

Željko Rohatinski

EKONOMSKA KRIZA I MONETARNA POLITIKA

(Pripremljeno za Okrugli stol Razreda za društvene znanosti HAZU "Krizu i okviri ekonomske politike" 7.srpnja 2009. u Zagrebu)

1. Prije godinu dana hrvatsko gospodarstvo raslo je po godišnjoj stopi od 4.3% (približno kao i u prethodnih sedam godina), dok se na raznim skupovima stručnog i političkog karaktera govorilo o potrebi još bržeg rasta. Isticana je potreba za većim investicijama, novim radnim mjestima, većim poticajima, razvoju narodnog dioničarstva, stanogradnji kao lokomotivi rasta, jačanju socijalne države i slično.

Danas gospodarstvo pada po stopi od 6,7% i govori se o tome kako ublažiti efekte prenošenja globalne krize na naše prostore, a zatim se na valu općeg ekonomskog oporavka što prije vratiti na prijašnju uzlaznu putanju.

Oba pristupa su pogrešna. Prije godinu dana još su bile podcijenjene eklatantne opasnosti dotadašnjeg tipa gospodarskog rasta, sada se priželjkuje ponovno uspostavljanje obrasca koji je samo potencirao efekte prenošenja svjetske krize na stanje i tendencije u hrvatskoj ekonomiji.

Kao da nismo dobili lekciju i kao da iz nje ne možemo ništa naučiti.

A to je da ekonomski rast ne može dugoročno biti temeljen na ekspanziji domaće potražnje koja permanentno generira fundamentalne vanjske i unutarnje neravnoteže i time povećava opću zaduženost. Njenim rastom povećavao se, naime, i rizik da potencijalni problemi u priljevu kapitala, porastu njegove cijene ili problemi u monokulturnoj izvoznoj ponudi sruše cijeli obrazac rasta i pretvore ga u njegovu suprotnost. To se upravo i dogodilo.

Otuda, izlazak iz sadašnje situacije načelno se ne može bazirati na dodatnom širenju neravnoteža već na njihovom bitnom smanjivanju, čak i da ne postoje dugoročna ograničenja u njihovom daljnjem financiranju, a pogotovo kad su ta ograničenja kratkoročno vrlo izražena.

Za to je, općenito, potrebno voditi "anticikličnu" ekonomsku politiku sa "zdravom jezgrom" i ugrađenim amortizerima. Kako do sada takvu integralnu politiku nismo imali, došli smo u situaciju da deficite moramo smanjivati u vrijeme recesije, što ju može još više produbiti.

2. Geneza problema dobro je poznata i iz iskustva nekih drugih zemalja gdje su intenzivan priljev inozemnog kapitala i kreditna ekspanzija imali snažan utjecaj na tržišta roba i usluga, te vrijednosnih papira i nekretnina. U prvom slučaju kreditima podržavana potražnja za robama i uslugama iznad kratkoročnih kapaciteta domaće ponude zadovoljavala se povećanom ponudom iz uvoza, što je rezultiralo porastom deficita tekućih transakcija platne bilance ali i zadržalo relativnu stabilnost cijena na tim tržištima. To naravno nije bio slučaj na financijskom tržištu, gdje je ponuda mnogo ograničenija pa je rast potražnje - koja se dodatno financirala i temeljem

individualnih preferencija o pretvaranju dijela domaće štednje u kapital - doveo do bitnog povećanja cijena, što je u konačnici rezultiralo čistim "bubble efektom".

Time se zapravo ušlo u "začarani krug", u kojem je kreditna ekspanzija podržavana optimističkim očekivanjima dovela do povećanja cijena imovine što je ohrabrivalo investitore i povećavalo cijene kolaterala, a sve to zajedno podržavalo još snažniju kreditnu ekspanziju. Tako se istodobno pojavio brzi rast kredita i investicija, te rast cijena vrijednosnih papira i nekretnina, a da je istodobno inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena ostala na relativno niskim razinama. Budući da je taj proces bio povezan i s realnim rastom ekonomije, on je povećavao spremnost za preuzimanje rizika što je davalo dodatni zamah kreditnom ciklusu. Suprotno, kad su promijenjena očekivanja u pogledu rizika i povrata na investicije, a uzroci su bili i unutarnje i vanjske prirode, cijeli proces je krenuo u obrnutom smjeru, cijene su strmoglavo pale s negativnim utjecajem na realni sektor, koji je sada opterećen visokim dugom i niskom investicijskom aktivnošću.

