



HNB vodi izrazito ekspanzivnu i protucikličnu monetarnu politiku

Vrsta	Govor
Govornik	Prof. dr. Boris Vujčić, guverner
Tema	Polugodišnja informacija za 2015.
Događanje	Sjednica Hrvatskog sabora
Mjesto događanja	Zagreb
Datum događanja	9. ožujka 2016.
Datum objave	9. ožujka 2016.

Guverner Vujčić iznio je zastupnicima Polugodišnju informaciju o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike Hrvatske narodne banke za prvo polugodište 2015. godine

Poštovani gospodine Predsjedniče, uvažene zastupnice i zastupnici, poštovane dame i gospodo,

slijedom prošlotjedne rasprave u Saboru, vjerujem da je potrebno i korisno ukratko objasniti okolnosti i temelje monetarne politike koju vodi Hrvatska narodna banka, u cilju održanja financijske stabilnosti i stvaranja podrške za dugoročni razvoj i rast hrvatskoga gospodarstva.

Kada se govori o mogućnosti djelovanja monetarne politike u Hrvatskoj, vrlo se olako raspravlja o njezinim moćima i dosezima, a još se s većom lakoćom predlaže što bi ona dodatno trebala poduzimati, s navodno vrlo izvjesnim pozitivnim ishodima za gospodarsku aktivnost, zaposlenost, izvoz i blagostanje. Pritom se često zanemaruju uvjeti u kojima središnje banke provode politike i donose odluke, kao što su strukturalna svojstva gospodarstava i njihovih financijskih sustava, tekući gospodarski trendovi, ali i stanje globalnoga gospodarstva i neposrednog okružja. Također, rizici koji su nužno vezani uz određene mjere i poteze vrlo se rijetko uvažavaju na primjeren način.

U tom kompleksnom okružju velik je izazov za središnje bankare jednostavno i razumljivo iznošenje vlastitog djelovanja i općenito uloge monetarne politike, što je nužan preduvjet za stjecanje i očuvanje reputacije. Reputacija je najvažniji kapital središnje banke, o njoj kritično ovisi reakcija građana, domaćih i međunarodnih tržišnih sudionika na poteze monetarnih vlasti, a time i sposobnost ispunjavanja zakonskih ciljeva i zadaća. Mi u HNB-u kontinuirano i ustrajno objašnjavamo karakter, djelovanje i objektivne dosege monetarne

politike uz uvažavanje aktualnih rizika. Jasna komunikacija zasigurno je dobila na važnosti u razdoblju krize kao i sada u početnoj fazi oporavka hrvatskoga gospodarstva, opterećenoga brojnim strukturnim problemima te visokom razinom zaduženosti svih domaćih sektora. Upravo zato, iskoristio bih ovu priliku da vas još jedanput pozovem na razgovore u HNB o aktualnim temama i produbljuvanje dijaloga o dugoročnim izazovima. Kolege iz rukovodstva i ja sa zadovoljstvom ćemo vas primiti i s vama raspraviti o svim aktualnim pitanjima iz djelokruga rada središnje banke.

Dopustite da sada pojasnim ograničenja u vođenju monetarne politike u Hrvatskoj, kao i aktualnu orijentaciju monetarne politike, odnosno njezinu izrazitu, sada već višegodišnju ekspanzivnost, koju smo u recentnoj 2016. godini dodatno osnažili.

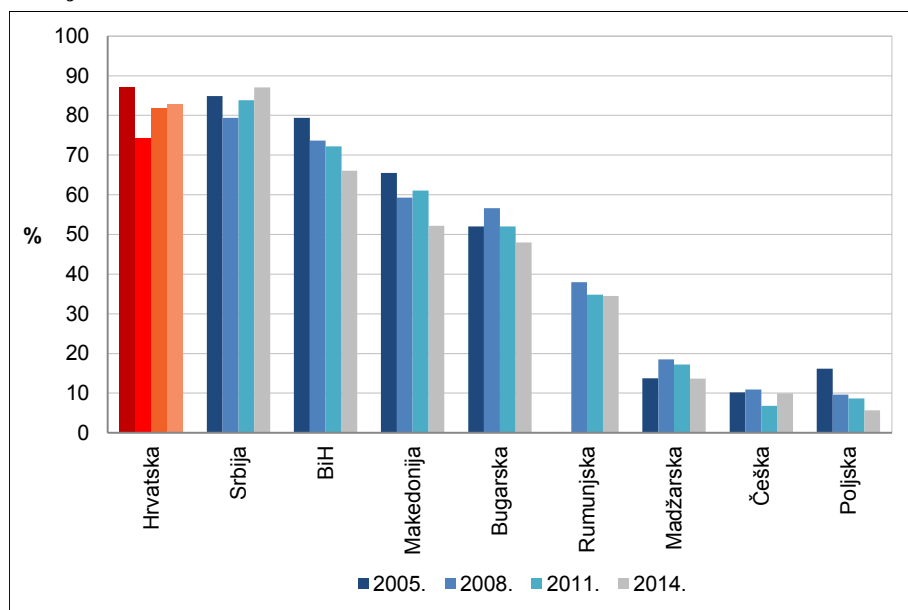
Male otvorene zemlje u razvoju, još do prije tridesetak godina, zapravo uopće nisu imale “sustavan teorijski okvir monetarne ekonomije ili makroekonomije, osim nekoliko sporadičnih radova koji su se bavili uglavnom učincima devalvacije” (Frankel, 2011.). Od tada, razvijena je cijela “nova makroekonomija otvorenih ekonomija” koja nastoji primijeniti saznanja međunarodne ekonomije, uvažavajući pritom karakteristike malih i otvorenih gospodarstava s euroiziranim dugovima (Céspedes, Chang, & Velasco, 2000.).¹ U takvim se uvjetima monetarna politika pri ispunjavanju svog mandata suočava s mnogim izazovima koji nisu prisutni u velikim i gotovo zatvorenim gospodarstvima, za koje su klasični makroekonomski modeli i napravljeni, a koje sustavno kao primjer za hrvatsku monetarnu politiku navode oni koji ne razumiju razlike između velikih, gotovo zatvorenih ekonomija, koje tiskaju međunarodne valute, poput SAD-a, europodručja ili Japana i malih, otvorenih, visokoeuroiziranih gospodarstava poput Hrvatske. Krenimo redom.

Hrvatska je mala otvorena ekonomija. Sama definicija male otvorene ekonomije sadržava više elemenata, a neki su od njih: udio vanjskotrgovinske razmjene u BDP-u, zatim da je zemlja preuzimatelj svjetskih cijena te da ne utječe na globalne trgovinske i kapitalne tokove, kao i to da se na međunarodnom tržištu, u pravilu, ne može zadužiti u vlastitoj valuti. Zaduživanje u stranoj valuti u takvim gospodarstvima ne nastaje zbog manjka svijesti o valutnom riziku, nego zbog “nesavršenosti tržišta” na kojima jednostavno ne postoje inozemni kreditori spremni odobravati kredite u domaćoj valuti (Eichengreen & Hausmann, 1999.).

Na nemogućnost inozemnog zaduživanja u domaćoj valuti u malim otvorenim ekonomijama često se nadovezuje i domaća euroizacija (Slika 1.). Zaduživanje svih sektora u stranoj valuti rezultira potencijalno velikim negativnim efektima znatnije promjene tečaja na financijsku stabilnost zemlje i ostvarivanje temeljnog cilja održavanja stabilnosti cijena. To smanjuje mogućnost djelovanja monetarne politike putem tradicionalnih transmisijskih kanala jer domaća valuta, čijom cijenom i količinom upravlja središnja banka, ima manju važnost u domaćim gospodarskim i financijskim kretanjima nego u neeuroiziranoj zemlji.

¹ Udžbenici makroekonomije koji uvažavaju specifičnosti tih gospodarstava još su relativno rijetki i slabo rasprostranjeni u Hrvatskoj, u kojoj se makroekonomija još uvijek najčešće poučava iz tradicionalnih priručnika koji obrađuju velika, relativno zatvorena valutna područja. Prvi udžbenik makroekonomije koji se fokusira na zemlje u razvoju jest “Development Macroeconomics” Pierre-Richard Agénora i Petera J. Montielia iz 1995. godine, koji je do 2015. imao 4. izdanja. Od novijih udžbenika vrijedi izdvojiti “Open Economy Macroeconomics in Developing Countries” Carlosa A. Végha.

Slika 1. Udio deviznih depozita u ukupnim štednim i oročenim depozitima – usporedba po zemljama



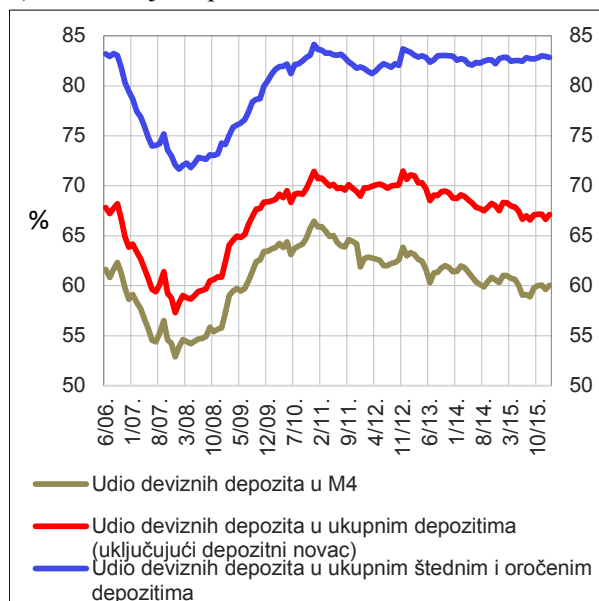
Napomena: Devizni depoziti uključuju i depozite s valutnom klauzulom.

