo koji instrument samo zato što je on u Europskoj Uniji manje restriktivan nego što je u Hrvatskoj. Naravno da postoji problem izlazne strategije koji ima svoju posebnu težinu u oslobađanju sada imobiliziranih sredstava i u visokoj stopi obvezne pričuve, a i u 32-postotnim minimalnim deviznim potraživanjima, ali od te je izlazne strategije važnije pitanje ulazne strategije u smislu - u kakvom će stanju ova zemlja ući u Europsku Uniju. Ne bi bilo dobro da se ponovi slučaj nekih novih članica, koje o tome nisu vodile dovoljno računa, pa sada imaju probleme koji su ujedno i problemi same Europske Unije.

Sve je ovo što radimo i što ćemo raditi, naravno, vezano i uz određene rizike. Spomenuo bih tri takva rizika. Prvi je čisto hipotetski, ali se u posljednje vrijeme o njemu češće govori. Zbog navodne politike disintermedijacije, koju po nekim provodi HNB, teoretski je moguće pretvaranje podružnica u filijale stranih banaka, čime bi one praktički izašle iz kontrole HNB. Ta prijetnja nije nova, niti je izrečena isključivo u Hrvatskoj, ali dosad nije bilo ni jednoga slučaja da je i ostvarena. Postoji niz razloga zašto se to stranim bankama ne isplati i ja vjerujem da se to neće dogoditi ni u Hrvatskoj.

Drugi je rizik efektuiranje svih ovih globalnih poremećaja u smislu radikalnog smanjenja priljeva inozemnog kapitala. Taj se rizik ne može isključiti, ali ni u tom slučaju HNB ne bi bitno mijenjala ni operativne ciljeve ni instrumente svoje politike. U takvim bi se uvjetima održiva kreditna aktivnost i plaćanja prema inozemstvu kratkoročno podržavala oslobađanjem dijela imobiliziranih sredstava po osnovu obvezne pričuve i po osnovu minimalnih deviznih potraživanja, uz dalju obranu stabilnosti tečaja. To je u biti opcija koju smo prije dvije, tri godine nudili samim poslovnim bankama, i bez ikakvih vanjskih šokova.

Treći je rizik dimenzioniranje naših mjera. Činjenica je da je - uz podržavanje gospodarskoga rasta, ali i produbljevanje neravnoteža - intenzivan priljev inozemnog kapitala dosad izravno i snažno utjecao i na stabilnost tečaja i na stabilnost kamatnih stopa i na stabilnost domaćih cijena. Zato bi svaka prevelika restriktivnost u politici mogla aktivirati upravo rizike koji su vezani uz to područje. To je razlog zbog kojeg HNB jasno i racionalno mora dimenzionirati intenzitet svojih mjera, pa čak i po cijenu da one budu manje učinkovite nego što bi objektivno mogle biti.

Što se tiče sadašnjega trenutka i vođenja monetarne politike u idućoj godini, ukazao bih na neke najnovije pokazatelje i naše procjene kretanja do kraja ove godine. Iako su zbog poznatih razloga i u rujnu i u listopadu krediti stanovništvu i poduzećima agregatno rasli po stopi od 1% mjesečno, očita je tendencija njihovoga usporavanja. Do kraja lipnja prosječna mjesečna stopa njihova rasta iznosila je 1,4%, a od srpnja, kada je mjera o obveznom upisu blagajničkih zapisa stupila na snagu u integralnom obliku, ta je stopa usporena na 0,6%. Ukupno su ti plasmani u prvih deset mjeseci povećani za 11,4%, što je za trećinu sporije nego u 2006. Ocjenjujemo da će njihov godišnji rast na kraju godine biti smanjen sa 22,9% u 2006. na oko 13,5% u 2007. Usporedno s time usporava se i rast osnovnih monetarnih agregata: novčane mase sa 25% na 14,5%, ukupnih likvidnih sredstava sa 18% na 14%.