Istodobno, takvi su tokovi kapitala bitno utjecali i na promjene u monetarnim sustavima, te monetarne politike općenito, a u malim, visoko euriziranim zemljama posebno. Osnovu tih politika više nije moglo predstavljati potpuno endogeno kreiranje ponude novca od strane središnje banke, koja onda kroz interakciju s potražnjom ciljano determinira opću razinu cijena, tečaj i kamatne stope. Za razliku od te "neoklasične" slike, monetarna politika u uvjetima liberaliziranih financijskih tokova je prije svega postala "filter" koji kroz odnose relativnih cijena i prinosa utječe na ulazak i izlazak globalnog kapitala iz financijskog sustava zemlje, te prvenstveno na taj način djeluje i kao jedan od moderatora općih ekonomskih performanci.

Pri tome taj kapital ima svoju referentnu inozemnu kamatnu stopu, a njegova konverzija u nacionalnu valutu aprecijacijski utječe na tečaj.

Spoznavajući sve to, HNB je već niz godina isticao visoke rizike kojima je hrvatska ekonomija izložena u globaliziranom financijskom sustavu. Rizike kako izravnog prenošenja mogućih eksternih šokova, tako i unutarnjih šokova izazvanih procesima koje je potaknuo ili koje podržava priljev inozemnog kapitala u uvjetima relativno niske razine raspoloživog dohotka i visoke sklonosti potrošnji u zemlji.

Zato je primarni zadatak politike HNB-a u proteklim godinama bio da dimenzionira ulazak kapitala u bankovni sustav na način da on bude podrška održivom ekonomskom rastu, a ne da posljedicama svoje nekontrolirane ekspanzivnosti postane njegovo ograničenje. Kod toga se moralo imati na umu da sve velike banke u Hrvatskoj zapravo posluju kao financijski konglomerati pa se u njima angažirani strani kapital i alternativni oblici domaće štednje integralno usmjeravaju na tržišta, s ciljem maksimiranja prinosa na razini konglomerata.

Takav pristup monetarnoj politici stavio je težište u odabiru njezinih instrumenata na one koji poskupljuju eksterne izvore sredstava banaka, ograničavaju njihovu kreditnu multiplikaciju, odnosno koji, u krajnjoj konzekvenci, funkcionalno smanjuju visoke stope prinosa na kapital banaka kao osnovni motiv agresivne ponude kredita.

U tu svrhu HNB je prvenstveno koristio i postupno zaoštavao mjere izravnog utjecaja (granična obvezna pričuva na inozemno zaduživanje, obvezan upis blagajničkih zapisa na brži rast plasmana banaka, minimalno potrebna devizna potraživanja, te

zadržavanje visoke stope obvezne pričuve), a onda komplementarno i prudencijalne mjere, kako bi osnažio i smanjio linearnost djelovanja izravnih mjera.

Takva politika, naravno, nije bila dobro primana od strane banaka, a nerijetko i od strane pojedinih političkih struktura. I na samo od njih. Međunarodne financijske institucije su vrlo precizno detektirale rizike koji izvire iz ekspanzivnog ulaska stranog kapitala, ali su u sferi monetarne politike preferirale rješenja prudencijalnog i "tržišnog" karaktera, naglašavajući dugoročnu štetnost "administrativnih" mjera.

Sposobnost HNB da se odupre tim pritiscima, rezultirala je u vrijeme izbijanja svjetske financijske krize s dva pozitivna učinka. Prvo, iako monetarna politika u Hrvatskoj nije nikada bila stvarno restriktivna u smislu da nedostatna ponuda novca ograničava ekonomski rast, njeno djelovanje je ipak znatno usporilo rast kredita i inozemnog duga, pa time i kreditnih obveza sektora poduzeća i stanovništva, u odnosu na onaj koji bi bio bez takve politike. I drugo, korištenje "administrativnih" instrumenata omogućilo je formiranje likvidnih rezervi na razini ukupnog bankovnog sustava, koje su poslužile kao nužan amortizer u trenutku eksternog šoka.