Izvor: Nacionalne središnje banke

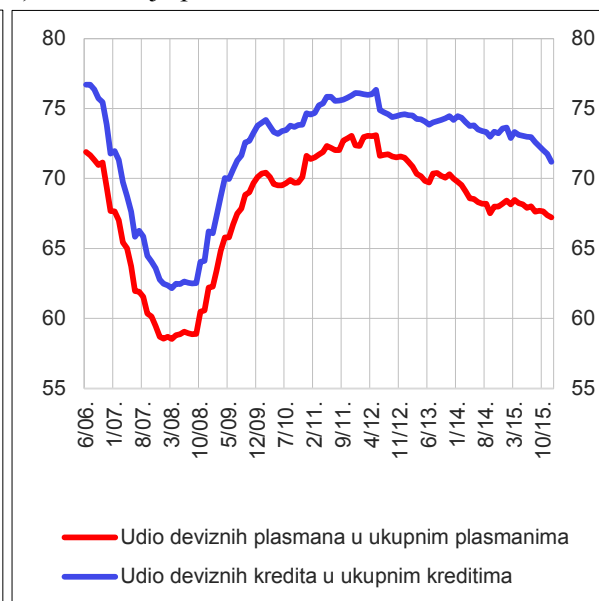
Isto tako, u euroiziranom gospodarstvu kućanstva svoja očekivanja o promjenama cijena dobara i usluga vezuju uz promjene tečaja. Na kraju, posljedica visoke depozitne euroizacije jest i visoka kreditna euroizacija (slike 2. i 3.) jer se banke u skladu s pravilima struke moraju zaštititi od valutnog rizika. Na to ih potiču i regulatorna pravila iz Uredbe 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva, koja se izravno primjenjuju u Republici Hrvatskoj.

Slika 2. Euroizacija depozita i plasmana u Hrvatskoj

a) Euroizacija depozita

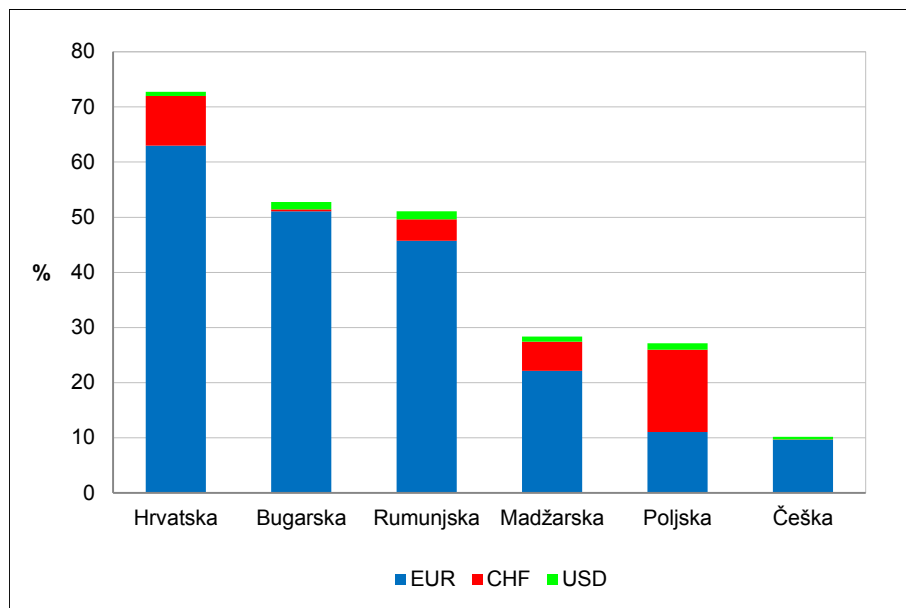


b) Euroizacija plasmana



Izvor: HNB

Slika 3. Udio deviznih kredita u ukupnim kreditima – usporedba po zemljama



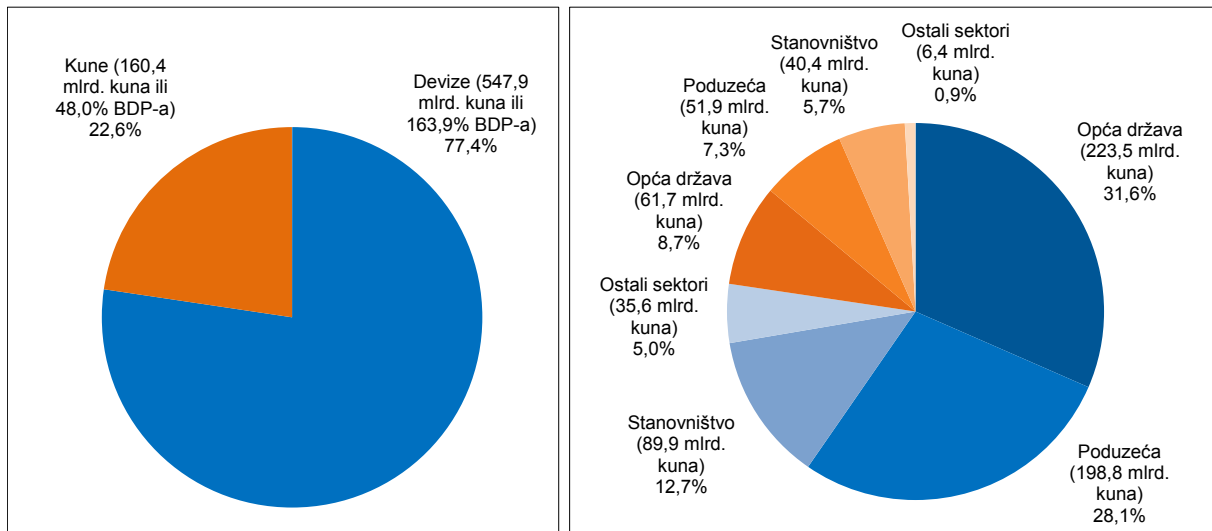
Napomena: Podaci se odnose na drugo tromjesečje 2015. godine. Devizni krediti uključuju i kredite s valutnom klauzulom.
Izvor: ESB

Dakle, kreditna euroizacija u uvjetima depozitne euroizacije služi za zaštitu vrijednosti imovine koju su štediša povjerile bankama na čuvanje. To je vrlo važno imati na umu, jer opisana svojstva financijskog sustava nisu prisutna u velikim monetarnim područjima, kakva su SAD, Japan i europodručje, što dovodi do bitnih razlika u transmisivnim mehanizmima monetarne politike. Tako bi, primjerice, inozemni dug Hrvatske, kad bi tečaj devalvirao za 10%, bez inflacije, narastao sa 107% na 118% BDP-a. Zbog domaće euroizacije dug u stranoj valuti svih sektora – nefinancijskih poduzeća, stanovništva i države – još je i malo veći, oko 548 mlrd. kuna ili 164% BDP-a (Slika 4.). Na inozemni i domaći dug u stranoj valuti odnose se gotovo četiri petine ukupnog duga, pa već i vrlo blaga deprecijacija tečaja snažno povećava zaduženost i djeluje prorecesijski.

Slika 4. Valutna struktura duga domaćih sektora

Valutna struktura ukupnog duga

Valutna struktura duga po sektorima



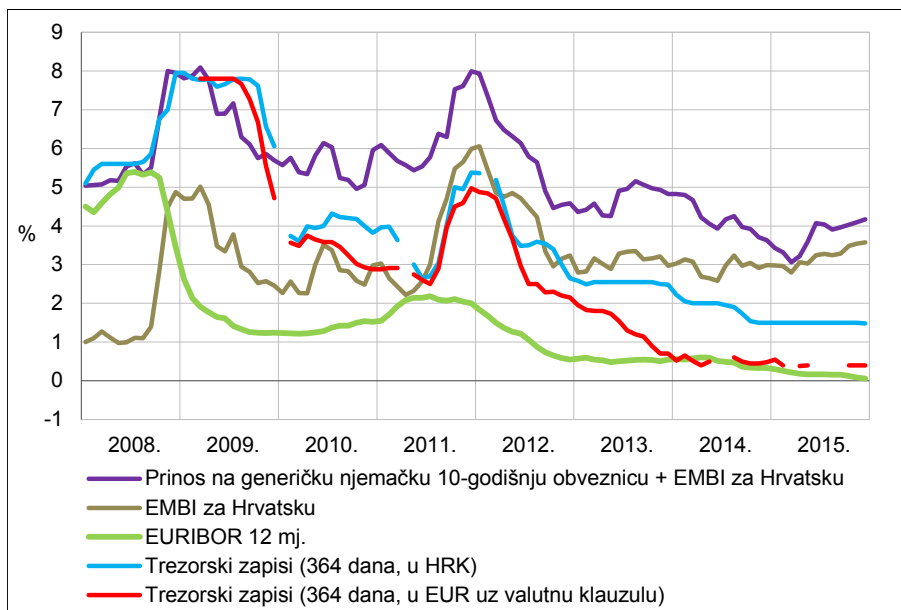
Napomena: Podaci se odnose na treće tromjesečje 2015. godine. Devizni dug uključuje i dug s valutnom klauzulom. Prikazan je dug svih sektora osim kreditnih institucija.