U strukturi kredita dogodilo se upravo ono što je i očekivano - više je usporeno kreditiranje poduzeća nego stanovništva. Poduzeća, i to je bilo očekivano, supstituiraju dio sporijega rasta domaćih kredita izravnim inozemnim zaduživanjem. Za prvih deset mjeseci njihov dug prema inozemstvu povećan je za 2,7 milijardi eura ili za 29%. To nije ništa novo. Tendencija brzoga izravnoga zaduživanja poduzeća u inozemstvu postoji od godine 2005., u 2006. godišnja stopa iznosila je 30%, a sada iznosi 33%, što nije velika promjena.

No, usporedno s takvim rastom kredita iz inozemstva poduzećima, djelovanje granične obvezne pričuve i s tim povezane dokapitalizacije banaka (koja će u ovoj godini biti veća od milijardu eura), jednako kao i usporavanje ukupnih kredita, ima za posljedicu smanjenje inozemnoga duga banaka u prvih deset mjeseci za 1,6 milijardi eura, ili za otprilike 16%. U kombinaciji bržeg zaduživanja

poduzeća, smanjenja duga banaka i stagnacije inozemnoga zaduživanja države, ukupan je inozemni dug porastao za prvih deset mjeseci za 1,7 milijardi eura i dosegao je na kraju listopada 30,9 milijardi eura, uz godišnju stopu rasta od 10,7%. I u preostala dva mjeseca očekujemo slične tendencije, tako da se očekuje da na kraju godine iznos ukupnog duga bude 32,3 milijarde eura, što bi značilo stagnaciju odnosa duga prema bruto domaćem proizvodu na približno 85,5%.

Iz svega što je prethodno izneseno mogli bismo zaključiti nekoliko stvari. Dosadašnja kombinacija kapitalskih restrikcija i kreditne kontrole usporila je rast i kredita i inozemnoga duga, ali je proizvela i neke strukturne promjene koje valja respektirati kod razmatranja budućih mjera. Prvo, dokapitalizacijom banaka (supstitucija inozemnoga zaduživanja sa svrhom da se izbjegne granična obvezna pričuva), poticanjem domaćih izvora povećanjem pasivnih kamatnih stopa i korištenjem depozita poduzeća zadržan je i dalje snažan kreditni potencijal bankarskoga sektora. On i dalje može udovoljavati potražnji za kreditima uz sličan rast kao i dosad. Drugo, supstitucija domaćega zaduživanja dijela poduzeća inozemnim zaduživanjem sasvim je sigurno povećala rizičnost domaćega tržišta kredita - praktički, vani se idu zadužiti oni koji su najmanje rizični. Treće, naravno da povećana rizičnost i rast pasivnih kamatnih stopa, uz troškove blagajničkih zapisa, čine pritisak na rast aktivnih kamatnih stopa. Time se smanjuje i potencijalna učinkovitost obveznoga upisa blagajničkih zapisa. Kretanja u devetome mjesecu to jasno ilustriraju: kada je skočila potražnja za skupim gotovinskim kreditima, banke su ih odobrile, platile kaznu i još na svemu tome dobro zaradile. Na učinkovitost blagajničkih zapisa u 2008. utjecat će i povrat zapisa koje su banke upisale u 2007. To su elementi koje moramo imati na umu u koncipiranju mjera za iduću godinu.