3. Percepcija krize široko je eksandirala u Hrvatskoj tijekom listopada 2008. godine, prvenstveno povezana s padom burze, nakon kojeg se očekivao financijski kolaps širih razmjera.

To se nije dogodilo, jer je monetarni sustav reagirao brzo i efikasno, upravo na načelima anticikličnosti. Presudno je u tom trenutku bilo spriječiti gubitak povjerenja štediša u bankovni sustav i zadržati vjerodostojnost monetarne politike. Bez toga aktivirao bi se, naime, "klasični krug" financijske krize, koji Paul Krugman prikazuje kao međuzavisnost triju elemenata: gubitak povjerenja - deprecijacija tečaja, rast kamatnih stopa, nagli pad potražnje - financijski problemi za poduzeća, banke i stanovništvo, koji pak rezultiraju daljnjim gubitkom povjerenja.

Iako su svi ti elementi bili, a dijelom su još uvijek prisutni, intenzitet njihovog ispoljavanja održan je u okvirima koji nisu inicirali lančanu reakciju.

U funkciji toga, HNB je ukidanjem granične obvezne pričuve (učinak 450 mil. eura) i smanjenjem opće stope obvezne pričuve sa 17% na 14% (učinak 1115 mil. eura) oslobodio bankama 1555 mil. eura imobilizirane likvidnosti. Pored toga, smanjenjem minimalnih deviznih potraživanja sa 28.5% na 20% omogućio je bankama da aktiviraju svoje pričuve u iznosu od 2084 mil. eura. Poduzete su i druge mjere monetarnog i prudencijalnog karaktera, kao što su povećanje dozvoljene otvorenosti devizne pozicije banaka, zaključivanje swap poslova te intervencije na deviznom tržištu (neto 200 milijuna eura), kojima je dodatno povećana mobilnost likvidnosti unutar bankovnog i financijskog sustava.

Istodobno, banke su povećale svoj inozemni dug u četvrtom tromjesečju 2008. godine za 2131 mil. eura (od čega kratkoročni dug za 1898 mil. eura), tako da je krajem prošle i na početku ove godine ukupni neto input likvidnosti od strane HNB-a i inozemnih banaka (450+1115+2131+200) iznosio 3896 mil. eura, što odgovara vrijednosti od oko 8% BDP-a.

Trećina tih sredstava je izravno ili neizravno plasirana državi za podmirivanje domaćih obveza i otplatu inozemnog duga, dok je ostatak usmjeren na održavanje likvidnosti u poslovanju banaka s drugim sektorima.

4. Nakon tog prvog udara, situacija u monetarnoj sferi počinje se postupno konsolidirati, ali sa znatno izmijenjenim strukturnim i dinamičkim obilježjima.

4.1 Kao najveća potencijalna opasnost izravnog prenošenja svjetske financijske krize na Hrvatsku ocijenjen je rizik djelomičnog povlačenja inozemnog kapitala iz zemlje. - smanjenjem bankovnih depozita i ulaganja u fondove, povlačenjem dobiti ili nerefinanciranjem dospjelih inozemnih obveza poduzeća i države.

Do sada se to nije dogodilo, tako da bruto inozemni dug krajem travnja ove godine iznosi 39.8 mlrd. eura, i za 1% je veći nego na kraju 2008. godine. Pri tome su dug poduzeća i izravna ulaganja povećani za oko 750 mil eura, dok je središnja država smanjila svoj dug za 610 mil. eura, uz daljnje refinanciranje svojih obveza zaduživanjem na inozemnom tržištu.