Izvori: HNB; Hanfa

Mala otvorena gospodarstva u većoj su mjeri izložena šokovima na strani ponude (kao npr. šok cijena nafte ili sirovina, na formiranje kojih apsolutno nemaju utjecaja) kao što su izložena i kolebljivosti inozemne potražnje (u Hrvatskoj to može npr. biti slučaj u turizmu). Također su podložna promjenama smjera i obujma inozemnih kapitalnih tokova, koji su u pravilu prociklični, što smo i sami iznimno snažno iskusili. Tijekom razdoblja ekonomskog uzleta kapitalni priljevi pridonose pregrijavanju ekonomije, mogu poticati prekomjerni kreditni rast i povećavati cijene imovine. Tijekom recesije ti se priljevi smanjuju ili dolazi do preokreta u tokovima, pa svjedočimo odljevu kapitala (engl. *capital reversal*), pri čemu je nagli prestanak priljeva obično dodatni okidač recesije. Nadalje, unutarnje uređenje gospodarstava u razvoju “gotovo po definiciji” obilježeno je slabim i nerazvijenim institucijama i politikama (Frankel, 2011.) te čestim i naglim zaokretima smjera ekonomske politike, kao i nefleksibilnim domaćim makroekonomskim instrumentima. Naposljetku, fiskalna politika u pravilu se vodi prociklično, povećavajući manjak i javni dug u razdoblju rasta – jednostavno rečeno, ne vodeći računa o mogućim kriznim razdobljima, što ima za posljedicu ostajanje bez “fiskalnog prostora” za vođenje kontraciklične (ekspanzivne) fiskalne politike u razdobljima recesije (Frankel, 2011.). Zbog institucionalnih slabosti, strani vjerovnici uglavnom su spremni tolerirati nižu razinu duga u odnosu na razvijena gospodarstva i traže više stope povrata, što poskupljuje zaduživanje države, ali i drugih domaćih sektora (slike od 5.1. do 5.3.). Sva navedena obilježja malih otvorenih ekonomija koja ograničavaju mogućnosti djelovanja monetarne politike, nažalost, dobro su nam poznata.

Slika 5. Troškovi zaduživanja

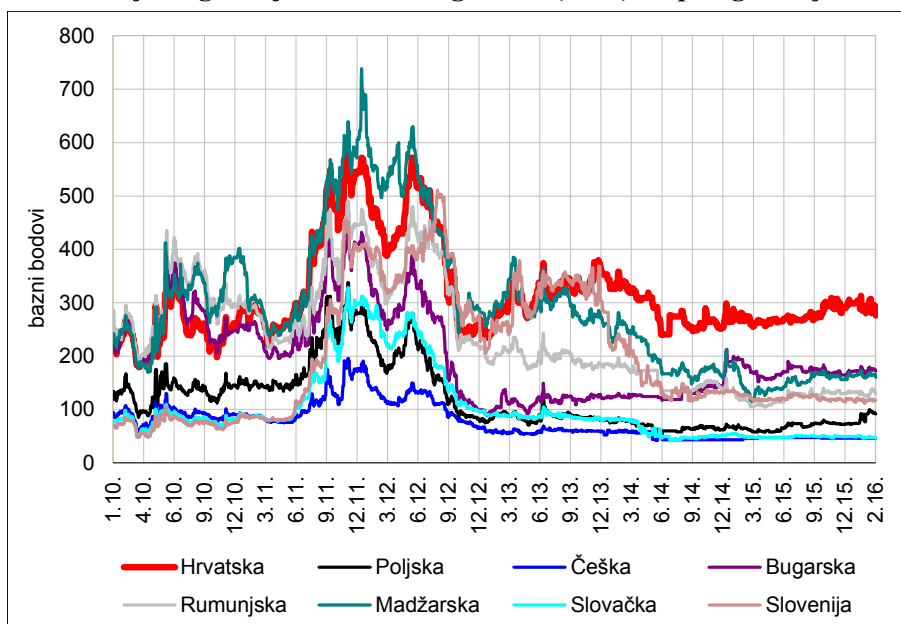
5.1. Troškovi zaduživanja države



Napomena: EMBI je indeks (engl. *Emerging Market Bond Index*) koji pokazuje razliku prinosa na državne vrijednosne papire koje su izdale zemlje s tržištima u nastajanju, među kojima je i Hrvatska, u odnosu na nerizične vrijednosne papire koje su izdale razvijene zemlje.

Izvori: MF; Bloomberg; HNB

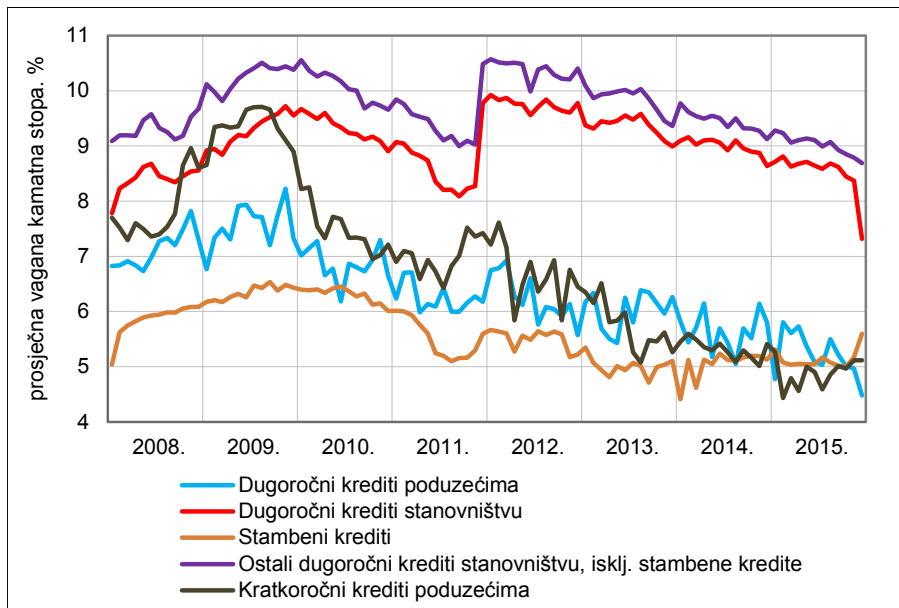
5.2. Premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) na petogodišnje državne obveznice



Napomena: Premija osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji relativni iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavateljem nekog instrumenta.

Izvor: Bloomberg

5.3. Kamatne stope domaćih banaka



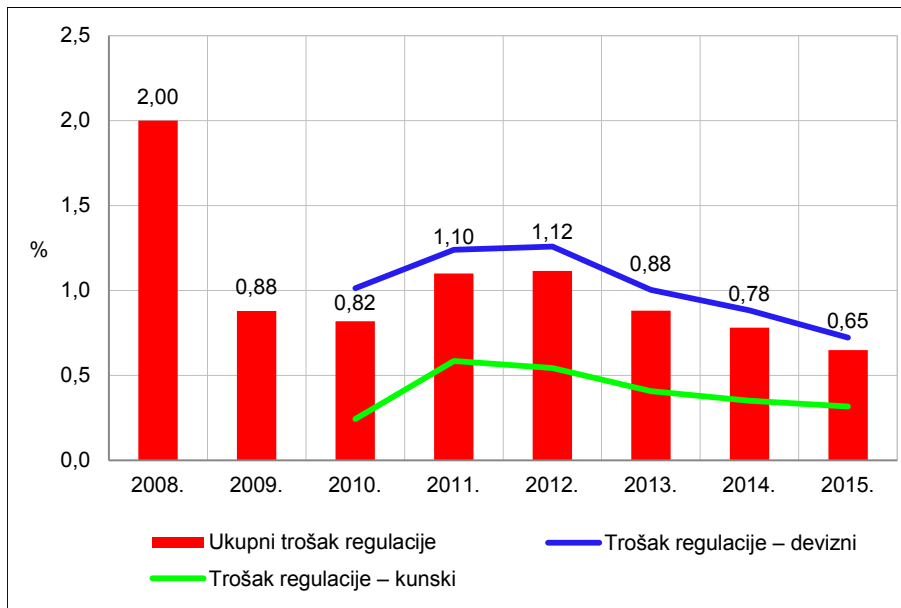
Izvor: HNB

U raspravi o mogućnostima malih otvorenih gospodarstava da se uspješno nose s navedenim domaćim i inozemnim šokovima, izbor tečajnog režima i implikacije koje iz toga proizlaze za monetarnu politiku imaju prominentnu ulogu. “Udžbenički” pristup, prema kojemu fleksibilan tečaj može donekle ublažiti učinak inozemnog šoka na realni sektor promjenama nominalnog tečaja (Céspedes et al., 2000.) naspram održavanja stabilnog tečaja, u novije je vrijeme uvelike relativiziran. Današnja iskustva govore u prilog tezi da se, neovisno o tečajnom režimu, male i otvorene zemlje u razvoju ne mogu izolirati od vanjskih šokova, osim eventualno, i to samo privremeno i s upitnim rezultatom, uvođenjem kapitalnih kontrola (Rey, 2013.). Činjenica da smo članica EU-a, međutim, stavlja kapitalne kontrole izvan domašaja ekonomske politike u slučaju šokova.

