

MONETARNA TRANSMISIJA: SVE POČINJE I ZAVRŠAVA S BANKAMA

Sažetak

Kretanje kamatnih stopa na depozite i kredite u kratkom je roku odvojeno od kamatnih stopa na tržištu novca. Izoliranost depozitnih i kreditnih kamatnih stopa od udara kamata s tržišta novca središnjoj banci ostavlja prostor za upravljanje tečajem. Spomenuta izolacija aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka nastala je zbog prisutnosti tzv. stranih banaka. One su izolirale dugoročne kamatne stope od udara kratkoročnih kamatnih stopa i omogućile nastavak kreditne ekspanzije u prvoj fazi krize koja traje od listopada 2008. do danas. Banke su u tom razdoblju, suprotno raširenom strahu od povlačenja kapitala, u Hrvatsku „uvezle“ oko 2,8 milijardi eura novog kapitala. Taj je iznos bio toliko značajan da je omogućio nastavak rasta kredita i financiranje deficita još neprilagođenog državnog proračuna. Bez toga priljeva Hrvatska bi danas bila u neusporedivo težoj situaciji.

Kamatne stope banaka kreću se pod dominantnim utjecajem međunarodnih i domaćih rizika koji se reflektiraju u prinosima državnih obveznica. Stoga najučinkovitiji način za kontrolu kamatnih stopa leži u provedbi politika koje za posljedicu imaju smanjenje premija na rizik u prinosu hrvatskih državnih obveznica. To su institucionalne i druge reforme, vjerodostojna politika proračuna, pristupanje EU itd.

Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udругu banaka. Arhivanalitika zahvaljuje gosp. Ivi Krznaru na iznimno korisnim komentarima radne verzije rada. Odgovornost za sve eventualne pogreške i iznesene stavove pripada isključivo Arhivanaliticima.

Uvod

Kako se i kada likvidnost bankovnog sustava pretvara u kreditni rast? Pod kojim uvjetima zaoštavanje monetarne politike dovodi do usporavanja rasta kredita? I kako sve to utječe na gospodarsku aktivnost i cijene?

Ovo su bitna pitanja o kojima se puno raspravlja, pogotovo u vrijeme krize. No to su pitanja koja se u pravilu slabo razumiju. Odgovore na njih da i ne spominjemo. Često se pomiješaju kamatne stope tržišta novca i tržišta kredita. Ili se misli da će se promjene u monetarnoj politici trenutačno odraziti u ponudi kredita, proizvodnji i inflaciji. Ako bismo sudili prema izjavama u medijima, transmisija monetarne politike nalikuje stroju koji se upali na jednoj strani, da bi nakon predvidivog razdoblja željeni proizvod izašao na drugoj strani. To u stvarnosti nije tako. Riječ je o jednome od najsloženijih i najteže predvidivih financijskih podsustava, takozvanom mehanizmu monetarne transmisije. U njemu su skriveni odgovori na pitanja o tome kako će se kretati ponuda kredita i kamatne stope. Za Hrvatsku u ovome trenutku ključnim pitanjima: (i) hoće li se rast kredita moći nastaviti; (ii) hoće li se poremećaj kamatnih stopa na tržištu novca prelići na kamatne stope na kredite? bavimo se u ovome broju HUB Analiza.

Mehanizam monetarne transmisije proučava se već desetljećima, no istraživanja tako dugo traju samo u najvećim i najrazvijenijim zemljama (Miron, Romer i Weill, 1994). Proučavanja u malim i otvorenim ekonomijama proširila su se tek od 90-tih godina naovamo. Istraživanja su pokazala da monetarna politika djeluje na gospodarstvo s velikim vremenskim pomakom i s teško predvidljivim posljedicama. Zbog toga je danas općeprihvaćen stav da monetarna politika ne smije reagirati na trenutačne nego na očekivane pojave, te da pritom mora uzeti u obzir vremenske pomake i uzgredne učinke monetarnih mjera. To je iznimno teško jer zahtijeva veliku vještinu predviđanja ili znatnu dozu sreće.

Tranzicija je u srednjoj i istočnoj Europi usmjerila pozornost istraživača prema brojnim uzgrednim učincima za koje se pokazalo da su puno složeniji u malim i otvorenim nego u velikim i razmjerno zatvorenim ekonomskim sustavima. (Coricelli et. al., 2006).

Naime, u velikom ekonomskom sustavu poput američkoga, središnja banka kupnjom i prodajom vrijednosnih papira pokušava utjecati na kamatne stope. Prodajom vrijednosnih papira povlači novac tj. likvidnost iz banaka i potiskuje kamatne stope prema gore. Rast kamatnih stopa potiče štednju i smanjuje potrošnju i investicije, te na taj način „hladi“ ekonomiju i smanjuje inflaciju. Vrijedi i obratno. Međutim, u malim i otvorenim ekonomijama rast kamatnih stopa može privući strani kapital i uzrokovati jačanje domaće valute te rast ukupne potražnje. Zbog toga zaoštavanje monetarne politike i podizanje kamatnih stopa u maloj i otvorenoj ekonomiji može izazvati posve suprotnu situaciju od željene (ekspanziju umjesto restrikcije). Nadalje, pitanje je hoće li ti efekti biti

Hoće li se poremećaj kamatnih stopa na tržištu novca prelići na kamatne stope na kredite, ili se kamatne stope na kredite nalaze pod utjecajem drugih čimbenika?

poništeni zbog učinka aprecijacije na (manji) neto izvoz, jer veza tečaja, izvoza i uvoza, dodatno komplicira ishod. Vrijedi naravno i obratno: pretjerana monetarna ekspanzija i niske kamatne stope u maloj i otvorenoj ekonomiji mogu uzrokovati probleme zbog odljeva kapitala. Sve u svemu, odnosi su iznimno složeni.

U opisanom funkcioniranju mehanizma monetarne transmisije kao da nema banaka. Naglašava se puštanje i povlačenje likvidnosti i njen utjecaj na cijene financijskih imovina (kamatne stope, tečaj itd.). Zbog toga govorimo o tzv. „novčanom pogledu“ na kanal monetarne transmisije. S njime je povezan „kamatni prijenos“ impulsa monetarne politike. Promatra se kako se promjene kamatnih stopa tržišta novca (na koje središnja banka prema pretpostavci može utjecati) prelijevaju na promjene kamatnih stopa na depozite i kredite (koje se nalaze pod kontrolom banaka).¹

Potpuniji, tzv. „kreditni pogled“ na kanal monetarne transmisije naglašava važnost kredita odnosno banaka koje ih proizvode. Prema kreditnom pogledu, financijske institucije, posebno banke, imaju ključnu ulogu u prijenosu (ili gušenju) impulsa monetarne politike (Bernanke i Blinder, 1988; Bernanke i Gertler, 1995). Postoje različiti načini djelovanja kreditnog kanala koji su povezani i s drugim kanalima monetarne transmisije, a koje se počelo ubrzano istraživati posljednjih godina. To su: bilančni kanal, tečajni kanal, kanal bogatstva (bilančni kanal), kanal očekivanja i kanal kapitala odnosno rizika.

U ovom ćemo radu opisati sve kanale prijenosa monetarnih impulsa i njihove međusobne interakcije. Treba međutim istaknuti da je glavna svrha analize objasniti zašto monetarna politika Hrvatskoj i njeni burni učinci na tržištu novca imaju ograničene učinke na tržištu depozita i kredita. *U Hrvatskoj se, naime, (prekonoćna) kamatna stopa tržišta novca u proteklih godinu dana povećala gotovo tri puta: s prosječnih 3,7% godišnje u razdoblju od siječnja do rujna 2007. na prosječnih 10,5% godišnje u razdoblju od listopada 2008. do siječnja 2009. U zadnjem su se razdoblju i kolebanja jako povećala, pa je bilo dana kada je kamatna stopa tržišta novca u pojedinim transakcijama prelazila 20%, pa i 30% godišnje.*

Kada bi se ovakav kamatni udar dogodio na tržištu Eurozone, oko 50% povećanja kamatne stope tržišta novca trenutno bi se prelilo na rast kamatnih stopa banaka (aktivnih i pasivnih). To znači da bi u ovih nekoliko mjeseci kamatne stope na kredite u prosjeku narasle oko 3,5 postotnih bodova. Efekt bi se u cijelosti prelio na kamate banaka u dugom roku (De Bondt, 2002), sa svim negativnim posljedicama po ponudu kredita, financijske tokove i gospodarsku aktivnost. To se u Hrvatskoj nije dogodilo, što se može zahvaliti integriranosti vodećih hrvatskih banaka u međunarodne bankovne grupe. Prema tome, međunarodna integriranost banaka bitno je promijenila način

U Hrvatskoj se kamatna stopa tržišta novca povećala gotovo tri puta, s prosječnih 3,7% na 10,5%. Da se ovakav skok dogodi u Eurozoni, aktivne kamatne stope banaka reagirale bi trenutačno. Dugoročno bi se cjelokupni udar prenio na aktivne kamatne stope banaka. Što će se dogoditi u Hrvatskoj?