U postojećoj situaciji kad se ne računa na aranžman s MMF-om ili na neki drugi oblik inozemne financijske podrške, to nesumnjivo predstavlja pozitivnu pojavu, ali ujedno i naznaku radikalnog zaustavljanja dosadašnjih tendencija u priljevu inozemnog kapitala kreditnim kanalima. Taj je priljev samo u 2008. godini iznosio 6.4 mlrd. eura, (rast za 19.6%) predstavljajući osnovni izvor financiranja rasta domaće potrošnje i investicija.

4.2. Nakon naglog pada štednje stanovništva u bankama tijekom listopada 2008. za oko 3.5 mlrd. kuna, ona se do kraja prvog tromjesečja 2009. realno vratila na prethodnu razinu i u svibnju je za 8,3% veća nego prije godinu dana. To određuje i godišnji rast ukupne štednje od 6.1%. Međutim:

(a) Rast domaće štednje u bankama je sada upola sporiji od prosječnog u prethodnim godinama (13.5%) i pod utjecajem je supstitucije alternativnih oblika štednje, tako da je agregatna vrijednost domaće financijske imovine značajno smanjena.

(b) Povećana percepcija valutnog rizika rezultirala je povećanjem udjela devizne štednje u strukturi ukupne štednje sa 66.9% u svibnju 2008. na 72.9% u istom mjesecu ove godine. To povećava i opći stupanj euriziranosti hrvatske ekonomije, u kojoj je udio deviznih sredstava u strukturi ukupnih likvidnih sredstava porastao s 50,0% na 56.4%.

(c) Za razliku od štednje stanovništva, štednje sektora poduzeća smanjena je u posljednjih godinu dana za 5,0%, čime je smanjen i njezin udio u strukturi ukupne štednje s 18,7% na 16,7%. To ukazuje na znatno pogoršanje financijskog potencijala tog sektora, što je samo odraz smanjene likvidnosti u sferi tekućeg poslovanja, gdje je količina depozitnog novca smanjena za 16,9%, uzrokujući i smanjenje novčane mase za 11.0%.

4.3. Sve to govori o izraženim ograničenjima u rastu kreditnog potencijala iz domaćih izvora, a povezano sa stagnacijom inozemnog duga i stanjem na burzi i o ograničenjima u formiranju ukupnog financijskog potencijala zemlje.

Rezerve imobilizirane likvidnosti koje u tom smislu još postoje kod HNB-a, već su u posljednjih godinu danaznačajno smanjene (sa 53 na 42 mlrd. kuna), u čemu obvezna pričuva banaka u devizama krajem svibnja iznosi još samo 633 mil. eura (prema 2,4 mlrd. eura koliko je iznosila u isto vrijeme prošle godine). Prema tome, eventualno daljnje smanjivanje stope obvezne pričuve moglo bi hipotetski biti jedino u funkciji domaćih plaćanja, dok bi konverzija tako oslobođenih kuna u devize pretpostavljala znatno smanjenje neto deviznih pričuva središnje banke, s negativnim utjecajem na percepciju domaćih štediša i inozemnih kreditora. Zato bi takav korak imao opravdanje jedino u slučaju "credit cruncha" na inozemnim tržištima i izravne prijetnje eksternoj likvidnosti zemlje.

4.4. Uz snažnu injekciju likvidnosti od strane inozemnih banaka i HNB-a, ukupni plasmani banaka zadržali su godišnju dinamiku rasta od 13,2%, po kojoj su prosječno rasli i tijekom prethodnih pet godine. Ali:

(a) Unutar ukupnih kredita, neto krediti državi porasli su u posljednjih godinu dana za čak 109,6%, čime je njihov udio u strukturi ukupnih kredita banaka povećan sa 6.3% u svibnju prošle na 11.7% u svibnju ove godine.

Istodobno, krediti ostalim sektorima rastu po godišnjoj stopi od 6,7% i značajno se usporavaju u odnosu na prethodne godine (15% u 2007; 10,5% u 2008). Time se povećava i raskorak između efektivnog i od strane HNB-a nepenaliziranog rasta kredita tim sektorima. Naime, u odnosu na bazno stanje krajem 2007. godine, ti krediti su danas veći za 10,1%, dok "limit" iznosi 17% ili oko 14,5 mlrd. kuna više. Dijelom je to rezultat usporavanja potražnje za kreditima (zbog povećanja kamatnih stopa i neizvjesnosti), ali upućuje i na izraženu pojavu istiskivanja ostalih sektora sa tržišta kredita od strane države.