Na temelju svih nabrojanih činjenica koje opisuju gospodarstva brojnih zemalja s tržištima u nastajanju, iskustva su pokazala da devalvacija zapravo dovodi do smanjenja gospodarske aktivnosti (Calvo, 1999.). Naime, koncept ekspanzivne devalvacije temelji se na “kejnezijskom pristupu trgovinskoj bilanci” (Frankel, 2011.), što je paradigma u kojoj veća potražnja za domaćim dobrima, povećanjem domaće ili inozemne potražnje, dovodi po porasta proizvodnje. Međutim, pretpostavke da bi to vrijedilo nisu prisutne u visokoeuroiziranim, malim i otvorenim zemljama, pa u njima često imamo “kontrakcijske devalvacije”. Upravo zbog toga nebrojeno smo puta naglašavali da okvir i način provođenja monetarne politike u Hrvatskoj ne mogu biti isti kao u velikim zemljama ili valutnim područjima.

Sve što je HNB radio u posljednja gotovo dva desetljeća, a činio je mnogo toga, nije uspjelo promijeniti sklonost domaćih sektora štednji u stranoj valuti. Podsjetimo, regulatorno opterećenje u obliku dodatnih amortizera likvidnosti i kapitala oduvijek je veće za devizne nego za kunske izvore. I danas, kad je HNB otpustio znatnu likvidnost i smanjio regulatorno opterećenje banaka (slike 6. i 7.), trošak poslovanja s devizama za banke dvostruko je veći nego za poslovanje s kunama.

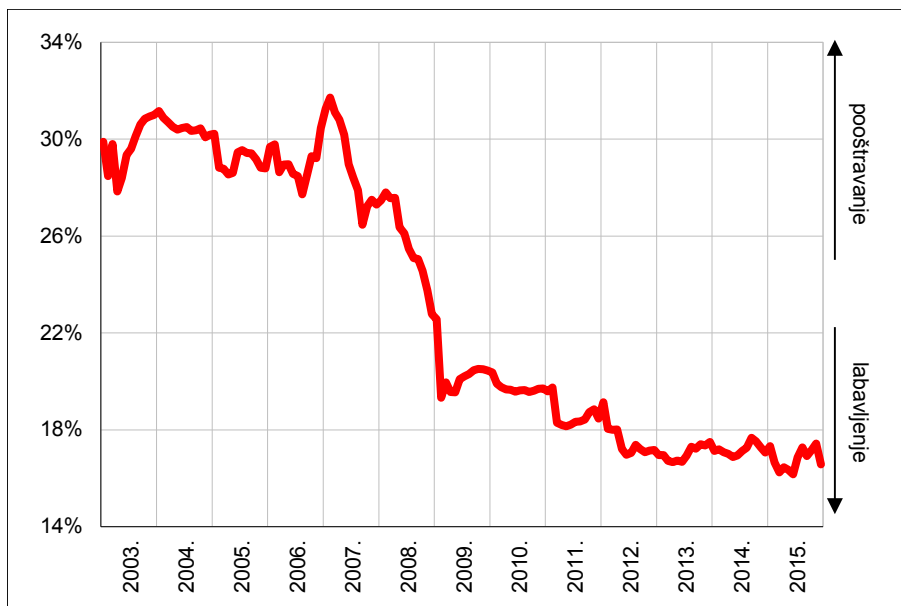
Slika 6. Trošak regulacije na margini – alternativna mjera karaktera monetarne politike



Napomena: Trošak regulacije procijenjen je kao vagana razlika između najmanjega potrebnog povrata na plasmane i nominalnog troška izvora financiranja banaka, uvažavajući to koliko sredstava banke ne mogu plasirati zbog regulatornih zahtjeva.

Izvor: Izračun HNB-a

Slika 7. Pokazatelj monetarne politike HNB-a



Napomena: Pokazatelj monetarne politike = Imovina kreditnih institucija koja se drži zbog regulative / pasiva kreditnih institucija. Imovina kreditnih institucija koja se drži zbog regulative (umanjena za viškove likvidnosti) uključuje obračunatu obveznu pričuvu u kunama, izdvojenu obveznu pričuvu u devizama, graničnu obveznu pričuvu, blagajničke zapise HNB-a i minimalno potrebna devizna potraživanja.

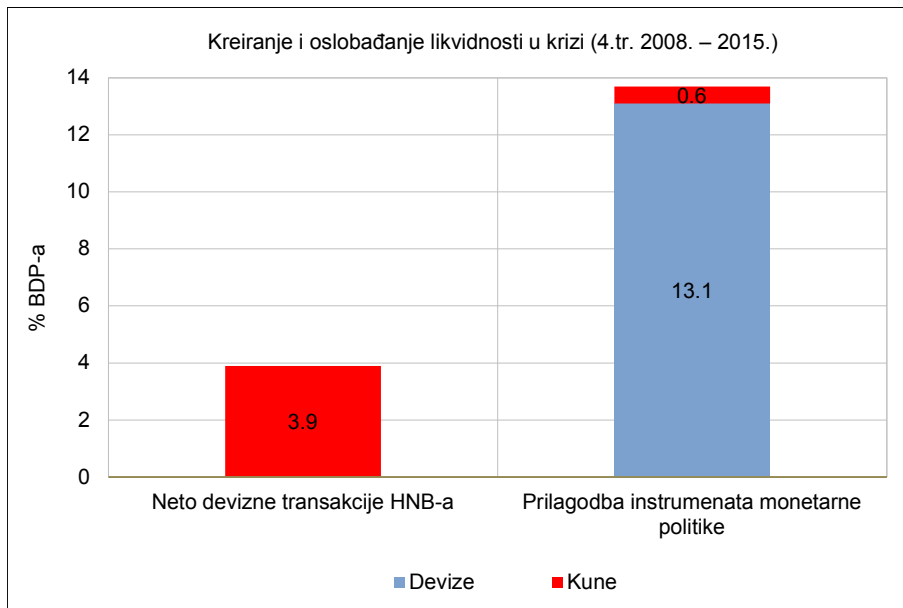
Izvor: HNB

No, proces deeuroizacije uvijek je bio spor i, ako se promatra duže razdoblje, gotovo da deeuroizacije nije ni bilo. Dva su glavna ograničenja za bržu deeuroizaciju. Glavni je kontinuirano poticanje nepovjerenja u domaću valutu dugogodišnjim plašenjem stanovništva

potrebom devalvacije vrijednosti kune, odnosno prognoziranjem neizbježnosti pada njezine vrijednosti. On je podržan nedovoljno kredibilnom i čestim promjenama smjera podložnom ekonomskom politikom. Deeuroizacija depozita (odnosno dedolarizacija) iznimno je rijetka. Istraživanje Reinhart et al. (2014.) na uzorku od 85 zemalja u razdoblju od 1980. do 2001. pronalazi samo nekoliko primjera u kojima je dolarizacija bitno i trajno smanjena (za više od 20% i na razinu od najviše 20% udjela strane valute u ukupnim depozitima u promatranom razdoblju). Zajedničko svim zemljama koje su se uspješno dedolarizirale bilo je da one nisu pripadale krugu visokodolariziranih zemalja, s duboko ukorijenjenom dolarizacijom, te da su se dedolarizirale u uvjetima restriktivnih tokova kapitala. Međutim, teoretski, dedolarizacija nije nemoguć proces ni za visokoeuroizirana gospodarstva, iako se u praksi još niti jedno nije deeuroiziralo. No, da bi se ona dogodila, potrebna je kontinuirana blaga aprecijacija domaće valute u kombinaciji s učinkovitim strukturnim politikama s ciljem smanjenja javnog duga i poboljšanja konkurentnosti gospodarstva. Naime, povjerenje u domaću valutu ujedno je, među ostalim, odraz povjerenja u domaću ekonomiju, odnosno ekonomsku politiku. Jedino se opisanom politikom može revitalizirati povjerenje u nositelje ekonomske politike, a time i u nacionalnu valutu. No, zbog duboke ukorijenjenosti euroizacije i u našem je slučaju izglednije da će Hrvatska uvesti euro nego da će biti u stanju uvjeriti građane da, recimo, tri četvrtine štednje prebace u kune i da je zadrže u kunama.

Svi opisani ograničavajući činitelji za monetarnu politiku u Hrvatskoj ne znače da je ona potpuno nemoćna utjecati na domaće novčano tržište i domaće kamatne stope. U mjeri u kojoj nužnost održavanja stabilnosti tečaja dopušta, HNB svojim instrumentima upravlja domaćom kunkskom likvidnošću te utječe na domaće kamate. Djelovanje HNB-a u razdoblju krize bilo je izrazito ekspanzivno, jednako kao i svih drugih središnjih banaka u Europi, odnosno ESB-a, no za razliku od većine njih, HNB je djelovao vrlo restriktivno prije krize, što je sačuvalo stabilnost financijskog sustava i omogućilo izrazito protucikličko ekspanzivno djelovanje kad je kriza počela. Već osmu godinu u nizu HNB održava iznimno visoku likvidnost monetarnog sustava. Ukupno je HNB u krizi relaksiranjem postojećih mjera oslobodio oko 14% BDP-a likvidnosti (Slika 8.), što se posebno odnosilo na otpuštanje deviza imobiliziranih u bilancama banaka u pretkriznom razdoblju.