¹ Neki autori govore o kamatnom kanalu koji djeluje putem promjena kamatnih stopa i izravnom kanalu koji djeluje izravno putem promjena likvidnosti (Čenić, 2004).

funkcioniranja mehanizma monetarne transmisije u Hrvatskoj i nizu sličnih zemalja. *Prisutnost stranih banaka izolirala je dugoročne kamatne stope od udara kratkoročnih kamatnih stopa s domaćeg tržišta novca, i omogućila nastavak kreditne ekspanzije i nakon početka globalne krize. Upravo tzv. strane banke uspjele su oslabiti negativne učinke globalne krize u prvoj fazi od listopada 2008. do danas. Banke su u tom razdoblju, suprotno raširenom strahu od povlačenja kapitala, uvezle oko 2,8 milijardi eura novog kapitala u Hrvatsku. Taj je iznos omogućio nastavak rasta kredita i financiranje deficita još neprilagođenog državnog proračuna. Bez toga priljeva Hrvatska bi danas bila u neusporedivo teškoj situaciji.*

U Hrvatskoj, zahvaljujući „stranim“ bankama, postoji izolacija kreditnog tržišta od tržišta novca. Unatoč restriktivnoj monetarnoj politici banke su, suprotno očekivanju, tijekom ove krize uvezle oko 2,8 milijardi eura novog kapitala što je omogućilo nastavak kreditiranja i financiranje proračuna.

Zaključak rada je da je postojeća financijska struktura u Hrvatskoj dobro podešena za borbu protiv krize financijske integracije u kojoj dolazi do preokreta u globalnim tokovima kapitala. Središnja banka ima širok manevarski prostor za upravljanje tečajem domaće valute jer može utjecati na rast i kolebanja kamatnih stopa tržišta novca. Banke su u stanju u kratkom roku gotovo potpuno izolirati kamatne stope na depozite i kredite od kamatnih stopa tržišta novca. Iako se prelijevanje krize na kamatne stope na bankovne depozite i kredite ne može u potpunosti spriječiti, na tržištu depozita i kredita mogu se održavati puno stabilnije kamatne stope koje ne izazivaju nagle i jake udare na klijente.

U prvom poglavlju kratko prikazujemo dosadašnje rezultate istraživanja mehanizma monetarne transmisije. U drugom poglavlju prikazujemo rezultate istraživanja na podacima za Hrvatsku. Ne istražujemo cjelokupni mehanizam transmisije, nego samo njegovu prvu fazu - takozvani kamatni prijenos (vezu između kamatnih stopa tržišta novca i kamatnih stopa banaka). Potom istražujemo osjetljivost ponude kredita na monetarnu politiku. U trećem poglavlju izvodimo zaključke.

I. O mehanizmima monetarne transmisije

Teorije

Većina ljudi, pa i obrazovanih ekonomista, ima naivan pogled na učinke monetarne politike. Prema tom gledanju, središnja banka može povećati ili smanjiti likvidnost bankovnog sustava i na taj način utjecati na smanjenje ili povećanje kamatnih stopa. Ako je inflacija niska, a gospodarska aktivnost stagnira ili pada, treba povećati likvidnost i snižavati kamatne stope. Vrijedi i obratno.

To je sukus takozvanog novčanog pogleda na mehanizam monetarne transmisije. Prema novčanom pogledu, bitna su dva kanala utjecaja. Prvo, bitno je kako će se promjene kamatnih stopa tržišta novca odraziti na promjene dugoročnih kamatnih stopa. I drugo, bitno je kako će promjene dugoročnih kamatnih stopa utjecati na proizvodnju i cijene. Međutim, problem je u tome što varijacije kamatnih stopa u mnogim zemljama ne mogu na zadovoljavajući način objasniti promjene proizvodnje i cijena.

Monetarna politika djeluje na niz složenih načina. Jednim ih imenom nazivamo kanali monetarne transmisije.

Zbog toga su ekonomisti pred više od 20 godina krenuli u potragu za drugim kanalima monetarne transmisije.²

Ako se osvrnemo na događaje u Hrvatskoj unazad nekoliko mjeseci, vidjet ćemo zašto novčani pogled ne predstavlja dobar opis stvarnosti koja nas okružuje. Središnja banka ne reagira na krizu obaranjem nego povećanjem kamatnih stopa. HNB procjenjuje da bi eventualne koristi od nižih kamatnih stopa bile vrlo brzo poništene negativnim učincima slabljenja valute. Uvođenjem tečaja u model otvara se pogled na *tečajni kanal monetarne transmisije*.

Prema tradicionalnom gledanju, *tečajni kanal* monetarne transmisije djeluje na inflaciju, te preko nje na gospodarsku aktivnost. Deprecijacija domaće valute uzrokuje inflaciju pa treba odgovoriti na pitanje koja je brzina i snaga prijenosa pada vrijednosti domaće valute na rast cijena. Kada se dobije odgovor na to pitanje, treba povesti računa o uzgrednom učinku realnoga tečaja na neto izvoz (prema teoriji, slabiji realni tečaj pogoduje rastu neto izvoza). Međutim, važnost tečaja ovdje ne prestaje. Tečajni je kanal važan i zbog uske interakcije s tri druga kanala monetarne transmisije - *kanalom očekivanja, kanalom cijena imovina i bilančnim kanalom monetarne transmisije (naziva se još i kanal bogatstva ili neto vrijednosti)*.

Kanal očekivanja polazi od teorije formiranja kamatnih stopa putem čistih očekivanja. Prema teoriji čistih očekivanja, dugoročne su kamatne stope određene očekivanjem kratkoročnih kamatnih stopa u budućnosti. Ako govorimo o očekivanjima, onda iz njih ne možemo isključiti očekivanja vrijednosti tečaja. Naime, poremećaj očekivanja u tečajnom kanalu vrlo se lako može prenijeti u poremećaj dugoročnih kamatnih stopa u kanalu očekivanja, jer pad vrijednosti domaće valute ima isti učinak kao i rast domaćih kamatnih stopa. *Obje promjene utječu na smanjenje relativnih cijena domaćih imovina. Kanal cijena imovina* djeluje na dva načina. Prvo neizravno, preko bilančnog kanala monetarne transmisije i drugo izravno, preko korporativnih investicija.

Bilančni kanal. Pad cijena domaćih imovina umanjuje kreditnu sposobnost svih domaćih kompanija, sektora i pojedinaca čiji su dugovi nominalno zadani. Identičan učinak proizvodi deprecijacija valute ako su imovina i prihodi denominirani u domaćoj, a dugovi u stranoj valuti, što je čest slučaj u Hrvatskoj i nekim drugim zemljama srednje i istočne Europe. U oba slučaja dolazi do pada neto vrijednosti odnosno smanjenja kreditne sposobnosti dužnika. To može povećati premije na rizik i ugroziti tempo kreditiranja. Stoga govorimo o *bilančnom kanalu monetarne transmisije (ili kanalu bogatstva)*.

Korporativne investicije. Sklonost korporacija ulaganjima zavisi o odnosu između tržišne i knjigovodstvene vrijednosti kompanije.³ Kada je tržišna vrijednost puno veća od knjigovodstvene, tj. kada su cijene

Monetarna se politika ne prenosi uvijek „automatski“. Banke imaju jak motiv za neutralizacijom kratkoročnih učinaka restriktivne monetarne politike ne bi li nastavile s normalnim poslovanjem.

² Slaba objašnjavajuća moć kamatnih stopa za proizvodnju potvrđena je i u istraživanjima na hrvatskim podacima (Vizek, 2007)

domaćih financijskih imovina općenito visoke, tada se - uz relativno malu promjenu u vlasničkoj strukturi, izdanjem nove tranše dionica mogu prikupiti značajna novčana sredstva. Ona mogu izravno poslužiti za ulaganja i uz malo sreće i umijeća povećat će neto vrijednost kompanije. Povećanje neto vrijednosti olakšat će kompaniji pristup eksternim izvorima financiranja. Pad tržišne vrijednosti kompanija (tj. pad cijena dionica) destruiira taj motiv za investiranje. Treba primijetiti da na sličan način funkcionira i kanal cijena nekretnina, za kućanstva kao i za korporacije. Rast, posebno očekivani rast cijena nekretnina, kreira sklonost zaduživanju i ulaganju u nekretnine, ali vrijedi i obratno.

Kreditni kanal. Bilančni kanal i kanal cijena imovina preko bilančnog kanala najuže su povezani s kreditnim kanalom monetarne transmisije jer neto vrijednost dužnika u bitnome utječe na njegovu sposobnost zaduživanja. Kreditni kanal monetarne transmisije počiva na pretpostavci da monetarno zaoštavanje (otpuštanje) može omesti (potaknuti) ponudu kredita, a to ima učinak na realni sektor jer poduzeća i stanovništvo ne mogu lako pronaći financijske supstitute za uzete zajmove.⁴

Međutim, banke imaju jak motiv za neutralizaciju kratkoročnih restriktivnih učinaka monetarne politike i nastavak normalnog poslovanja tj. kreditiranja klijenata. Pravo pitanje stoga glasi: mogu li banke neutralizirati likvidnosni šok koji potječe od središnje banke, tj. mogu li se banke zadužiti na nekom tržištu koje je izvan dosega monetarne vlasti ili crpiti vlastite rezerve likvidnosti ne bi li održale kreditnu aktivnost usprkos monetarnoj restrikciji?