(b) Porast inozemnih izvora sredstava i udjela devizne štednje skratio je deviznu poziciju banaka, čija je neto inozemna pasiva povećana sa 3.9 na 5.4 mlrd eura (istodobno je neto inozemna aktiva monetarnih institucija smanjena sa 6.1 na 3.4 mlrd. eura). Time se za njih povećao i valutni rizik, pa je dio banaka prestao odobravati čiste kunske kredite, prebacujući taj rizik na korisnike novih kredita. Zajedno s povećanim stupnjem euriziranosti, to još više naglašava značaj održavanja stabilnog tečaja.

4.5. Pod utjecajem povećane potražnje za devizama, tečaj kune deprecirao je u prvom tromjesečju ove godine za 2%, ali su ga zatim slabljenje deprecijacijskih očekivanja i realizacija inozemnog zaduživanja države vratili u okvire relativno visoke stabilnosti.

Radi zaustavljanja deprecijacijskih očekivanja, HNB je početkom 2009. godine izravno intervenirao na deviznom tržištu u bruto iznosu od oko 500 mil. eura, ali je i relaksacijom prudencijalnih mjera proširio manevarski prostor bankama da povećaju ponudu deviza te se tako i same uključe u obranu stabilnosti tečaja.

"Poticaj" za takvo ponašanje banaka bila je promjena u valutnoj strukturi izdvajanja obvezne pričuve te politika ograničenih injekcija kunske likvidnosti kroz operacije na otvorenom tržištu, što je povremeno imalo za posljedicu i vrlo visoke kamatne stope na prekonocne kredite na tržištu novca. Stabilizacijom tečaja, smanjeni su i pritisci na te stope, te su one konstantno niže od lombardne stope HNB-a i u prosjeku iznose 6.5%.

4.6. Relaksacijom mjera monetarne politike smanjeni su i jedinični "troškovi regulacije" za banke za približno 20%. Tako su npr. za pokriće tih troškova pri pasivnoj kamatnoj stopi na devizni depozit od 5% i uz tečajni rizik od 2% banke prije trebale ostvariti prosječnu kamatnu stopu na plasmane od 10.2%, dok je sada ta stopa spuštena na 8.1%.

Činjenica da su unatoč tome aktivne kamatne stope banaka porasle ima uzrok u povećanoj cijeni inozemnog zaduživanja (country risk), povećanju kamatnih stopa na domaće depozite zbog jačanja konkurencije između banaka u uvjetima usporenog rasta depozita, te u pogoršanju kvalitete plasmana, odnosno smanjenoj naplativosti kredita, posebno onih odobrenih stanovništvu. Sve to u uvjetima znatnog usporavanja kreditne aktivnosti banaka prema privatnom sektoru, što je u ukupnosti odnosa količina i cijena imalo za posljedicu smanjenje stope povrata na kapital banaka sa 10,93% u 2007. na 9,91% u 2008. i 9,32% u prvom tromjesečju 2009. godine.

5. Dakle, gledano u cjelini, monetarni sektor je izdržao prvi udar financijske krize i postupno se konsolidira. Međutim, on više nema kapacitet da podržava dosadašnju dinamiku rasta agregatne potražnje, niti su same banke spremne neselektivno nastaviti s ekspanzivnom politikom ponude kredita.

Za razliku od njega, realni sektor još uvijek pada, ali to nije isključivo posljedica aktualne financijske krize, već je rezultat postupnog kumuliranja više faktora i započinje još početkom 2008. godine. Tako se industrijska proizvodnja još od ožujka prošle godine smanjuje po prosječnoj trendnoj stopi od 0.7% mjesečno, dok je BDP praktički stagnirao tijekom cijele prošle godine na desezoniranoj razini iz zadnjeg tromjesečja 2007. godine.