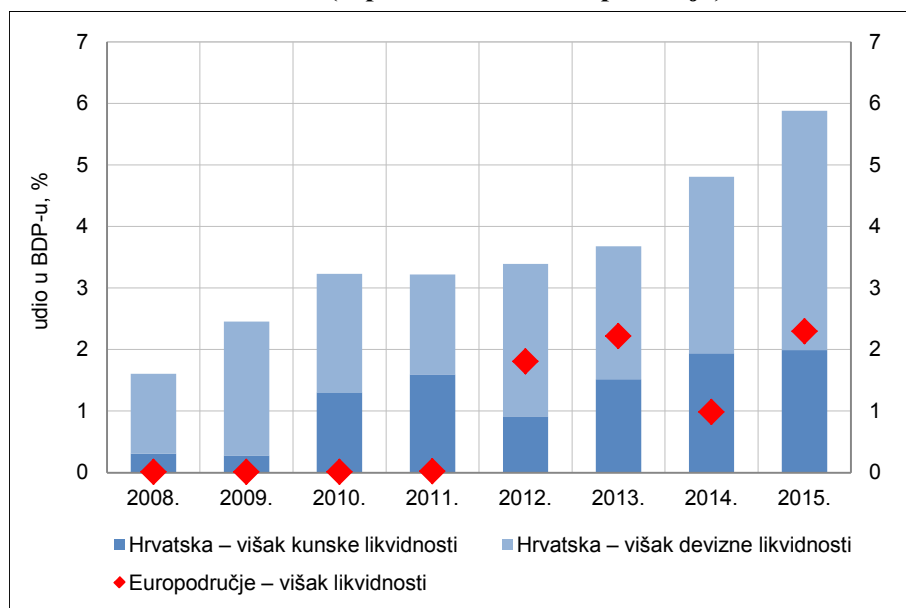
Slika 8. Ekspanzivnost monetarne politike HNB-a u vrijeme krize



Izvor: HNB

Otpuštena devizna likvidnost bila je ključna za osiguravanje stabilnosti tečaja u uvjetima snažnog pada kapitalnih priljeva iz inozemstva. Politika otpuštanja likvidnosti tijekom krize rezultirala je snažnim rastom bilance HNB-a, usporedivim s porastom bilance ESB-a, odnosno još i nešto snažnijim, kao i visokim viškovima kunske i devizne likvidnosti, pa su banke u Hrvatskoj tijekom 2015. prosječno raspolagale s 5,9% BDP-a viška kunske i devizne likvidnosti, što približno za dva i pol puta premašuje viškove likvidnosti u europodručju u odnosu na njihov BDP (slike 9. i 10.).

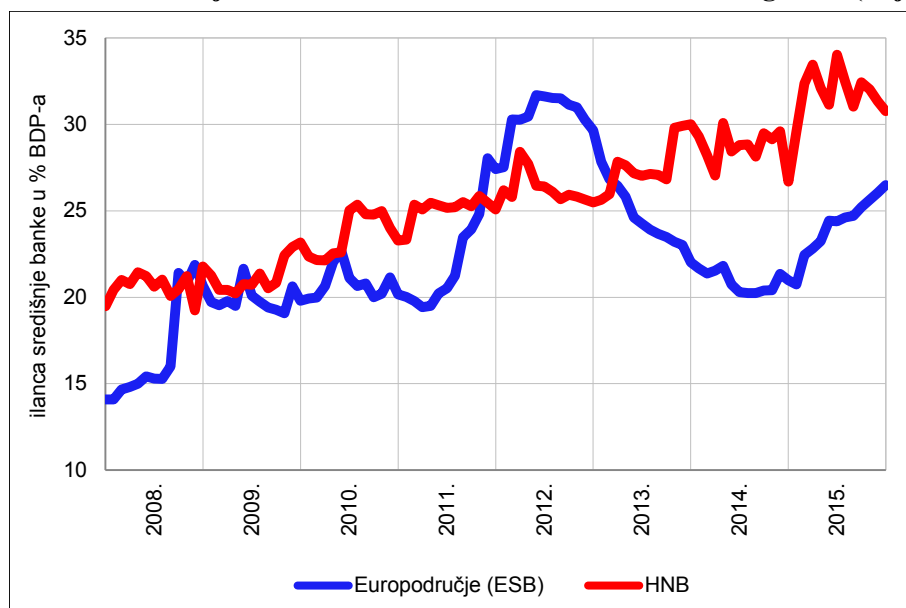
Slika 9. Višak likvidnosti (usporedba RH i europodručja)



Napomena: Višak likvidnosti u europodručju jest višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (engl. *excess reserves*). BDP za europodručje odnosi se na 19 zemalja članica, dok se podatak za višak likvidnosti odnosi na europodručje promjenjivog sastava.

Izvori: ESB; Eurostat; HNB; DZS

Slika 10. Kretanje bilance ESB-a i HNB-a od 2008. do 2015. godine (udjeli u BDP-u)



Izvori: HNB; ESB

Visoka likvidnost pogoduje održavanju niskih kamatnih stopa na novčanom tržištu te rekordno niskim prinosima na trezorske zapise Ministarstva financija. No, način provedbe te ekspanzivnosti bio je drugačiji, što je i logično s obzirom na to da su kanali i instrumenti djelovanja različiti. Tu valja još jednom naglasiti kako se pojedinim kanalima djelovanja monetarne politike ni ne može koristiti jer vidimo da politika kvantitativnog popuštanja ESB-

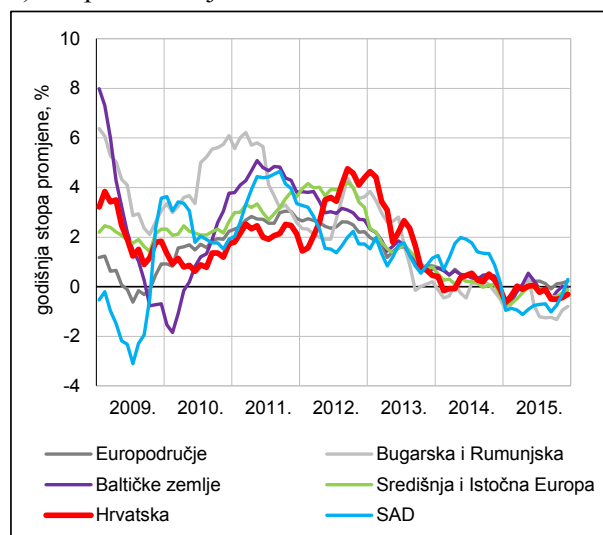
a u velikoj mjeri djeluje kroz slabljenje tečaja, što u našem slučaju ne bi donijelo pozitivne učinke, već bi djelovalo prorecesijski.

U 2016. godini, u uvjetima dodatnog popravljivanja salda na tekućem računu platne bilance i inozemne pozicije banaka, odlučili smo dodatno osnažiti ekspanzivno usmjerene monetarne politike uvođenjem strukturnih obratnih repo operacija. Prva aukcija uspješno je održana sredinom veljače, a u nastavku godine spremni smo održati još tri takve aukcije. Glavna zamisao ovih operacija jest da se bankama pod uvjetima povoljnijima od tržišnih osigura kunska likvidnost na razdoblje od četiri godine te tako omogućiti povoljnije i intenzivnije dugoročno kreditiranje gospodarstva i stanovništva u domaćoj valuti. No kako je velik problem u Hrvatskoj održivost javnog duga, što učestalo ističemo, valja naglasiti da će ove operacije među ostalim ovisiti i o procesu fiskalne konsolidacije. Što je čvršća fiskalna konsolidacija, to ćemo imati više prostora za ovakve i slične mjere monetarne politike, posebice imajući na umu da se oporavak gospodarstva još nije znatno dinamizirao, a da je kreditna aktivnost banaka potisnuta.

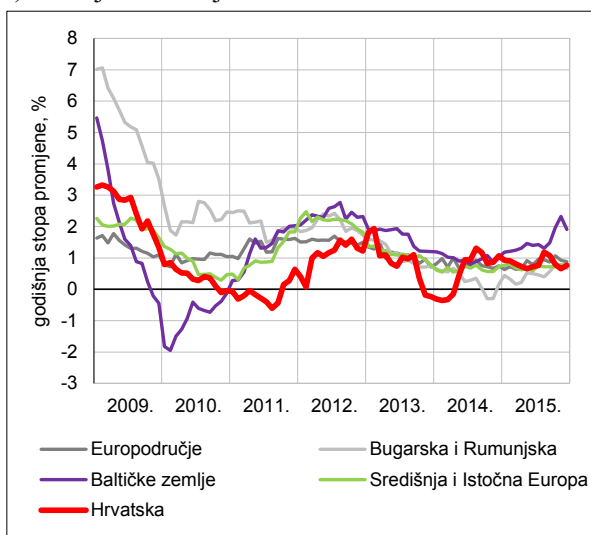
Nekoliko bih riječi želio posvetiti i ostvarenju stabilnosti cijena, što je temeljni cilj HNB-a. Niska stopa inflacije nije fenomen koji postoji samo u Hrvatskoj. Trend smanjivanja godišnje stope inflacije prisutan je još od kraja 2012. u svim europskim zemljama kao i u SAD-u (Slika 11.). Prosječna godišnja stopa promjene potrošačkih cijena mjerena ukupnim harmoniziranim indeksom smanjila se između 2013. i 2015. u svim promatranim zemljama, i to u europodručju za 1,3 postotna boda na 0%, za 2,5 postotnih bodova u Bugarskoj i Rumunjskoj i u SAD-u za 1,3 postotna boda na 0%, za 2,5 postotnih bodova u Bugarskoj i Rumunjskoj na -0,7% , dok je u Hrvatskoj stopa inflacije u 2015. iznosila -0,3% (smanjenje od 2,6 postotnih bodova).

Slika 11. Godišnja stopa promjene potrošačkih cijena mjerena harmoniziranim indeksom, u postocima

a) ukupna inflacija



b) temeljna inflacija*



* Temeljna inflacija isključuje komponente energije, prehrane, alkohola i duhana za sve zemlje, osim za SAD, gdje su isključene komponente energije i prehrane.