Uz takva bih monetarna kretanja htio ukratko iznijeti i naše ocjene ukupnih ekonomskih kretanja u godini 2007. Da bi se one mogle bolje shvatiti, najprije bih se osvrnuo na sam pojam restriktivnosti monetarne politike o kojoj svi pričaju i zbog koje nas mnogi i optužuju. Kod toga postoji jedan kratkoročni privid da je usporavanje tekućega rasta i kredita i novčane mase bilo stvarno veoma restriktivno. Postoji niz načina na koje se ta restriktivnost može utvrditi. Najjednostavnije je pogledati prosječan realan godišnji rast ključnih agregata. Imamo deset mjeseci: prosječan godišnji realni rast kredita iznosi 17,6%, novčane mase 17,2%, ukupnih likvidnih sredstava 15,5%. To je približno 2,5 puta brže od realnoga rasta BDP. Drugim riječima, iako je monetarna politika bila navodno restriktivna, u 2007. uopće nije smanjena relativna likvidnost ekonomije; naprotiv, ona je još i povećana. Zato nije bilo nikakvih monetarnih ograničenja za ubrzanje stope gospodarskoga rasta sa 4,8 u 2006. na, mi ocjenjujemo, 5,9% u 2007., uz približno istu dinamiku rasta osobne potrošnje, udio koji u stopi rasta BDP iznosi 3,5 postotnih poena, znači gotovo dvije trećine. Nasuprot tome se, zbog bržega rasta uvoza od izvoza, negativan doprinos neto izvoza stopi rasta BDP povećava sa

-1,1% u 2006. na oko -1,7% u 2007. To ima za posljedicu i povećanje deficita razmjene roba i usluga, a mi ocjenjujemo da će on iznositi oko 3,2 milijarde eura, što je rast od 20%. Kao posljedica toga, povećava se i deficit tekućih transakcija platne bilance sa 7,7% BDP 2006. na oko 8,6% u 2007. godini.

Prema očekivanjima, godišnja će stopa inflacije u listopadu premašiti 4%, a u prosincu bi se mogla približiti godišnjoj stopi rasta od oko 5%. To će se samo manjim dijelom odraziti na prosječnu godišnju stopu inflacije u 2007., iako će ona biti već respektabilnih 2,8%. No, zbog visokog prijenosa cijena iz ove u sljedeću godinu, otprilike 2,5%, to će se bitno odraziti na prosječnu stopu inflacije u 2008. Po prilično konzervativnim projekcijama ona bi mogla iznositi oko 4,5%, što je najviša stopa inflacije od godine 2000.

Sve to ukazuje da su u 2007. ostvareni odgovarajući rezultati i na usporavanju rasta kredita i na usporavanju rasta inozemnoga duga, ali da se dugoročnije formirani odnosi u ekonomiji, koji i rezultiraju deficitima i dugom, ne mogu bitno promijeniti samo u jednoj godini. Zato HNB nema nikakvih dilema o potrebi nastavka dosadašnje politike, vodeći računa i o svim strukturnim promjenama koje je ta politika izazvala u godini 2007.

Na osnovi ovakvih ocjena, bit će Savjetu HNB predloženo da za 2008. usvoji sljedeće osnove monetarne politike i granična obvezna pričuva ostaje na snazi u postojećem obliku; eventualno podizanje stope, koja sada iznosi 55%, ne bi imalo veće učinke, jer i pri ovoj stopi, kao što vidimo, banke smanjuju svoj vanjski dug; što se tiče obveznoga upisa blagajničkih zapisa, dopušteni će kumulativni rast iznositi 1 poen mjesečno na bazu 31.12.2007., uz zadržavanje odvojenoga pristupa za bilančni i vanbilančni dio pozicije banaka. Istodobno, da bi se umanjio učinak podizanja kamatnih stopa i povrata blagajničkih zapisa upisanih u 2007. na učinkovitost ove mjere, povećat će se obvezni upis s postojećih 50% na 75% prekoračenja u rastu plasmana. Istodobno se smanjuje kamatna stopa na OBZ sa 0,75% na 0,25% godišnje. Nema selektivnih stopa.

Treća grupa mjera odnosi se na prudencijalne mjere. Zbog povećanoga rizika na tržištu kredita i da bi se ograničila "isplativost" supstitucije inozemnoga duga dokapitalizacijom banaka kao izvorom sredstava za rast plasmana bržeg od dopuštenoga, a i da bi se ograničilo visoko korištenje sekundarnih izvora likvidnosti za financiranje plasmana, u Odluci o adekvatnosti kapitala propisat će se odnos između maksimalno dopuštene stope rasta plasmana i odgovarajuće razine adekvatnosti kapitala korigirane za udio sekundarnih izvora u strukturi pasive banaka. Osnovna je ideja da brži rast plasmana traži i veću stopu adekvatnosti kapitala od zakonom propisanih minimalnih 10%.