Uzroci:

(1) Ubrzanje prosječne godišnje stope inflacije s 2.9% na 6.1%, koje je u 2008. godini neutraliziralo glavninu nominalnog rasta tekućih dohodaka. Iako je u drugom dijelu 2008. godine nastupilo agregatno smanjenje potrošačkih cijena za oko 1% u odnosu na njihovu razinu iz mjeseca srpnja, tekući rast tih cijena u prvih pet mjeseci ove godine od 2.8% (u Europskoj uniji samo 0,6%) indikator je mogućeg nastavka negativnog djelovanja inflacije na raspoložive dohotke i realnu potražnju na domaćem tržištu.

Dijelom je to rezultat povećanja ulaznih troškova, ali i percepcije ukupnog djelovanja ekonomske politike koja otvara prostor za povećanje cijena pojedinih proizvoda i usluga ili za "otklanjanje dispariteta cijena", čak i ako su ti proizvodi predmetom međunarodne razmjene, a napose ako to nisu. Sve to ukazuje koliko je relativna

stabilnost cijena zapravo krhka pojava i koliko je malo potrebno da se ona naruši, čak i u uvjetima recesije.

(2) Pad vrijednosti financijske imovine stanovništva uložene u vrijednosne papire i nebankovne institucije uslijed ispuhavanja balona na tržištima dionica i nekretnina. On je u 2008. godini iznosio oko 43 mlrd. kuna (smanjenje za 37.1%) od čega u četvrtom tromjesečju oko 16 mlrd. kuna, čime je gotovo potpuno neutraliziran rast vrijednosti te imovine tijekom prethodne godine. Zajedno s realnom stagnacijom dohodaka od rada, takav gubitak kapitalnih prihoda i likvidnosti, doveo je do pada osobne potrošnje i bitnog usporavanja investicija.

(3) Jačanje nelikvidnosti zbog neelastičnosti dijela tekućih rashoda u uvjetima smanjenih prihoda te visokih kreditnih obveza. I dok su u tome sektori stanovništva i poduzeća imali određeni manevarski prostor kroz smanjenje svoje štednje, sektor države ponašao se vrlo rigidno. Tako je deficit konsolidirane opće države (uključujući HAC i HBOR) povećan s 5.6 mlrd. kuna u 2007. na 9.1 mlrd. kuna u 2008. godini, ili sa 1.8 na 2.7% BDP-a, pri čemu je cijeli taj deficit bio koncentriran u posljednjem tromjesečju, znači u vrijeme najvećih potresa na financijskim tržištima.

Slična kretanja nastavljena su i u prvih pet mjeseci 2009. godine, kad se središnja država neto zadužila za daljnjih 13.3 mlrd. kuna, od čega na domaćem tržištu za 10.5 mlrd. kuna (nasuprot stagnaciji duga ostalih sektora prema domaćim bankama u tom razdoblju).

Naravno da početna likvidnost na domaćem tržištu nije bila u tom razdoblju dovoljna za financiranje tolikih potreba države, i jedino je neformalno "uvjetovanom" relaksacijom monetarne politike bilo moguće spriječiti pojavu nesolventnosti države u podmirivanju njenih obveza - posebno prema inozemstvu. Time je, međutim, značajno umanjena mogućnost da se ta dotad imobilizirana sredstva izravno usmjere prema sektoru poduzeća i održavanju njihove likvidnosti.

(4) "Animal spirits", s tzv. multiplikatorom (ne)povjerenja, odnosno opće euforije u uzlaznoj i opće panike u silaznoj fazi ciklusa, zbog koje se ekonomski entiteti ne ponašaju racionalno.

Indikator aktualnog stanja u toj sferi je i indeks pouzdanja potrošača koji je tijekom 2008. i u prvom tromjesečju 2009. godine smanjen za preko 25 poena i na najnižoj je razini još od sredine 1999. godine.