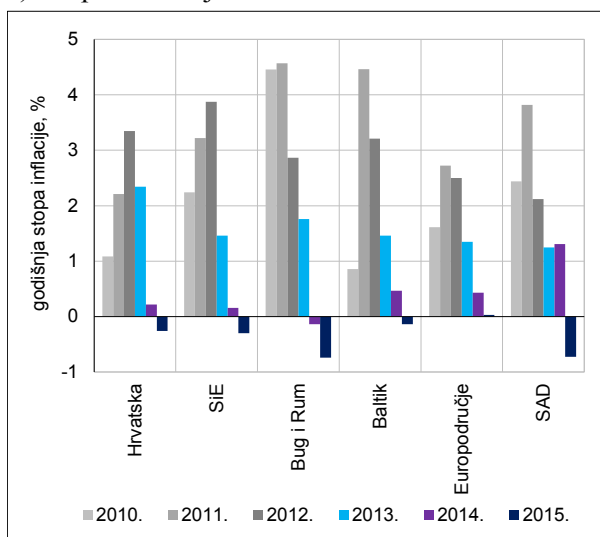
Napomena: Neponderirani prosjek. Srednja i Istočna Europa uključuje Poljsku, Slovačku, Sloveniju, Mađarsku i Češku, a baltičke zemlje Estoniju, Letoniju i Litvu (bez Letonije u izračunu temeljne inflacije zbog nedostupnih podataka).

Izvor: Eurostat

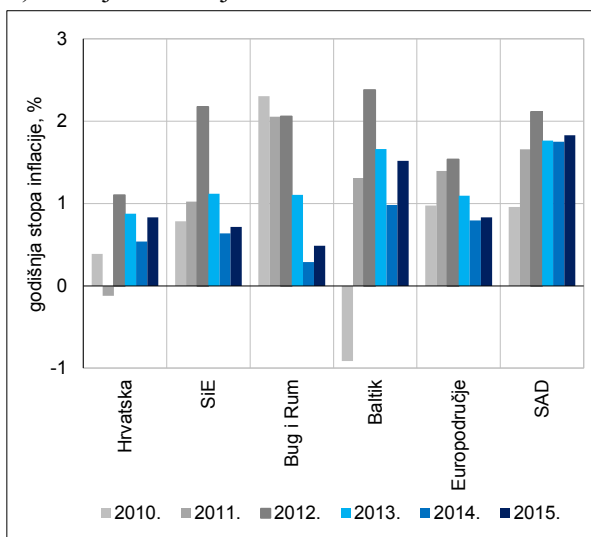
Za bolje razumijevanje utjecaja pojedinih fenomena na kretanje inflacije korisno je iz izračuna isključiti cijene koje su vrlo kolebljive, kao i administrativno regulirane cijene. Primjerice, stopa temeljne inflacije, koja se izračunava bez cijena energije, prehrane, alkohola i duhana, bila je pozitivna u svim promatranim zemljama između 2013. i 2015. Negativna stopa ukupne i pozitivna stopa temeljne inflacije u većini zemalja u dužem razdoblju jedan je od razloga zašto se trenutno negativne stope inflacije ne mogu smatrati deflacijom (Slika 12.). Niže cijene nafte i drugih sirovina na svjetskim tržištima (ne zaboravimo da ih Hrvatska uvozi), odnosno pad cijena uvoznih proizvoda, zapravo je tzv. pozitivan šok ponude koji popravlja uvjete međunarodne razmjene, jer se za jedinicu hrvatskog izvoza može dobiti više od jedne jedinice uvoza (Slika 13.).

Slika 12. Stopa promjene potrošačkih cijena mjerena harmoniziranim indeksom u promatranim zemljama, u postocima

a) ukupna inflacija



b) temeljna inflacija*

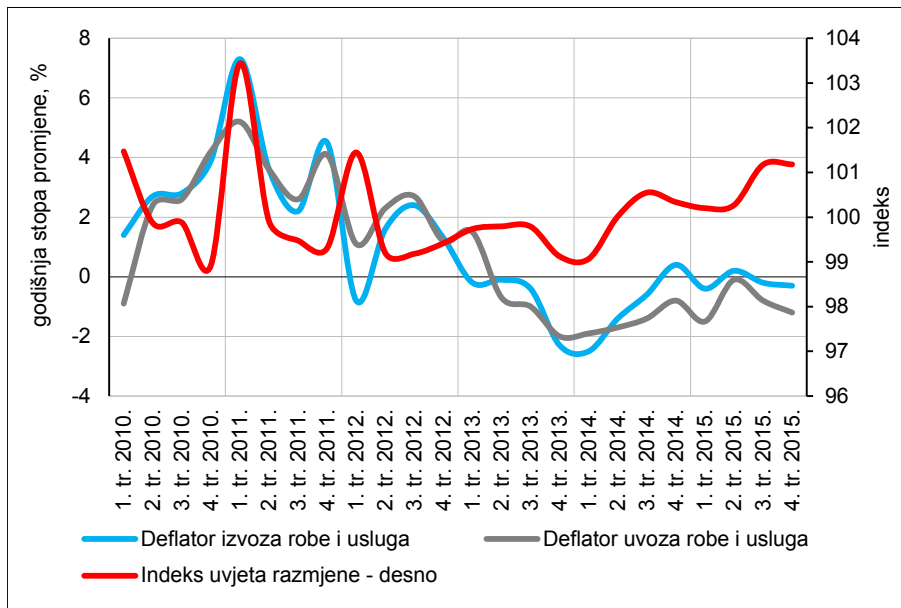


* Temeljna inflacija isključuje komponente energije, prehrane, alkohola i duhana za sve zemlje, osim za SAD, gdje su isključene komponente energije i prehrane.

Napomena: Neponderirani prosjek. Srednja i Istočna Europa uključuje Poljsku, Slovačku, Sloveniju, Mađarsku i Češku, a baltičke zemlje Estoniju, Letoniju i Litvu (bez Letonije u izračunu temeljne inflacije).

Izvor: Eurostat

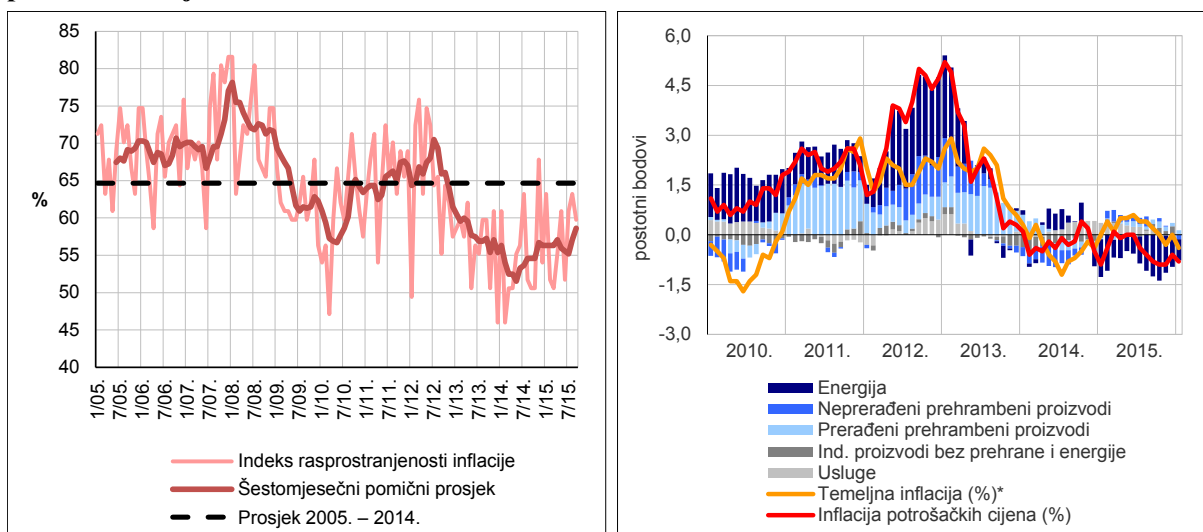
Slika 13. Deflatori izvoza i uvoza robe i usluga u Hrvatskoj



Izvor: Eurostat

Međutim, da negativna stopa inflacije nije rasprostranjena na najveći broj proizvoda svjedoči i indeks rasprostranjenosti inflacije. Spomenuti indeks pokazuje udio broja proizvoda čije su cijene rasle u određenom mjesecu u ukupnom broju proizvoda u košarici za izračun harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena. Vrlo je bitno da takav indeks zapravo signalizira je li rast odnosno pad cijena rasprostranjen na većinu sektora u gospodarstvu te pomaže pri procjeni je li intenzitet inflacijskih pritisaka tijekom određenog razdoblja ojačao ili oslabio. Tako je tijekom 2015. udio proizvoda u indeksu potrošačkih cijena bez energije i prehrane, čija je cijena rasla na mjesečnoj razini, dostigao gotovo 60%. To znači da cijene većine proizvoda rastu, i to velikim dijelom baš onih proizvoda koji se proizvode u Hrvatskoj, dok pojeftinjuju baš oni proizvodi koje uvozimo. Cjelokupan negativan doprinos inflaciji dolazi od cijena neprerađenih prehrambenih proizvoda i energenata (Slika 14.).