Postoji mogućnost o kojoj razmišljamo, ali koju nije jednostavno realizirati - da se u okviru takvih izmjena u Odluku o adekvatnosti kapitala ugradi selektivni pristup za kreditiranje pouzeca i za kreditiranje stanovništva. Tu postoji niz problema i nije sigurno da ih možemo u stvarnome životu riješiti na zadovoljavajući

način. A bez njihovoga bi rješavanja selektivni pristup samo otvorio prostor za svakakve špekulacije.

Kod toga postoji još i pitanje položaja malih banaka zbog dojma koji se stvara u javnosti da su one na neki način u nepovoljnijem položaju od velikih banaka, jer nemaju inozemne izvore sredstava i svoj potencijal zasnivaju isključivo na lokalnim depozitima, te da njih svaka linearna mjera pogađa teže nego velike banke. U tome ima istine za neke od malih banaka, ali ne za sve. Kada smo ugradili udio sekundarnih izvora kao korektivni faktor (to su svi izvori, osim kapitala i dugoročne štednje stanovništva), ideja je bila da se na taj način pokuša olakšati poslovanje malih banaka. No, pokazalo se da neke od tih banaka praktički posluju kao komisionari. Posuđuju novac na tržištu, uzimaju depozite velikih banaka i taj novac plasiraju svojim komitentima. To nije praksa koju bi na bilo koji način valjalo honorirati.

U Odluci o adekvatnosti kapitala bit će učinjena još jedna izmjena da bi se smanjila motiviranost banaka za odobravanje nekih potencijalno rizičnijih, ali sada profitabilnijih plasmana. Povećat će se ponderi za valutno inducirani kreditni rizik, i to sa 75% na 100% kod kredita dužnicima koji imaju neusklađenu deviznu poziciju, a kod kojih su krediti potpuno pokriveni hipotekom, a sa 125% na 150% kod takvih kredita koji nisu pokriveni hipotekom.

Operacije na otvorenome tržištu provodit će se prema potrebi na način koji HNB smatra primjerenim. To neće biti nikakvo samoposluživanje ili izvor likvidnosti na koji banke mogu permanentno računati. Konačno, kamatna stopa na lombardne kredite HNB povećat će se sa 7,5 na 9% na kojoj je razini donedavno i bila.

Naše prognoze za 2008. predviđaju rast monetarnih agregata približan ovogodišnjemu, negdje između 11% i 13%, kako kod kojeg. Naravno, zbog bitno drugačijega prijenosa njihove razine iz 2007. u 2008., njihovo će prosječno stanje biti usklađeno s očekivanim rastom BDP. Za taj rast ocjenjujemo da bi mogao iznositi oko 5%, u što je uključen rast osobne potrošnje od oko 4%. Izvoz i uvoz mogli bi se kretati po stopama od oko 4,5%, čime bi se i negativan doprinos neto izvoza stopi rasta BDP spustio s -1,7% u 2007. na -0,6% u 2008. Ocjenjujemo da bi se deficit platne bilance mogao lagano smanjiti na 8,2% BDP, a inozemni dug stabilizirati na 85%.

Što iz ovoga zaključiti? Mnogo muke, mnogo pokušaja da se djeluje najbolje što se može, da se situacija dalje ne bi pogoršavala, ali alternative nema, mora se djelovati i kada se pokazuje koliko su ograničene mogućnosti djelovanja isključivo monetarnom politikom.

I da zaključim. Svima su nam poznate želje da se i u 2008., a osobito u narednim godinama, ubrza ekonomski rast, znate i sami koje se stope već spominju. To nije nemoguće. No, taj bi rast morao biti zasnovan na sasvim drugačijim osnovama od onih kakve su bile dosad.