(5) Na te dominantno domaće činitelje, uslijedio je tek krajem 2008. godine ključni eksterni udar - pad izvozne potražnje, čije negativno djelovanje potenciraju vrlo ograničene mogućnosti supstitucije izvozne potražnje domaćom i nedovoljna sposobnost supstitucije uvozne potražnje domaćom ponudom. On je bitno zaoštrio problem ključne strukturne neusklađenosti hrvatske ekonomije, a to je deficit u razmjeni roba od 23% BDP-a. Njega, na takvoj razini, još dugo neće moći pokriti vrlo osjetljiv sektor usluga i transfera.

6. Dakle, za razliku od monetarnog sektora koji se konsolidira, realni sektor se tek nalazi pred najtežim problemima. Njihovi osnovni uzroci su pad agregatne potražnje i

povećana nelikvidnost, od kojih niti jedan nije primarno iniciran monetarnim činiteljima, niti je posljedica samo eksternih uzroka. Međutim, u rješavanju tih problema, realni sektor se sada suočava s izraženim monetarnim i financijskim ograničenjima, koje je u značajnoj mjeri sam izazvao.

Pri tome je ključno devizno ograničenje koje proizlazi iz disproporcije između raspoložive ponude i dosadašnjim poslovanjem generirane potražnje za devizama, a koje se ne može racionalno pokrivati nikakvim monetarnim "akrobacijama", već zahtijeva odgovarajuću prilagodbu samog realnom sektora. Svjesnu ili spontanu.

Veličina te prilagodbe okvirno je određena s tri eksterno definirane pretpostavke, koje su sukladne efektivnim kretanjima u dosadašnjem dijelu 2009. godine. To su:

- (a) Kontrakcija izvozne potražnje za oko 10%;
- (b) Pad stranih ulaganja za oko 50%;
- (c) Stagnacija inozemnog duga.

Uz tako procijenjena vanjska ograničenja nameće se potreba smanjenja deficita tekućeg računa platne bilance sa 4.5 mlrd. eura u 2008. na "samo" oko 3 mlrd. eura u ovoj godini (sa 9.4% na, procjenjuje se, oko 6% BDP-a). To pretpostavlja smanjenje uvoza roba i usluga za oko 15%, čemu bi trebala biti podređena ukupna politika reguliranja domaće potražnje i gdje posebnu odgovornost ima fiskalna politika.

U tim okvirima, monetarna će politika podržavati likvidnost sustava samo do razine koja neće destabilizirajuće djelovati na tečaj i preko njega nepovoljno utjecati na ukupan financijski sustav, kao što se nedavno dogodilo u pojedinim zemljama srednje i istočne Europe.

Temeljem toga, ocjenjuje se da će neto domaća aktiva bankovnog sustava porasti za oko 9%, ali će u okviru nje - ne promijeni li se sektorska struktura plasmana - krediti poduzećima i stanovništvu porasti za samo 4%. Istodobno, ukupna likvidna sredstva porast će za oko 2%, dok će novčana masa biti smanjena za više od 10%.

Potvrđi li se u praksi točnost inicijalnih pretpostavki, u 2009. godini može se očekivati realno smanjenje domaće agregatne potrošnje za oko 6%, te pad BDP-a za oko 5%. Može li taj pad biti manji, prije svega će zavisiti od razvoja prilika u svijetu, gdje povoljnija kretanja od sada predviđenih mogu u određenoj mjeri ublažiti eksterna ograničenja za hrvatsku ekonomiju i u financijskom i u realnom sektoru.

Međutim, i u tom slučaju ostaje isto suštinsko pitanje. Kako gledati na ovu krizu?

Ako nju vidimo samo kao "privremeni zastoj" u dugoročno pozitivnim tendencijama ekonomskog rasta i razvoja, ništa nećemo riješiti. Suprotno tome, nju treba prije svega shvatiti kao drastičnu opomenu o posljedicama koje mogu i jesu nastupile zbog prethodnog zanemarivanja problema održivosti ekonomskog rasta. Opomenu koja bi bila još teža da je HNB u proteklim godinama vodio drugačiju monetarnu politiku. Shvatimo li tu opomenu, tada je ova kriza ujedno i šansa za jedan drugačiji početak promišljanja budućeg ekonomskog razvoja.