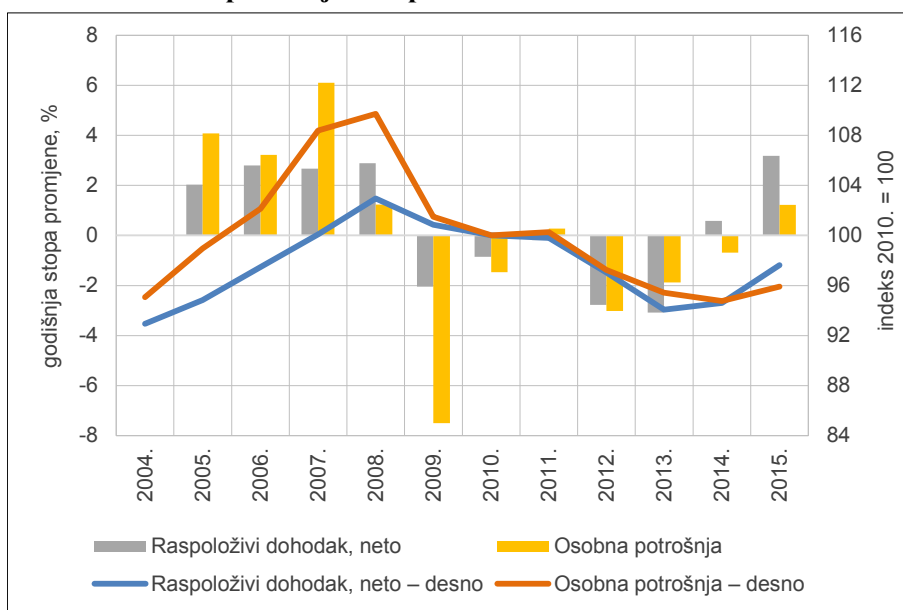
Slika 14. Indeks rasprostranjenosti inflacije u Hrvatskoj i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



* Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda ni cijene proizvoda koje su administrativno regulirane.
Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Da sumiramo, pad cijena hrane i energije pozitivan je šok za gospodarstvo u cjelini. Zbog snažnog smanjenja cijena u ta dva segmenta dobara nije došlo do odgađanja osobne potrošnje, što bi bilo karakteristično za deflacijsku spiralu, nego je popravljavanje trgovinske bilance zbog pada cijena uvoznih dobara omogućilo rast osobne potrošnje (Slika 15.). Budući da indeks rasprostranjenosti inflacije pokazuje da su negativne stope inflacije u Hrvatskoj uzrokovane koncentriranim padom cijena u maloj skupini uvoznih dobara, Hrvati zbog “deflacije” zarađuju više, a plaćaju manje, što im ne bi trebalo smetati.

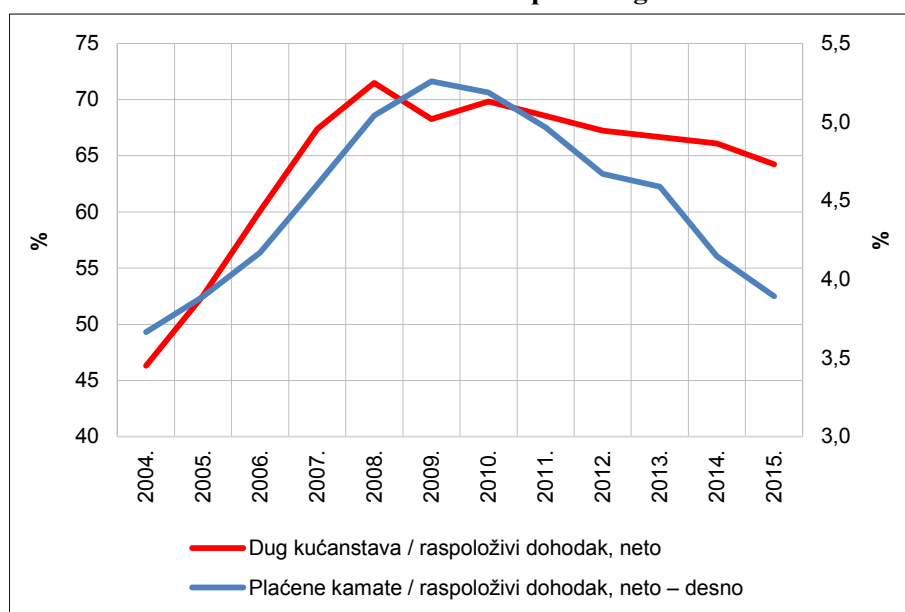
Slika 15. Osobna potrošnja i raspoloživi dohodak



Izvor: DZS

Drugo važno obilježje deflacijske spirale izvodi se iz takozvane teorije deflacije dugova. Ova teorija svoje temelje nalazi u djelu američkog ekonomista Irvinga Fishera iz 1933., a počiva na ideji da u razdobljima najvećih kriza dolazi do dugotrajne kontrakcije gospodarstva uzrokovane istodobnim razduživanjem većine sektora u gospodarstvu i padom cijena, pri čemu je brzina pada cijena veća od brzine kojom se domaći sektori razdužuju, pa se realna zaduženost domaćih sektora povećava. No, u Hrvatskoj recentna financijska kretanja ne pokazuju rast, nego smanjenje realnog tereta duga. Udio rashoda na kamate u raspoloživom dohotku potrošača kontinuirano se smanjuje, isto kao i omjer kredita i dohotka, a slična kretanja pokazuju i financijski pokazatelji poduzeća čija se profitabilnost popravlja zbog jeftinije hrane i energije. Stoga ne možemo govoriti o povećanju realnog tereta duga, što bi bilo svojstveno deflacijskoj spirali, nego upravo suprotno, zaduženost kućanstava i udio plaćenih kamata u raspoloživom dohotku zamjetljivo su se smanjili u posljednjih nekoliko godina, a rast realnih dohodaka olakšava otplatu duga (Slika 16.).

Slika 16. Zaduzenost kućanstava i teret otplate duga

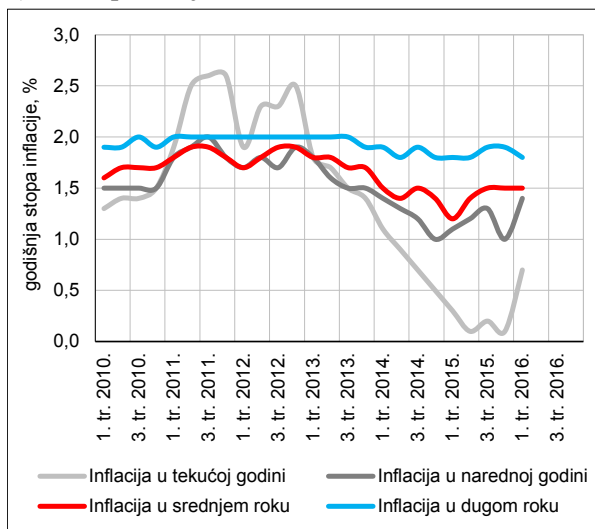


Izvor: HNB

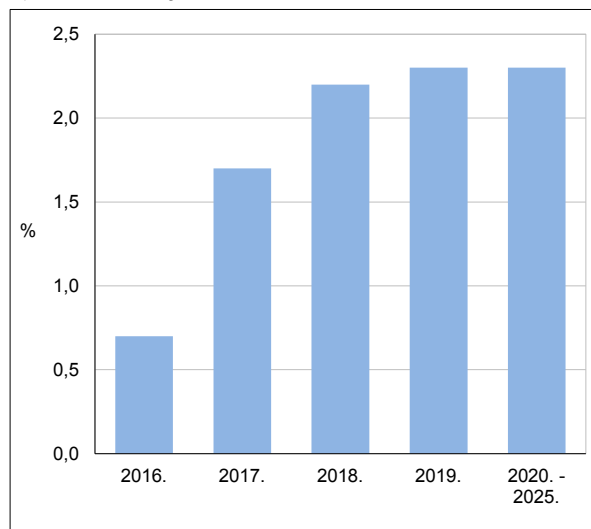
Dugoročna inflacijska očekivanja također upućuju na to da bi se inflacija trebala vratiti na dugoročni trend. Anketa profesionalnih prognostičara o očekivanoj godišnjoj stopi pokazuje da deflacija nije duboko ukorijenjena u gospodarstvu, već da je riječ o privremenoj pojavi, što je u skladu s padom kolebljivih cijena prehrane i energije kao glavnih uzročnika negativne inflacije (Slika 17.). Sada kada je nafta poskupjela za 33% u mjesec dana, svima zabrinutima za deflaciju može laknuti. Ipak, sumnjam da će zato s velikim veseljem plaćati skuplje gorivo. Prema tome, u ovom trenutku ne može se govoriti o prisutnosti deflacijske spirale, već isključivo o negativnoj stopi inflacije uzrokovane prelijevanjem nižih cijena nafte i prehrane na svjetskom tržištu na domaće cijene u uvjetima relativno niske temeljne inflacije u europodručju.