Kashyap, Stein i Wilcox (1993) upozorili su da velike tvrtke i velike banke uvijek raspolažu nekim alternativnim rješenjima – supstitutima. Zbog toga se ne može govoriti o djelovanju klasičnog kreditnog kanala koji bi trebao izravno djelovati kroz utjecaj na volumen kredita.⁵ Može se govoriti samo o tome da promjene monetarne politike putem bilančnog kanala i kanala cijena imovina utječu na neto vrijednost dužnika pa time i na cijenu njihova duga (jer smanjenje neto vrijednosti povećava premiju na rizik). Taj se mehanizam naziva *financijski akcelerator*. Financijski akcelerator djeluje preko tržišta kredita, ali ne na način kako je to izvorno bio zamišljao Ben Bernanke (izravno kroz kreditni kanal), već na sljedeći način: povećanje (smanjenje) cijena imovina utječe na rast (pad) neto vrijednosti dužnika, a rast (pad) neto vrijednosti dužnika utječe na cijenu i spremnost za zaduživanje kao i na spremnost kreditora za kreditiranje takvog klijenta. Kada rastu neto vrijednosti, raste i sklonost zaduživanju,

³ Naziva se još i Tobinov Q.

⁴ Vidjeti detaljnije u: Lang i Krznar (2004): str. 22-23.

⁵ Izvorna zamisao počiva između ostaloga na pretpostavci da središnja banka određuje primarni novac, a monetarni je multiplikator konstantan. U takvim uvjetima promjena monetarne politike, tj. viškova likvidnosti odnosno rezervnoga novca izravno utječe na depozitnu bazu iz koje se odobravaju krediti. Očito, ako nema supstituta, monetarna politika može izazvati kreditnu kontrakciju preko kontrakcije rezervnoga novca i depozitne baze. Problem je, međutim, u tome što depozitna baza ima autonomnu dinamiku koja ne ovisi o mjerama monetarne politike, a što se reflektira u velikim varijacijama monetarnog multiplikatora (Disyatat, 2008).

a kada zaduživanje raste, rastu i agregatni izdatci, povećavaju se prihodi u cijelom gospodarstvu i općenito sklonošću i sposobnošću daljnjeg zaduživanja. Međutim, vrijedi i obratno.

Sposobnost banaka i bankovnih grupa za amortizaciju učinaka monetarne politike primijećena je u istraživanjima koja su provedena u vrlo različitim bankovnim sustavima (npr. u SAD-u, Finskoj i Njemačkoj; Coricelli et. al., 2006, str. 27). Općenito, sposobnost amortizacije učinaka monetarne politike, tj. neutralizacije kreditnog kanala monetarne transmisije, veća je ako:

Banke su u cijelom svijetu autonomnije od monetarne politike ako su veće, diversificirane, bolje kapitalizirane i likvidne te sposobne financirati se na tržištu kapitala.

- banke pripadaju većim bankovnim grupama koje su još k tome geografski diversificirane (jer je u tom slučaju moguće geografski diversificirati pribavljanje sredstava),
- banke imaju visoku kapitalizaciju (jer se u tom slučaju mogu lakše zadužiti, npr. izdati obveznice po povoljnijim uvjetima, a ako su k tome i geografski diversificirane mogu lako seliti kapital),
- u strukturi kredita dominiraju dugoročni krediti koji su dobro osigurani (jer instrument osiguranja apsorbira eventualni negativni učinak monetarne kontrakcije na kreditnu sposobnost dužnika),
- u strukturi kredita dominiraju krediti denominirani u stranoj valuti (jer u tom slučaju kamatna stopa zavisi o svjetskoj kamatnoj stopi i premiji na rizik domaće valute),
- postoje razvijena tržišta kapitala na kojima postoje supstituti za banke i velike tvrtke.⁶

Kapital banaka predstavlja važnu kariku u lancu monetarne transmisije pa je u posljednjih nekoliko godina *kanal kapitala banaka odnosno kanal rizika* „priznat“ kao ravnopravan otprije poznatim kanalima (Borio i Zhu, 2008). Ni kanal kapitala odnosno rizika ne djeluje izolirano. Najbolji primjer je dobro poznati slučaj interakcije s kanalom tečaja i bilančnim kanalom u malim i otvorenim ekonomijama s velikim udjelom zajmova denominiranih u stranoj valuti (slučaj Hrvatske, Mađarske i Poljske). Takozvana transformacija tečajnog rizika u kreditni rizik znači da deprecijacija povećava teret otplate dugova (smanjuje neto vrijednost dužnika – bilančni kanal), a to povećava rizik bankovnih plasmana i gubitke (kanal rizika odnosno kapitala).

Kanal kapitala banaka (kanal rizika) usko je povezan i s kreditnim kanalom. Iako banke u velikom broju slučajeva mogu posve isključiti utjecaje kroz kreditni kanal (supstitucijom), upravo bi kanal kapitala mogao aktivirati djelovanje kreditnog kanala. Na primjer, povratni učinci recesije u realnom sektoru mogu povećati stvarne i potencijalne gubitke u kreditnim portfeljima tako da banke bitno uspore ili obustave kreditiranje. Slijedom iste logike, monetarna će politika imati minimalne

⁶ Zbog toga većina empirijskih testova kreditnog kanala počiva na testiranju različitih reakcija različitih banaka (Lang i Krznar, 2004).

ili nikakve učinke na kreditiranje sve dok ostvareni i potencijalni gubitci ne zaprijetu kapitalu banaka.

Kanal kapitala počiva na pretpostavci da postoji razlika u cijeni glavnice naspram drugim izvorima financiranja.⁷ Zbog toga, ali i zbog uske povezanosti s kreditnim kanalom, moguće je kapitalnim zahtjevima utjecati na monetarnu transmisiju. Upravo slijedom te logike u Hrvatskoj je svojedobno uveden dodatni kapitalni zahtjev za izlaganje kreditnom riziku klijenata koji su izloženi valutnom riziku. Iz istoga je razloga uvedena veća opća stopa kapitalne adekvatnosti (10% pa 12%). Naravno, upitno je koliko ta mjera stvarno utječe na kreditiranje klijenata, no važna je namjera, odnosno činjenica da se kanal kapitala koristi u praksi.

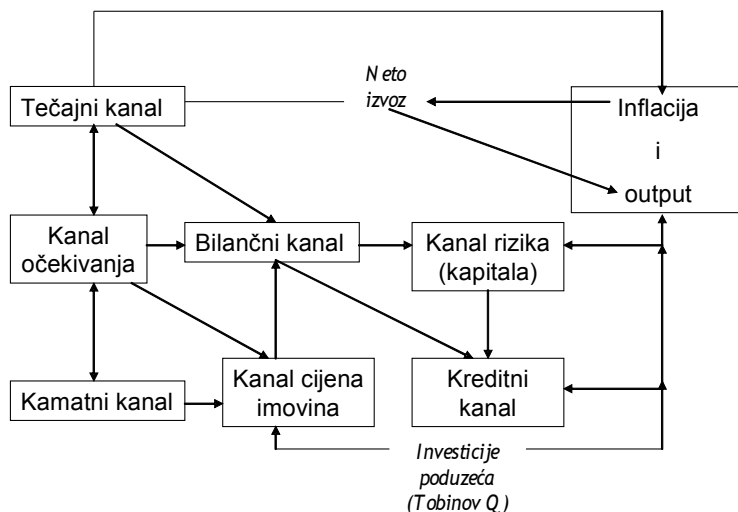
Čak i ako ne djeluje trenutačno kroz kreditni kanal, dodatni kapitalni zahtjev ima smisla ako se uvodi u razdoblju u kojem postoje jasne naznake pretjeranoga apetita za rizikom. Naime, visoka likvidnost i spremnost na preuzimanje rizika idu ruku pod ruku (Borio i Zhu, 2008). Stoga je razumno pretpostaviti da pretjerana likvidnost može dovesti do pretjeranog preuzimanja rizika. Globalna je kriza nastala upravo zbog toga. U malim i otvorenim ekonomijama protiv takvih se konstelacija nije moguće boriti standardnim instrumentima monetarne politike (smanjenjem viškova rezervnoga novca, podizanjem kamatnih stopa), pa često preostaju jedino dodatni kapitalni zahtjevi odnosno prudencijalne politike koje putem kanala kapitala utječu na stanje u gospodarstvu. Pritom treba jako paziti da se takvim mjerama ne izazove dodatna procikličnost.⁸

Poglavlje zaključujemo shematskim prikazom funkcioniranja i interakcija među različitim kanalima monetarne transmisije. Sljedeća shema sažima cjelokupnu dosadašnju raspravu.

⁷ Iako u suprotnosti s Modigliani-Millerovim teoremom, ova pretpostavka vrijedi u stvarnosti. Vlasnici traže povrat na kapital koji je u pravilu viši od prosječne cijene drugih izvora sredstava banaka.

⁸ Povećani kapitalni zahtjev uzrokovat će manji povrat na kapital banke. Ako povrat na kapital zbog toga padne ispod praga povrata što ga očekuje vlasnik, postoji opasnost da banke počnu poslovati na rubu minimalne kapitalne adekvatnosti i da zbog toga ne odgovore na kvalitetnu novu potražnju za zajmovima na početku sljedećega kreditnog ciklusa. U krajnjem slučaju, to može dovesti do odgode početka ciklusa i velikoga društvenog gubitka.