7. Problemi s kojima se ekonomska politika suočavala prije i s kojima se suočava sada samo su naizgled bitno različiti. U uvjetima obilne ponude i niske cijene stranog

kapitala ključni problem je bio kako ograničiti ekspanzivni priljev tog kapitala koji je kroz rastući deficit tekućih transakcija platne bilance i povećanu inozemnu zaduženost generirao neravnoteže u nacionalnoj ekonomiji i njezinu ranjivost na eksterne šokove. Sada kada su ti šokovi efektivirani uslijed globalne financijske krize, problem je kako brzo i što bezbolnije smanjiti te neravnoteže čije financiranje se znatnim dijelom prebacuje na oskudne domaće izvore. Dakle, gledano tehnički, čini se da su problemi evoluirali od "prebrzog rasta" do "tvrdog prizemljenja". Suštinski, međutim, problem je bio i ostao samo jedan. Kako uskladiti potrošnju s raspoloživim dohotkom realiziranim domaćom proizvodnjom i izvozom, odnosno kako uspostaviti dugoročno održivi ekonomski rast. To je problem koji traži usklađeno djelovanje svih segmenata ekonomske politike, u okviru čega posebno na relaciji između fiskalne i monetarne politike.

Tu se, međutim, javljaju dobro poznate teškoće. Državni proračun i planske dokumente nekih izvanproračunskih institucija središnje države donosi ili potvrđuje parlament, koji donosi i zakone kojima se utvrđuju određena prava proračunskih korisnika te izvori sredstava za njihovo financiranje. Time fiskalna politika u širem smislu sublimira parcijalne interese pojedinih društvenih skupina, koji se onda kao politički verificirane "potrebe" prenose u financijsku i monetarnu sferu, gdje se očekuje dostatna likvidnost za njihovu realizaciju. Tu nastupa problem, ako je likvidnost financijskog sustava ispod razine utvrđenih "prava".

Rješenje je ili u inozemnom zaduživanju ili, kada su mogućnosti tog zaduživanja bitno ograničene kao što je sada slučaj, u pritiscima na emisijsku funkciju središnje banke. Ona, naravno, ne može zatvarati oči pred problemom i zato nastoji djelomično pomoći državi u financiranju njezinih potreba i na razini godišnjih agregata i, posebno, u sferi unutargodišnjeg premošćivanja dispariteta između dinamike prikupljanja fiskalnih prihoda i dinamike realizacije rashoda.

Međutim, kao neovisna institucija s jasno definiranim ciljevima svog djelovanja, središnja banka dimenzionira svoju emisijsku aktivnost sukladno stanju i potrebama ukupne ekonomije, zbog čega svako relativno povećanje financijskih potreba države u pravilu znači relativno manje mogućnosti financiranja ostalih sektora. I dok u uvjetima opće ekspanzije to i nije posebno veliki problem, u uvjetima kontrakcije problem može eskalirati do pojave "efekta istiskivanja" sektora poduzeća i stanovništva s tržišta kredita. Zato se u kriznim razdobljima uvijek i ističe posebna odgovornost fiskalne politike te politike ukupne potrošnje javnog sektora za opće ekonomsko stanje u zemlji.

Ne percipiraju li to u dovoljnoj mjeri relevantne političke strukture, jedino rješenje bilo bi, naravno, zatražiti pomoć od MMF i drugih međunarodnih financijskih institucija. To, međutim, nije dobro rješenje iz barem dva razloga. Prvo, prethodno bi ostali bez relativno značajnog dijela deviznih rezervi, što bi na duži rok ograničavajuće djelovalo na fleksibilnost u poslovanju s inozemstvom. Drugo, što je vjerojatno još važnije, zahtjevi koje bi u tom slučaju MMF postavio pred Hrvatsku ne bi u suštini bili ništa različiti od onoga za što i sami znamo da je u takvim situacijama potrebno poduzeti da bi se očuvala eksterna likvidnost zemlje. Potreba da nam to "propíše" MMF kad više nema drugog izlaza, umjesto da to unaprijed sami uradimo i time spriječimo eskalaciju problema, ne bi se mogla shvatiti kao primjer odgovornog djelovanja nosilaca ekonomske politike.