Slika 17. Kratkoročna i dugoročna očekivanja inflacije potrošačkih cijena profesionalnih prognostičara, prosječne godišnje stope promjene

a) u europskom području



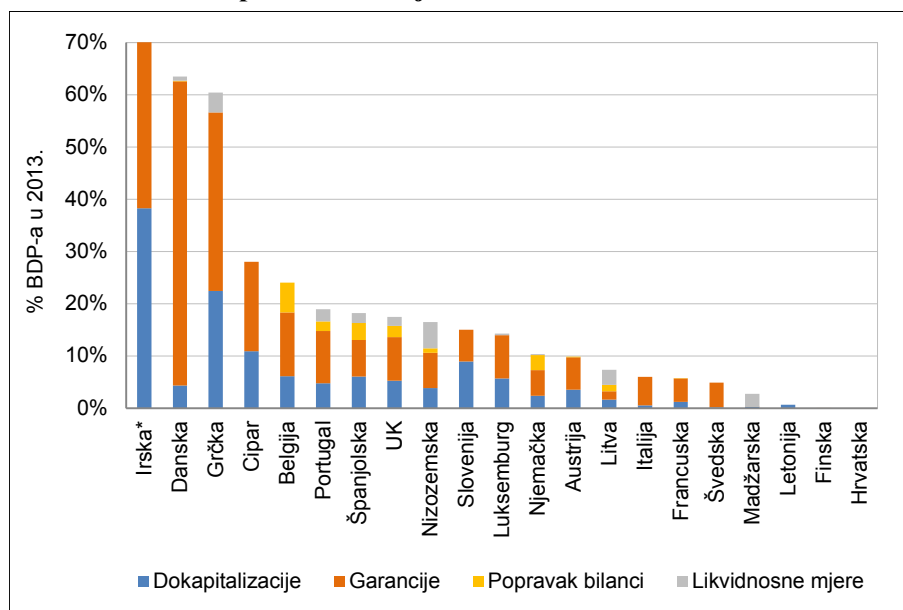
b) u Hrvatskoj



Izvori: ESB; *Eastern Europe Consensus Forecasts*, listopad 2015. i veljača 2016.

Prije samog zaključka, dopustite mi da naglasim drugu ključnu zadaću Hrvatske narodne banke te uputim na činjenicu kako se ona ne ispunjava sama od sebe, nego je također plod dugogodišnjega i sustavnog rada – to je doprinos očuvanju financijske stabilnosti, koja je jedan od ključnih preduvjeta održivoga gospodarskog rasta. Narušena financijska stabilnost i s njom povezane bankovne krize mogu imati iznimno visoke troškove, što smo najbolje vidjeli u pojedinim zemljama članicama EU-a tijekom posljednjih godina (Slika 18.). Tog troška u Hrvatskoj nije bilo, što je među ostalim plod niza makrobonitetnih mjera, instrumenata i aktivnosti koje je HNB provodio s ciljem jačanja otpornosti financijskog sustava. Sve skupa pomoglo je očuvanju povjerenja u bankovni sustav, bez kojega gospodarstvo ne može samostalno funkcionirati, niti štediša mogu sa sigurnošću upravljati svojom financijskom imovinom.

Slika 18. Državna pomoć financijskom sektoru, 2008. – 2013.

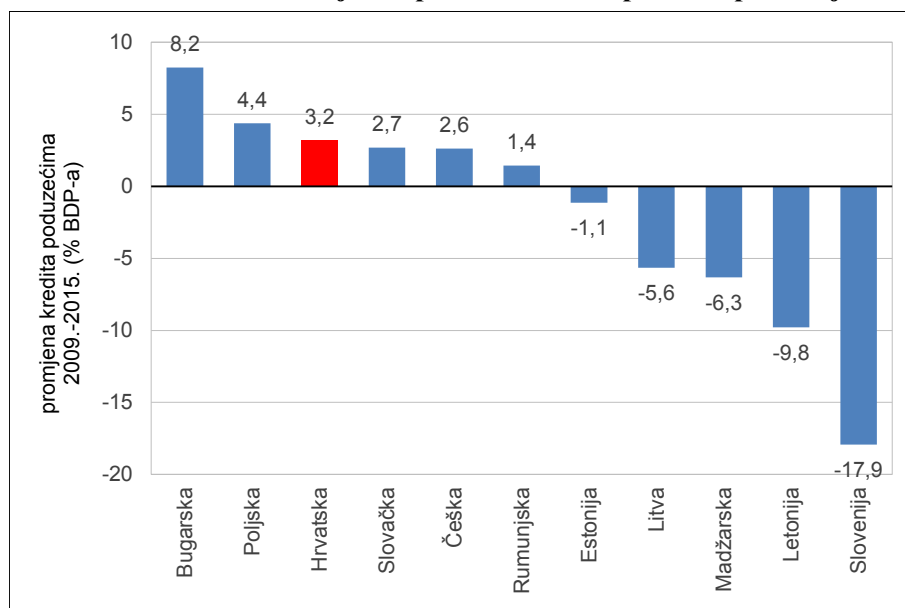


Napomena: Podatak za Irsku iznosi 214% BDP-a.

Izvor: EK

Da zaključimo: monetarna politika HNB-a trenutačno je izrazito ekspanzivna te zasigurno nije ni kočnica ni prepreka oživljavanju gospodarstva i ubrzanju njegova oporavka. Pritom je u Hrvatskoj unatoč zamjetljivom padu BDP-a ostvarena relativno povoljna dinamika kreditiranja korporativnog sektora, posebice u odnosu na pojedine usporedive zemlje gdje je razduživanje bilo jako izraženo (slike 19. i 20.). Monetarna politika i nadalje je orijentirana na snižavanje troškova financiranja za sve sektore gospodarstva, koji su trenutačno na povijesno najnižim razinama. Tako se ujedno olakšalo financiranje novih projekata i refinanciranje postojećih dugova. Strukturne repo operacije daju dodatni zamašnjak kreditiranju u domaćoj valuti.

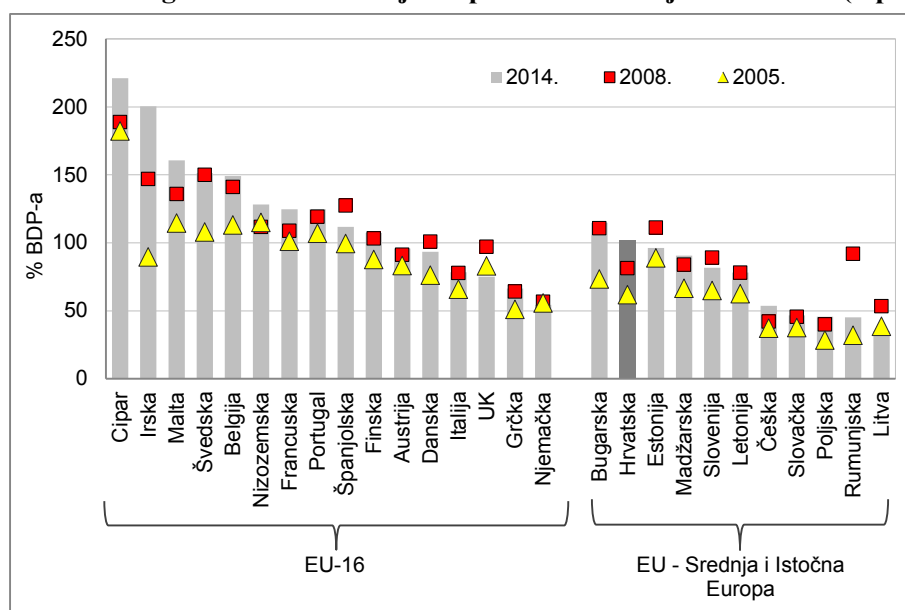
Slika 19. Krediti nefinancijskim poduzećima – usporedba po zemljama



Napomena: Stupci prikazuju kumulativnu promjenu kredita banaka sektoru nefinancijskih poduzeća kao postotak BDP-a za razdoblje 2009. – 2015. (izračunato na temelju transakcija).

Izvori: HNB; ESB; Eurostat; AMECO

Slika 20. Dug sektora nefinancijskih poduzeća zemalja članica EU (u postocima BDP-a)



Napomena: Dug poduzeća je zbroj kreditnog duga i duga s osnove dužničkih vrijednosnih papira iz nekonsolidiranih financijskih računa.

Izvori: Eurostat; HNB

No, isto tako valja naglasiti da HNB uz nove mjere ne odustaje od vjerodostojnog vođenja politike stabilnog tečaja domaće valute koji je i nadalje glavno nominalno sidro za ostvarivanje našega zakonskog mandata održavanja niske i stabilne inflacije, a usto i financijske stabilnosti. Na taj će način središnja banka i nadalje biti jamac održavanja makroekonomske stabilnosti u smislu očuvanja vrijednosti novca i realnih dohodaka svih

sektora, što može samo olakšati provedbu prijeko potrebnih reformi u mnogim segmentima hrvatskoga gospodarstva, a koje izlaze izvan dosega monetarne politike i zakonskih zadaća monetarne vlasti. Stoga, ako svi akteri ekonomske politike budu donosili kvalitetne odluke koje će ići u smjeru popravljivanja strukturnih slabosti hrvatskoga gospodarstva, i nastojanja monetarne politike da olakša oporavak bit će uspješnija.

Reference

Agénor, P. R. & Montiel, P. J. (2008.). *Development macroeconomics*: Princeton University Press.

Céspedes, L. F., Chang, R. & Velasco, A. (2000). *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/7840.html>

Eichengreen, B. & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. *Proceedings*, 329-368. <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1999/S99eich.pdf>

Frankel, J. A. (2011). *Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey* (3). <http://web.hks.harvard.edu/publications/workingpapers/citation.aspx?PubId=7561>

Gramont, C. A. V. & Végh, C. A. (2013.). *Open economy macroeconomics in developing countries*: MIT press.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. & Savastano, M. A. (2014). Addicted to Dollars. *Annals of Economics and Finance*, 15(1), 1-51. doi:<http://www.aecon.net/contents.htm>

Rey, H. (2013). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*.

<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>

© HRVATSKA NARODNA BANKA