Shema kanala monetarne transmisije



Objašnjenje sheme:

Promjene kamatnih stopa i tečaja odvijaju se simultano. Povezane su odnosom kamatnog pariteta. Tečaj se prenosi na inflaciju (gornja linija) što određuje realni tečaj, a realni tečaj utječe na neto izvoz i preko njega na output. U isto vrijeme i tečaj i kamatne stope imaju učinke na cijene imovina i neto vrijednost bogatstva (bilančni kanal), ali u tome važnu ulogu imaju i očekivanja. Promjena neto vrijednosti imovina odnosno bogatstva utječe na neto vrijednost kolaterala što putem bilančnog kanala može utjecati na kapital banaka i njihovu spremnost za odobravanje kredita. U isto vrijeme, sklonost korporacija investiranju zavisi o odnosu tržišne i knjigovodstvene vrijednosti glavnice. Sve utječe na output, pri čemu postoji i povratna sprega od promjena outputa na spremnost banaka da odobravaju kredite i na njihov kapital. Pad outputa povećava rizike, i obrano. Osim što djeluju preko bilančnog kanala (financijskog akceleratora), promjene cijena imovina izravno utječu na output i cijene (Tobinov Q). Promjene outputa i cijena također imaju povratni učinak na cijene imovina.

Važno je napomenuti da ne postoji jedinstvena teorijski prihvaćena shema kanala monetarne transmisije. Teorija o kanalima i njihovim interakcijama još se uvijek nalazi u formiranju pa različiti autori na različite načine razmišljaju o tom problemu. Primjerice, nije rijetkost da autori smatraju bilančni kanal i kanal cijena imovina dijelom kreditnog kanala (Brissimis i Magginas, 2003).

Rezultati istraživanja

Gornja shema kanala monetarne transmisije pokazuje iznimnu kompleksnost sustava. Nju je vrlo teško obuhvatiti jednim strukturnim modelom. Najviše što većina analitičara može učiniti jest odabrati manji broj segmenata monetarne transmisije i analizirati takozvane reducirane forme modela te se pritom nadati da dobivaju rezultate koji nešto znače.

U Eurozoni se kamatni impulsi s tržišta novca vrlo brzo prenose na kamatne stope na kredite, no u tranzicijskim zemljama taj je prijenos u pravilu slabiji.

Ovdje se nećemo baviti prijenosom monetarnih impulsa na inflaciju i proizvodnju⁹ već ćemo se usredotočiti na dva kanala koja su od kritične važnosti za Hrvatsku u ovoj fazi sučeljavanja s globalnom financijskom krizom. Prvi je kamatni kanal, odnosno kamatni prijenos između tržišta novca i tržišta bankovnih kredita i depozita. Taj je prijenos veoma važan za Hrvatsku jer mjeri opasnost prijenosa velikoga rasta kamatnih stopa s tržišta novca na tržište depozita i kredita. Podsjetimo, kamatne su stope tržišta novca tijekom proteklih godinu dana narasle oko tri puta te bi prijenos toga impulsa na tržište kredita vjerojatno izazvao dodatnu snažnu kontrakciju ekonomske aktivnosti, uz dodatna neizravna djelovanja putem kanala cijena imovina, te bilančnog i kreditnog kanala.

Druga tema na koju ćemo se usredotočiti u nastavku je kreditni kanal. On je veoma važan za Hrvatsku jer pomaže u predviđanju što će se tijekom krize događati s ponudom kredita. *Tempo kreditnoga rasta u Hrvatskoj je tijekom prve faze krize (od listopada 2008. do siječnja 2009.) zadržao začudnu dinamiku i pridonio slabijem prelijevanju negativnih učinaka globalne krize nego što je slučaj u većini drugih zemalja u regiji.* Postavlja se pitanje održivosti takve kreditne dinamike. U ovom odjeljku kratko prikazujemo rezultate istraživanja u drugim sličnim zemljama.

Najvažnije istraživanje prve poluge kanala monetarne transmisije (prijenosa promjena kamatnih stopa tržišta novca na kamatne stope banaka) na europskom tržištu je De Bondtovo iz 2002. On je pronašao trenutni prijenos 50% impulsa promjene na kamatne stope tržišta novca na kamatne stope banaka. Pronašao je i da se u dugom roku – zavisno o vrsti kamatne stope, impuls gotovo u cijelosti prenosi na bankovne stope.

Coricelli et. al. (2006) saželi su rezultate brojnih istraživanja za tranzicijske zemlje Srednje i Istočne Europe na sljedeći način:¹⁰

- Kamatni je prijenos najveći u dugom roku kada je riječ o kamatnim stopama na kratkoročne kredite poduzećima. Gotovo potpun prijenos susrećemo u baltičkim državama, dok je prijenos vrlo slab u Češkoj i Slovačkoj. Mađarska i Poljska predstavljaju srednji slučaj.
- Kamatni je prijenos vrlo slab kod kamatnih stopa na potrošačke kredite.
- Na depozitnoj se strani dugoročno prenosi oko 70% impulsa s tržišta novca s time da je prijenos najslabiji kod kamata na žiro i

⁹ Prve pokušaje takvih ocjena čitatelj može pronaći kod: Vizek (2007).

¹⁰ Svi istraživači kamatnog prijenosa koristili su modele korekcije pogreške.

tekuće račune. Općenito, što je ročnost duža, dugoročni je prijenos jači.

Što se tiče kreditnog kanala, istraživanja je manje, a rezultati su tako različiti da barem zasad nije moguće donositi zaključke. Postoje vrlo velike razlike u reakcijama kreditnih politika na razini pojedinih država odnosno bankovnih sustava. No to je posljedica velikih razlika u reakcijama pojedinih banaka. Pokušaji da se razlike u kreditnim reakcijama pojedinih banaka objasne njihovim karakteristikama (veličina, vlasništvo, kapitalizacija) do sada nisu dali sistematskog rezultata (Coricelli et. al., 2006). Međutim, kada je riječ o Hrvatskoj, Lang i Krznar (2004) pronašli su veću sposobnost banaka u stranom vlasništvu da prilagodbom strukture aktive i pasive izoliraju kreditnu stranu od učinaka monetarne politike i time priguše kreditni kanal njezina djelovanja.

II. Situacija u Hrvatskoj

Kamatni prijenos

Kolika je opasnost prijenosa stresa kamatnih stopa s tržišta novca na tržište depozita i kredita? Kamatne su stope tržišta novca tijekom proteklih godinu dana narasle oko tri puta i potpuni bi prijenos toga impulsa rasta na tržište bankovnih depozita i kredita vjerojatno izazvao snažnu kontrakciju aktivnosti praćenu uzgrednim negativnim učincima u kanalima neto vrijednosti, cijena imovina i rizika odnosno kapitala. Da se takav udar dogodio na europskom tržištu, trenutni bi prijenos iznosio 50% (oko 3,5 postotnih bodova), a u dugom bi se roku za većinu kamatnih stopa očekivao potpuni prijenos za oko 7 postotnih bodova (De Bondt, 2002).

Trenutni kamatni prijenos u Hrvatskoj izgleda vrlo slab.

Već prvi pogled na sliku 1 sugerira da je kamatni prijenos u Hrvatskoj puno slabiji (ako uopće postoji) nego u Europi i bližim nam tranzicijskim zemljama. Slika prikazuje prekonoćnu kamatnu stopu tržišta novca uz koju su prikazane četiri najvažnije kamatne stope u hrvatskom bankovnom sustavu. Vizualno nije moguće utvrditi bilo kakvu povezanost između kamatne stope tržišta novca i ključnih bankovnih aktivnih kamatnih stopa. Ako je takve povezanosti ikada i bilo, ona je nestala nakon 2001. godine kada je završen proces privatizacije i konsolidacije bankovnog sustava.

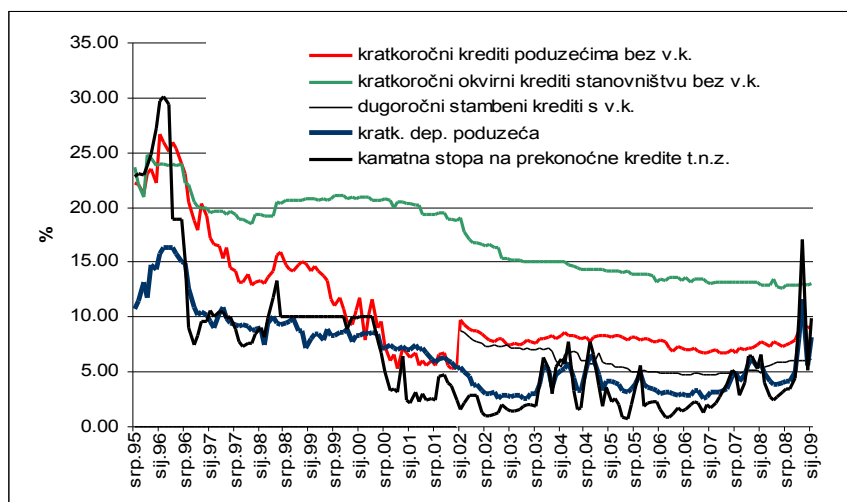
Podatci u tablici 1. ilustriraju ovu tvrdnju. Tamo su prikazani koeficijenti linearne korelacije između prekonoćnih kamatnih stopa tržišta novca i 20 vrsta aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka. Podatci za cijelo razdoblje od srpnja 1995. do siječnja 2009. sugeriraju vrlo usku vezu, no kada se odvojeno analizira razdoblje nakon siječnja 2001., vidi se potpuni gubitak povezanosti: koeficijenti naglo padaju, a predznaci im počinju varirati na nepredvidljiv način. Samo kamatne stope na kunske depozite

Hoće li se poremećaj kamatnih stopa na tržištu novca prelići u kamatne stope na kredite, ili se kamatne stope na kredite nalaze pod utjecajem drugih čimbenika?

poduzeća pokazuju osjetljivost na stopu tržišta novca nakon siječnja 2001.

Slika 1.

Kretanje najvažnijih kamatnih stopa poslovnih banaka 07/1995–01/2009



Tablica 1.

Koeficijenti linearne korelacije s prekonocnom kamatnom stopom TNZ

VRSTA KREDITA	PONDER U %*	RAZDOBLJE RAČUNANJA KORELACIJE	
		07/1995 – 01/2009	01/2001 – 01/2009
KUNSKI KREDITI BEZ V.K.			
Kratkoročni poduzećima	30,7	0,88	0,26
Kratkoročni stanovništvu, okvirni	39,2	0,70	-0,18
Kratkoročni stanovništvu, ostali	2,9	0,68	-0,05
Dugoročni poduzećima	1,8	0,76	0,16
Dugoročni stanovništvu	2,2	0,54	-0,13
KUNSKI KREDITI S V.K.			
Kratkoročni poduzećima	7,9	0,84	0,06
Kratkoročni stanovništvu	0,3	0,63	-0,13
Dugoročni poduzećima	4,8	0,76	0,15
Dugoročni stanovništvu, stambeni	2,2	-	-0,05
Dugoročni stanovništvu, ostali	3,3	-	0,05
KUNSKI DEPOZITI BEZ V.K.			
Žiro i tekući računi	27,5	0,85	-0,21
Kratkoročni poduzeća	22,8	0,90	0,78
Kratkoročni stanovništva	3,9	0,74	0,02
Dugoročni poduzeća	1,3	0,53	0,42
Dugoročni stanovništva	0,3	0,59	-0,11
DEVIZNI DEPOZITI U EUR			
Po viđenju stanovništva	12,3	0,86	-0,20
Po viđenju poduzeća	3,8	0,66	-0,17
Kratkoročna oročenja stanovništva	10,0	0,84	0,33
Kratkoročna oročenja poduzeća	7,9	0,48	0,19
Dugoročna oročenja stanovništva	2,5	0,78	0,46

* ponder prema udjelu u novosklopljenim ugovorima u referentnoj skupini bankovnih instrumenata
Izvor: Tablice G Biltena HNB-a (SDDS), izračuni autora.

Prema tome, jednostavne deskriptivne statistike sugeriraju da je kamatni prijenos (s tržišta novca na tržište depozita i kredita) u Hrvatskoj vrlo slab.¹¹ Naznake o njegovu djelovanju vidimo samo kod kunskih depozita poduzeća, što se može objasniti sve sofisticiranijim radom korporativnih riznica koje su dobro informirane o stanju na tržištu novca, rade s većim brojem konkurentnih banaka, tj. izravno s njihovim riznicama i u stanju su za svoje novčane viškove ugovoriti prinose koji slijede dinamiku kamatne stope tržišta novca.

Čvrsta barijera između tržišta novca s jedne i tržišta bankovnih depozita i kredita s druge strane u aktualnoj se situaciji pokazuje kao važan dobitak. Središnjoj banci ostaje širok manevarski prostor za upravljanje tečajem domaće valute. HNB može izazivati znatan rast i kolebanja kamatnih stopa tržišta novca radi obrane tečaja, a da banke za to vrijeme na tržištu depozita i kredita mogu izbjeći nagle i velike udare rasta kamatnih stopa na klijente. Barem u kratkom roku.

Postavlja se pitanje je li opisana segmentacija tržišta održiva u dugom roku? Odgovor ovisi o tome koji čimbenici i koliko utječu na visinu i kretanje kamatnih stopa i kakvi su njihovi dugoročni učinci.

Kada 53% pasive bankovnog sustava potječe od deviznih depozita i inozemne pasive, tada je razumno očekivati rezultat o maloj ili nikakvoj osjetljivosti kamatnih stopa depozita i kredita na kamatne stope domaćeg tržišta novca. Glavni drugi kandidati koji bi mogli utjecati na kretanje bankovnih kamatnih stopa su: (i) svjetska kamatna stopa, (ii) tečaj, (iii) premija na rizik Hrvatske i (iv) trošak regulacijskog opterećenja.

*Svjetska kamatna stopa, tečaj i premija na rizik. Niti jedan hrvatski subjekt, pa niti država ili banke, ne može se zaduživati uz euribor (kamatnu stopu tržišta novca u Europi). **Na tu se kamatnu stopu plaća premija na rizik.** Ako je riječ o euroobveznici koja je denominirana u eurima njena bi premija na rizik trebala pokazivati samo kreditni rizik. Ako je riječ o državnoj obveznici denominiranoj u kunama, uz premiju na kreditni rizik (rizik neplaćanja) u njen bi prinos trebala biti ugrađena i premija na valutni rizik (rizik slabljenja domaće valute). Međutim, kreditni i valutni rizik u zemlji poput Hrvatske ne mogu se odvajati. Razlog je u već objašnjenjanoj interakciji između tečajnog kanala, kanala očekivanja, bilančnog kanala i kanala kapitala banaka. Zbog toga je razumno pretpostaviti da na kamatne stope banaka utječe prinos koji u sebi sadrži učinke svih triju komponenata – svjetske kamatne stope, očekivane deprecijacije i premije na kreditni rizik. To je *prinos na kunsku državnu obveznicu*. Valja podsjetiti, prinos na državne obveznice pokazao se ključnom odrednicom kamatnih stopa banaka u strukturnom modelu HNB-a (HNB, 2008: str. 11-12).*

Zbog slabog kamatnog prijenosa tržište kredita i depozita je cjenovno odvojeno od tržišta novca. To ostavlja središnjoj banci prostor za obranu tečaja (visokim kamatnim stopama). No to je tipično za kratki rok. Što se s kamatama događa u dugom roku?

Daleko najjači dugoročni učinak na kamatne stope banaka ima rizik koji se reflektira u prinosu na državne obveznice. Rizik je ugrađen u sve kamatne stope. Niti jedan subjekt iz Hrvatske, pa ni Vlada, ne može se zaduživati uz EURIBOR zbog značajne premije na rizik.

¹¹ Na ovome mjestu moramo otkloniti sumnje o tome da kamatna stopa tržišta novca ne predstavlja potpuni signal karaktera monetarne politike. Lang i Krznar (2004) konstruirali su kompleksni indikator karaktera monetarne politike i pokazali da je u razdoblju nakon privatizacije i konsolidacije bankovnog sustava taj indikator usko koreliran s kamatnom stopom tržišta novca.

Trošak regulacijskog opterećenja. Kroz nekoliko HUB Analiza¹² prezentirali smo indeks regulacijskog opterećenja banaka koji mjerimo kao granični trošak regulacije banaka. Svjesna nemogućnosti djelovanja kroz klasične instrumente monetarne politike, središnja je banka tijekom čitavoga desetljeća koristila širok spektar instrumenata ne bi li poskupila pristup banaka inozemnim izvorima sredstava. Ciljajući na smanjenje granične profitne stope banaka, HNB je pokušavala djelovati na kreditni kanal preko kanala kapitala (jer dobit predstavlja dio glavnice). Zbog toga je razumno za pretpostaviti da je granični trošak regulacije mogao imati utjecaj na formiranje kamatnih stopa hrvatskih banaka.

U prilogu na kraju rada prikazane su ocjene dugoročnih parametara koji pokazuju povezanost između prinosa na državne obveznice i kamatnih stopa tržišta novca s jedne strane i različitih vrsta kamatnih stopa banaka s druge strane. Iako je riječ o rezultatima koje treba tumačiti s velikim oprezom, nekoliko preliminarno primijenjenih ekonometrijskih pristupa navodi na iste zaključke:

- dugoročni učinak premija na rizik sadržanih u prinosima na državne obveznice dominira kao objašnjenje bankovnih kamatnih stopa nad kamatnom stopom tržišta novca;
- kamatna stopa tržišta novca pokazuje se kao važno dugoročno objašnjenje kamatnih stopa samo u slučaju kratkoročnih depozita trgovačkih društava.

Kreditni kanal

Ako u Hrvatskoj funkcionira klasični kreditni kanal, onda bi upravljanje viškovima bankovnih rezervi, kojima upravlja HNB, trebalo izravno i/ili preko kamatne stope tržišta novca utjecati na volumen bankovnih kredita. Monetarna relaksacija (otpuštanje viškova rezervnoga novca) trebala bi pogodovati kreditnoj ekspanziji i obratno. Prema tome, bavimo se „prvom fazom“ kreditnog kanala – utjecajem monetarne politike na kredite, a ne „drugom fazom“ – utjecajem kredita na proizvodnju i cijene.

Podatci pokazuju da transmisija ne funkcionira na predstavljeni način. Viškove bankovnih rezervi mjerimo pomoću stope primarne likvidnosti bankovnoga sustava (sezonski prilagođene), a kredite pomoću vremenske serije plasmana banaka (u obliku sezonski prilagođene mjesečne stope promjene)¹³. Slika 2. pokazuje da je teško pretpostaviti da se iza prikazane relacije krije važan utjecaj viškova likvidnosti na ritam kredita. Na temelju podataka s početka desetljeća još bi se i moglo spekulirati o

Nema utjecaja monetarne politike na kredite. Krediti se kreću pod pretežitim utjecajem priljeva kapitala.

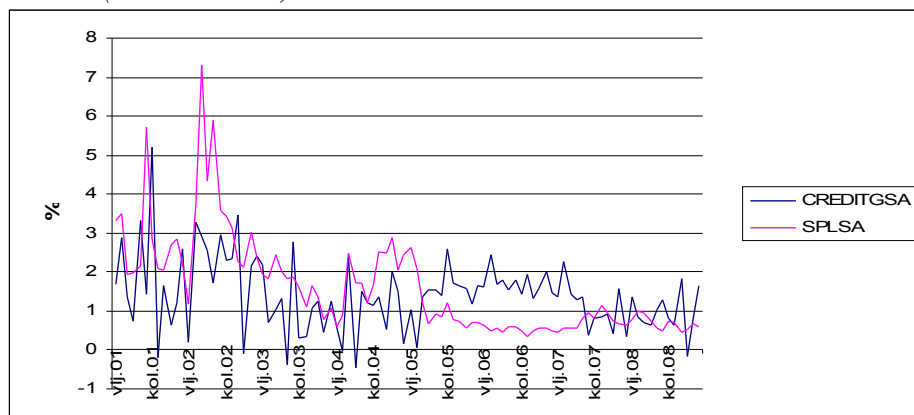
¹² Zadnje: HUB Analize br. 15. www.hub.hr

¹³ Objavljuje se u Tablici F4 Biltena i SDDS-a HNB-a, a izračunava se kao postotni udjel mjesečnog prosjeka dnevnih stanja viškova novčanih sredstava u kunama u mjesečnom prosjeku dnevnih stanja osnovice za obračun obvezne pričuve. Izvor za podatke o plasmanima banaka: tablica A1 Biltena i SDDS-a HNB-a. Sezonska prilagodba je izvedena pomoću aplikacijskog programa E-views 6 i metode X-11.

kakvoj-takvoj povezanosti, no kako je desetljeće odmicalo tako je dolazilo do strukturnih promjena u kretanju promatranih veličina.

Slika 2.

Stopa primarne likvidnosti (SPLSA) i mjesečna stopa rasta plasmana banaka (CREDITGSA) 02/2001 – 01/2009



Izvor: vidjeti fusnotu 13.

Kolebanja obiju varijabli postupno su se smanjivala. Međutim, ulaskom u prvu fazu globalne krize u posljednjem kvartalu 2008., naglo su povećana kolebanja stope rasta kredita, no to nije bio slučaj sa stopom primarne likvidnosti. Tijekom protekle četiri godine stopa primarne likvidnosti pokazala je iznimnu stabilnost, dok je tempo rasta kredita u istom razdoblju prošao kroz tri „režima“ rasta: prvo se mjesečna stopa promjene stabilizirala na razini malo nižoj od 2% mjesečno; potom je u drugoj polovici 2007. uslijedila „tranzicija“ u režim rasta od oko 1% mjesečno (tj. u režim rasta u skladu s administrativnim ograničenjem rasta kredita koji je propisala središnja banka), da bi potom nastupilo spomenuto snažno kolebanje rasta kredita u prvom razdoblju krize (10/2008. – 01/2009.).

Izgleda da strukturne promjene ovih varijabli nisu povezane. Takav je zaključak u skladu s najnovijim rezultatima istraživanja funkcioniranja mehanizma monetarne transmisije. Ti rezultati pokazuju neodređenost veze između viškova likvidnosti s jedne i monetarnih i kreditnih agregata s druge strane. Utjecaj središnje banke i drugih tržišnih sudionika na ponudu i potražnju za novcem toliko je složen, da se bilo koja stopa primarne likvidnosti može povezati sa širokim rasponom kamatnih stopa i različitim razinama i stopama promjene novčanih i kreditnih agregata (Disyatat, 2008).

Rezultat koji pokazuje da monetarna politika iskazana kroz promjene stope primarne likvidnosti banaka nema vidljiv učinak na tempo rasta kredita u skladu je s rezultatom o nepostojanju kamatnoga prijenosa s tržišta novca na tržišta depozita i kredita.¹⁴ Razlog zbog kojega banke mogu amortizirati udare domaće likvidnosti i voditi kreditnu politiku neovisno o domaćoj monetarnoj politici isti je onaj razlog zbog kojega

¹⁴ Rezultat nije neuobičajen za tržišta u razvoju (Cavausoglu, 2002).

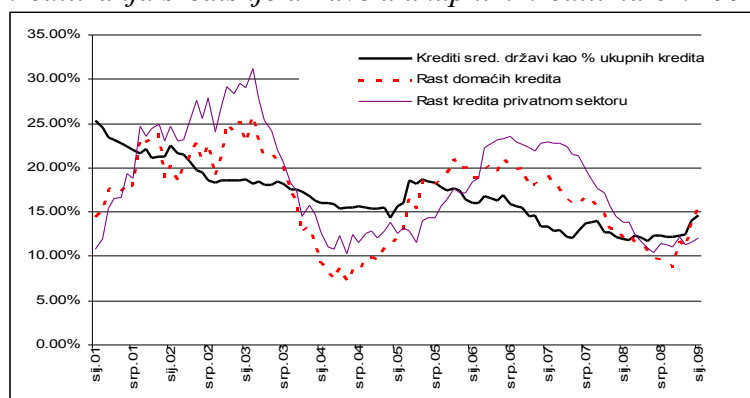
banke mogu izolirati kamatne stope za većinu kreditnih i depozitnih proizvoda od utjecaja kamatnih stopa kuskog tržišta novca. Banke lako pronalaze supstitute za domaće izvore sredstava. Središnja banka nema izravni utjecaj na te supstitute, prvenstveno na kapital i inozemnu pasivu banaka. Upravo su ti instrumenti u prvoj fazi prelijevanja globalne krize (zadnji kvartal 2008. i početak 2009.) omogućili hrvatskim bankama nastavak kreditne ekspanzije, ublažavanje prvih recesijskih impulsa i financiranje deficita (recesiji još neprilagođenoga) državnog proračuna. Takvu sposobnost banaka predvidjeli su još Lang i Krznar (2004). Otvoreno je pitanje bi li takvi odnosi opstali da banke nisu profitabilne i da učinak kanala kapitala počne dominirati sustavom.

Slika 3. pokazuje da je u drugoj polovici 2008., posve suprotno očekivanjima, naglo ubrzan rast domaćih kredita. Dodatno se ubrzanje gotovo u cijelosti može objasniti kreditiranjem proračuna središnje države. Udjel kredita državi u ukupnim kreditima dugoročno se smanjivao do sredine 2008. da bi potom počeo brzo rasti. U isto vrijeme, tempo rasta kredita privatnom sektoru uspješno je zadržan na dopuštenim razinama rasta od oko 12% na godišnjoj razini.

Kreditni je rast suprotno očekivanjima u drugoj polovici 2008. ubrzan, no ubrzanje je bilo povezano s povećanim potrebama za financiranjem države.

Slika 3.

Stope rasta kredita u odnosu na isti mjesec protekle godine i udjel kreditiranja središnje države u ukupnim kreditima 01/2001 – 01/2009



Izvor: SDDS, tablica D1.

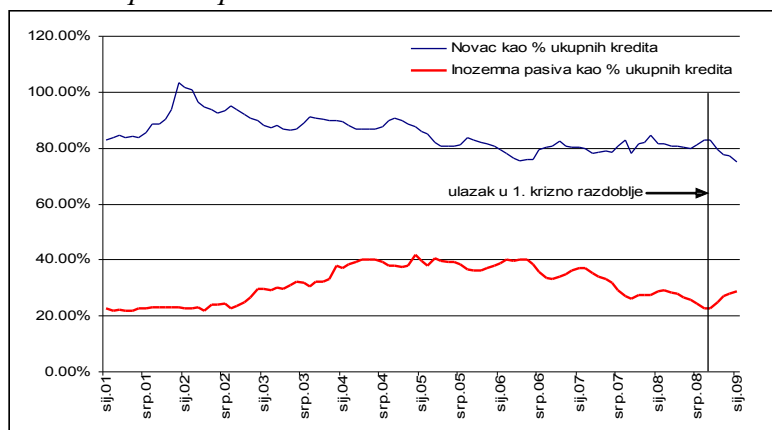
Slika 4. i tablica 3. pokazuju kako su banke uspjele održati tako snažnu kreditnu ekspanziju u uvjetima globalne krize i monetarne restrikcije koju HNB provodi radi kontrole tečaja kune. Od listopada 2008. nadalje možemo pratiti brzi pad udjela domaćih novčanih izvora (i kunske i devizne komponente) i nagli uzlet važnosti inozemne pasive u financiranju banaka. Taj je uzlet omogućen pravovremenim ukidanjem granične obvezne pričuve (početkom listopada 2008.) čime je bankama pojeftinjeno zaduživanje u inozemstvu odnosno nadomještanje nedostajućih novčanih izvora. Od kraja rujna 2008. do kraja siječnja 2009. banke ne samo da nisu iznosile kapital iz Hrvatske, već su u Hrvatsku uvezle novih 21 milijardu kuna ili oko 2,8 milijardi eura. 9 milijardi kuna ili oko 43% toga iznosa utrošeno je na financiranje deficita državnoga proračuna. To su toliko značajna sredstva da možemo zaključiti kako bi Hrvatska bez ovih novih izvora ušla u kreditnu

Bankarski sustav u krizi djeluje proturecesijski. No pitanje je koliko dugo rijekom ove godine može osiguravati priljev novog kapitala.

kontrakciju s nesagledivim negativnim učincima po gospodarsku aktivnost. Državni bi se proračun na rashodnoj strani morao prilagoditi za višestruko veći iznos od iznosa o kojem se govori tijekom priprema za rebalans u ožujku.

Slika 4.

Odnos novčanih izvora sredstava banaka (M4 bez gotovoga novca) i inozemne pasive prema domaćim kreditima banaka 01/2001 – 01/2009



Izvor: SDDS, tablica D1.

Tablica 3.

Važnije komponente strukture bilance banaka

	12/2007	09/2008	01/2009	12/2007	09/2008	01/2009
AKTIVA	milijuni kn			struktura bilance		
Potraživanja od sred. države	28,971.5	31,003.4	40,045.8	8.6%	9.0%	10.8%
Kreditni priv. sektoru	207,330.7	222,621.2	232,838.0	61.6%	64.6%	62.7%
Ostala aktiva	100,047.1	91,003.3	98,389.2	29.7%	26.4%	26.5%
PASIVA						
Novac i kvazi-novac	199,814.6	210,296.2	204,804.2	59.4%	61.0%	55.2%
Inozemna pasiva	65,152.6	57,577.3	78,503.6	19.4%	16.7%	21.1%
Ostala pasiva	18,203.3	17,529.3	27,083.3	5.4%	5.1%	7.3%
Kapitalni računi banaka	53,178.9	59,225.1	60,881.7	15.8%	17.2%	16.4%

Izvor: SDDS, Tablica D1.

Teško je pretpostaviti da će hrvatske banke tijekom 2009. (odnosno tijekom razdoblja krize) moći trajno osiguravati ovako izdašan pristup inozemnom kapitalu. Sa svakim daljnjim uvozom kapitala pogoršavaju se indikatori devizne likvidnosti. Obveze prema inozemstvu rastu brže od likvidne devizne imovine financijskog sustava. Razumno je za očekivati da će se priljev kapitala tijekom ove godine usporiti, što znači da bi bilo razumno proračun prilagoditi toj novoj realnosti.

Hrvatski bankarski sustav bio je jedini u regiji koji je imao tako izrazito proturecesijsko djelovanje.

O toj realnosti slika govori više od riječi. Slika 5. pokazuje mjesečne podatke za Hrvatsku, Češku, Estoniju i Latviju, četiri tranzicijske zemlje koje se nalaze u vrlo različitim situacijama. Latvija je u najdubljoj krizi s očekivanom kontrakcijom BDP-a većom od 6% u ovoj godini. Estonija je također snažno izložena globalnoj krizi. Češka je zemlja za koju se većina analitičara slaže da ima najviši stupanj otpornosti na krizu među tranzicijskim zemljama.

Estonija i Latvija zabilježile su znatno veće stope rasta kredita u proteklom razdoblju nego Hrvatska i Češka. Još od druge polovice 2007. započelo je usporavanje rasta kredita u tim zemljama i ono je bilo iznimno brzo: međugodišnje stope rasta na oba su se grafa strmoglavile.

Nadalje, rast kredita privatnom sektoru u Estoniji i Latviji bio je izrazito ovisan o inozemnom financiranju banaka. U Latviji su domaći depoziti toliko malo važni da omjer inozemne pasive banaka i kredita privatnom sektoru nikada nije pao ispod 80%. Latvijci su taj omjer tijekom prve faze krize ipak uspjeli zadržati na zatečenoj razini (oko 90%). U Estoniji je taj omjer izrazito rastao od kraja 2004. do kraja 2006. kada je uspostavljena vrlo uska korelacija između inozemne pasive i domaćih kredita privatnom sektoru. Nastavak rasta ovoga omjera u prvom razdoblju krize nije uspio spriječiti usporavanje tempa rasta kredita u Estoniji. Tamo se dogodila snažna kontrakcija depozitne baze tako da podrška međunarodnih (švedskih) banaka bankama u Estoniji (inozemna pasiva brzo raste) više nije dovoljna za osiguravanje dinamičnog tempa rasta kredita. Zbog toga je taj tempo do kraja 2008. pao na stopu rasta od oko 10% (y-o-y).

Hrvatska je u krizu ušla s puno sporijim tempom rasta kredita kojega je bilo lakše zadržati, pogotovo u svjetlu činjenice da su hrvatske banke pokazale najveću sposobnost pristupa stranom tržištu među svim promatranim zemljama.

Češke se banke najmanje oslanjaju na inozemne izvore. Tempo rasta kredita dosegno je maksimum u drugoj polovici 2007. i od tada usporava. Hrvatska bi vjerojatno sada bilježila razvoj sličan Češkoj da 2007. nije započelo veliko usporavanje kredita zbog mjera središnje banke. Kako su Hrvatske banke ušle u krizu s nižom osnovicom iz prethodne godine, sada im je relativno lakše održati (niži) tempo rasta nego bankama u Češkoj (gdje se potkraj 2008. i dalje bilježio brži tempo rasta).

Slika 5a.

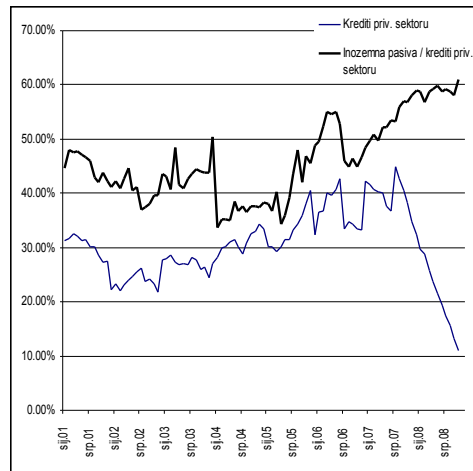
Hrvatska – stopa rasta kredita privatnom sektoru (prema istom mjesecu protekle godine) i omjer inozemne pasive prema kreditima privatnom sektoru u %



Izvor: IMF IFS

Slika 5c.

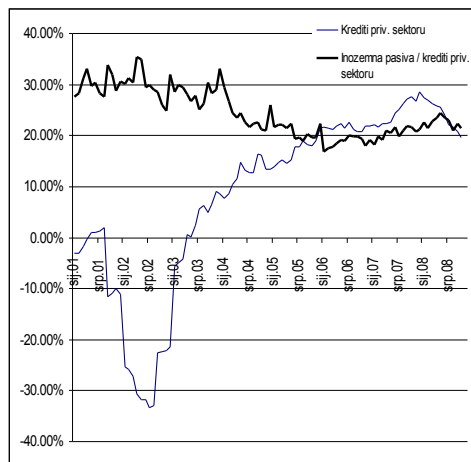
Estonija – stopa rasta kredita privatnom sektoru (prema istom mjesecu protekle godine) i omjer inozemne pasive prema kreditima privatnom sektoru u %



Izvor: IMF IFS

Slika 5b.

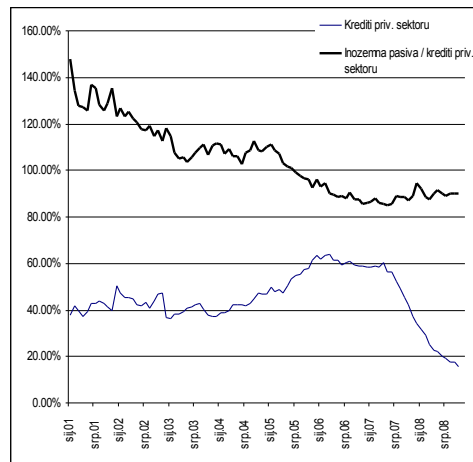
Češka – stopa rasta kredita privatnom sektoru (prema istom mjesecu protekle godine) i omjer inozemne pasive prema kreditima privatnom sektoru u %



Izvor: IMF IFS

Slika 5d.

Latvija – stopa rasta kredita privatnom sektoru (prema istom mjesecu protekle godine) i omjer inozemne pasive prema kreditima privatnom sektoru u %



Izvor: IMF IFS

III. Zaključak

Kanali monetarne transmisije u Hrvatskoj ne funkcioniraju na klasične načine. Međunarodna integritanost banaka bitno je promijenila način funkcioniranja toga mehanizma u Hrvatskoj i u nizu sličnih zemalja. Prisutnost stranih banaka izolirala je dugoročne kamatne stope od udara kamatnih stopa tržišta novca i omogućila nastavak kreditne ekspanzije koja je oslabila negativne učinke globalne krize u prvoj fazi koja traje od listopada 2008. do danas. Banke su u tom razdoblju, suprotno raširenom strahu od povlačenja kapitala, u Hrvatsku uvezle oko 2,8 milijardi eura novoga kapitala. Taj je iznos bio toliko značajan da je omogućio nastavak rasta kredita i financiranje deficita još neprilagođena državnog proračuna. Bez toga priljeva Hrvatska bi danas bila u neusporedivo težoj situaciji. Otvoreno je pitanje hoće li banke moći nastaviti s takvim ponašanjem.

Kamatne stope na depozite i kredite u kratkome su roku izolirane od kamatnih stopa na tržištu novca. Središnjoj banci to ostavlja prostor za upravljanje tečajem nauštrb visokih kamatnih stopa tržišta novca koje se neće trenutačno preliti na bankovne kamatne stope. *Kamatne stope banaka kreću se pod dominantnim utjecajem ukupnih međunarodnih i domaćih rizika koji se reflektiraju u prinosima državnih obveznica. Najučinkovitiji način za kontrolu kamatnih stopa su politike koje za posljedicu imaju smanjenje premija na rizik u prinosu hrvatskih državnih obveznica (institucionalne i druge reforme, vjerodostojna politika proračuna, pristupanje EU itd.).*

U isto vrijeme, to su politike što će najbolje doprinijeti nastavku kreditnoga rasta koji je nužan radi ublažavanja učinaka recesije. Kreditni kanal monetarne transmisije u Hrvatskoj ne funkcionira što znači da je utjecaj monetarne politike na kreditnu politiku banaka minimalan ili nikakav. Sposobnost održanja tempa kreditne ekspanzije zavisi ponajprije o priljevu kapitala, a on pak količinski i cjenovno zavisi o onim istim rizicima koji utječu na kamatne stope. Politika u malom i otvorenom gospodarstvu koje se integrira s ekonomski puno širom i većom regijom jednostavno nema instrumenata kojima bi mogla u bitnome pokretati ili zaustavljati kreditni kanal transmisije. Ona se mora oslanjati na politike koje mogu utjecati na smanjenje fundamentalnih rizika koji se reflektiraju u prinosima, prvenstveno na politike koje omogućavaju nastavak politike međunarodne integracije i institucionalne reforme.

Literatura

Bernanke, B. i A. Blinder (1988): "Credit, Money and Aggregated Demand." *American Economic Review Proceeding Papers*, 78(2): 435-39.

Bernanke, B. i M. Gertler (1995): "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Transmission." *Journal of Economic Perspectives* 9(4): 27-48.

Bernanke, B. i M. Gertler (2000): „Monetary Policy and Asset Price Volatility.“ *NBER Working Paper No. 7559*.

Borio, C. I H. Zhu (2008): "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?" *BIS Working Papers No 268*.

Brissimis, S. i Magginas, N. (2003): "Changes in Financial Structure and Asset Price Substitutability: A Test of the Bank Lending Channel." *National Bank of Greece Working Paper no. 5*.

Cavausoglu, A. T. (2002): "Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation." *ERC Working Papers in Economics 02/03*.

Coricelli, F., B. Egert i R. MacDonald (2006): "Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe: Gliding on a wind of change." *Bank of Finland BOFIT Discussion Papers: 8*.

Čenić, M. (2004): "Monetary Transmission Mechanisms in Transition Economies." u: 65th Anniversary of the Institute of Economics, str. 685-99.

De Bondt, B. (2002): "Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at the Euro Area Level." *ECB Working Paper No. 136*.

Disyatat, P. (2008): "Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences." *BIS Working Papers No 269*.

Froemmel, M. (2006): "Monetary Policy Rules in Central and Eastern Europe." *Leibniz Universitaet Hannover Discussion Paper No. 341*.

HNB (2008): "Okvir 1. Procijenjeni utjecaj krize na međunarodnom financijskom tržištu na hrvatsko gospodarstvo." *Tromjesečno izvješće, Bilten br. 143: str. 11-12*.

Kashyap, A. K., J. C. Stein i D. W. Wilcox (1993): „Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance.“ *American Economic Review*, 83(1): 78-98.

Lang, M. i I. Krznar (2004): „Transmission Mechanism of Monetary Policy in Croatia.“ The Tenth Dubrovnik Economic Conference.

Miron, J. A., C. D. Romer i D. N. Weill (1995): “Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism.” NBER Working Paper No. 4326.

Mohanty, M. S. I M. Klau (2004): “Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence.” BIS Working Papers No 149.

Vizek, M. (2007): “Econometric Analysis of Monetary Transmission Channels in Croatia.” Croatian Economic Survey 2007: str. 11-44.

Prilog: rezultati ekonometrijske analize

U tablici A. prikazani su rezultati testova stacionarnosti za sve varijable. U tablici B. prikazani su parametri uz nezavisnu varijablu (izračunati na temelju jednostavne regresije kamatne stope na objašnjavajuću varijablu) i ADF test statistike reziduala tih regresija (stacionarnost reziduala otvara mogućnost da parametar iz jednostavne regresije otkriva dugoročnu vezu). Iako rezultati pozivaju na daljnja istraživanja i modeliranja strukture kamatnih stopa, postoje snažne indicije da kod većine kamatnih stopa nema utjecaja kamatne stope tržišta novca dok postoji snažan utjecaj državnog rizika. Jedina iznimka su kratkoročni krediti poduzećima i žiro i tekući računi čije kamatne stope ne reagiraju na dvije objašnjavajuće varijable, te kratkoročni depoziti poduzeća čije kamatne stope reagiraju na kamatnu stopu tržišta novca.

Kamatne stope:

KKRTD – kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima u kunama

KKRSTOKV – kamatna stopa na okvirne kredite stanovništvu u kunama

KKRTDVK – kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom

DKRTDVK – kamatna stopa na dugoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom

DKRSTSTVK – kamatna stopa na dugoročne stambene kredite stanovništvu s valutnom klauzulom

DKRSTOSTVK – kamatna stopa na dugoročne ostale kredite stanovništvu s valutnom klauzulom

ZRNTR – kamatna stopa na žiro i tekuće račune

KRDTD – kamatna stopa na kratkoročne depozite poduzeća

KRDST – kamatna stopa na kratkoročne depozite stanovništva

KREURDST – kamatna stopa na kratkoročne depozite stanovništva u eurima

Tablica A.

Vrijednosti ADF test statistike*

	Razina	Prva diferencija
DKRSTOSTVK	-2,96	-10,01
DKRSTSTVK	-2,69	-6,78
DKRTDVK	-1,70	-13,04
KKRSTOVK	-4,25	-9,79
KKRTD	-3,64	-8,00
KKRTDVK	-2,94	-7,24
KRDST	-3,61	-2,69
KRDTD	-2,96	-8,48
KREURDST	-1,06	-11,73
ZRNTR	-3,95	-8,98
DRZAVA	-1,65	-4,32
TNZ	-3,74	-7,66
IRO	-0,38	-9,96

* Kritične vrijednosti: 1% : 3,51; 5%: -2,90; 10%: -2,59. Nulta hipoteza o jediničnom korijenu se odbacuje ako je test statistika manja od MacKinnonove kritične vrijednosti.

Tablica B.
Hipotetske vrijednosti dugoročnih parametara

	Vrijednost parametra (Newey-West prilagođen t-test)	ADF test statistika reziduala* (bez konstante i trenda)
UZ VARIJABLU DRŽAVA (PRINOS NA DRŽAVNU OBVEZNICU)		
DKRSTOSTVK	0,52 (2,87)	-2,44
DKRSTSTVK	0,77 (3,16)	-2,00
DKRTDVK	1,26 (4,05)	-1,41
KKRSTOVK	1,11 (2,28)	-1,56
KKRTD	-0,16 (-0,75)	-3,64
KKRTDVK	0,82 (4,33)	-2,51
KRDST	0,76 (4,74)	-2,66
KRDTD	0,42 (1,83)	-2,94
KREURDST	0,22 (7,39)	-2,36
ZRNTR	0,16 (1,95)	-1,25
UZ VARIJABLU KAMATNE STOPE TRŽIŠTA NOVCA		
DKRSTOSTVK	0,02 (0,29)	
DKRSTSTVK	-0,06 (0,62)	
DKRTDVK	-0,16 (-0,99)	
KKRSTOVK	-0,05 (-0,37)	
KKRTD	0,00 (-0,03)	
KKRTDVK	0,01 (0,11)	
KRDST	-0,03 (-0,43)	
KRDTD	0,53 (12,68)	-3,29
KREURDST	0,00 (0,10)	
ZRNTR	-0,01 (-0,73)	

MacKinnonove kritične vrijednosti za ADF test bez konstante i trenda:
1%: -2,59; 5%: -1,95; 10%: -1,61.