

Inflacija, kamatne stope i krediti u post-covid razdoblju

Sažetak

Izlazak iz koronakrize otvorio je tri pitanja za monetarnu politiku i banke: (1) Je li inflacija koja je probuđena na izlasku iz korona krize prolazna pojava, ili bi ona mogla imati trajniji karakter koji može ugroziti gospodarski rast nakon korona krize? (2) kako izgleda optimalan tajming, tempo i način stezanja (eng. *tapering*) izdašnih programa otkupa vrijednosnica koje su središnje banke prakticirale u korona krizi, kao i ranijih godina? (3) Što će značiti vjerojatno vrlo niske ili negativne realne kamatne stope kroz dulje razdoblje i kako bi se u tom razdoblju mogli ponašati krediti?

Strah od inflacije ipak se čini preuranjen, iako ima više uporišta u SAD-u nego u europodručju. I za europodručje i za SAD vrijedi da se u tijeku kamatnog ciklusa nalaze još jako daleko od početka podizanja kamatnih stopa središnjih banaka. Stezanje mjera nestandardne monetarne politike tek predstoji, a ono vjerojatno neće biti dovršeno sve dok se ne pojavi korelacija više inflacije i probuđenog kreditnog ciklusa, koji je u desetljeću između dvije prošle krize (Velike recesije i pandemije) bio vrlo slab zbog dugog perioda razduživanja privatnog sektora.

Niske i manje kolebljive realne kamatne stope nego ranijih godina pogodovat će potražnji za kreditima koja bi u Hrvatskoj mogla dobiti vjetar u leđa uvođenjem eura. Smanjenje troškova regulacije, otklanjanje valutnog rizika i odlazak valutne klauzule u povijest pogodovat će osjećaju sigurnosti i smanjenju rizika, što može potaknuti oporavak potražnje za kreditima. Usto bi i širi koncept reformi, povezan s ulaskom u europodručje, mogao pogodovati razvoju i stabilnosti tržišta kredita i gospodarskom rastu: (a) pokretanje novih projekata koji se ne bi dogodili bez utjecaja EU sredstava i s njima povezanim reformama, (b) razvoj financijskih tržišta i instrumenata privatnih izdavatelja solidnog rejtinga, koji mogu služiti kao prihvatljivi kolaterali u Eurosustavu, (c) korištenje sredstava EU za financiranje garancijskih shema koje neće funkcionirati kao supstituti bankarskih kredita, već kao njihovi komplementi i multiplikatori i (d) reforma insolventnog okvira.

Uvod

Izlazak iz koronakrize otvorio je nova pitanja za monetarnu politiku i banke. Možemo ih podijeliti u tri skupine. Prvo je pitanje inflacije u kratkom roku: je li inflacija koja je probuđena na izlasku iz korona krize prolazna pojava, kao što većina kreatora politike i tržišnih sudionika očekuje u trenutku pisanja ovog rada, ili je riječ o trajnijoj pojavi koja može ugroziti gospodarski rast nakon korona krize? Drugo pitanje odnosi se na tajming, tempo i način zaoštavanja monetarne politike ako i kada se pokaže da inflacija ugrožava gospodarski oporavak. Točnije, pitanje se odnosi na tajming, tempo i način stezanja (eng. *tapering*) izdašnih programa otkupa vrijednosnica koje su središnje banke prakticirale u korona krizi, kao i ranijih godina. Treće pitanje se odnosi na ponašanje kredita i kamatnih stopa u narednom razdoblju: što će značiti vjerojatno vrlo niske ili negativne realne kamatne stope, zatim, kako bi se mogli ponašati krediti, te po čemu bi predstojeći kreditni ciklus mogao biti različit od prethodnih?

Odgovori na ova pitanja traže se kroz tri dijela analize. Prvi dio prikazuje karakter probuđene inflacije i objašnjava zašto teza da je inflacija uvijek i svuda monetarni fenomen ne vrijedi. Druga cjelina, o monetarnoj politici kvantitativnog popuštanja, prikazuje ranija iskustva iz razdoblja stezanja programa otkupa vrijednosnica i preslikava ih na vjerojatan razvoj događaja u narednim godinama kada će doći do zaoštavanja monetarne politike. Treća cjelina, o kamatnim stopama i kreditima, obrađuje problem transmisijskog mehanizma monetarne politike. Pokazuje karakteristike kreditnih ciklusa, objašnjava zašto bi predstojeći ciklus mogao biti različit od prethodnih i tumači zašto bi u njemu mogle dobro proći zemlje srednje i niže zaduženog privatnog sektora s razmjerno razvijenim tržištima kapitala, u kojima postoji prostor za poboljšanje transmisijskog mehanizma monetarne politike. Hrvatska je u središtu analize, no rasprava se ne može odvojiti od širih globalnih trendova koji imaju velik značaj u ovoj analizi.

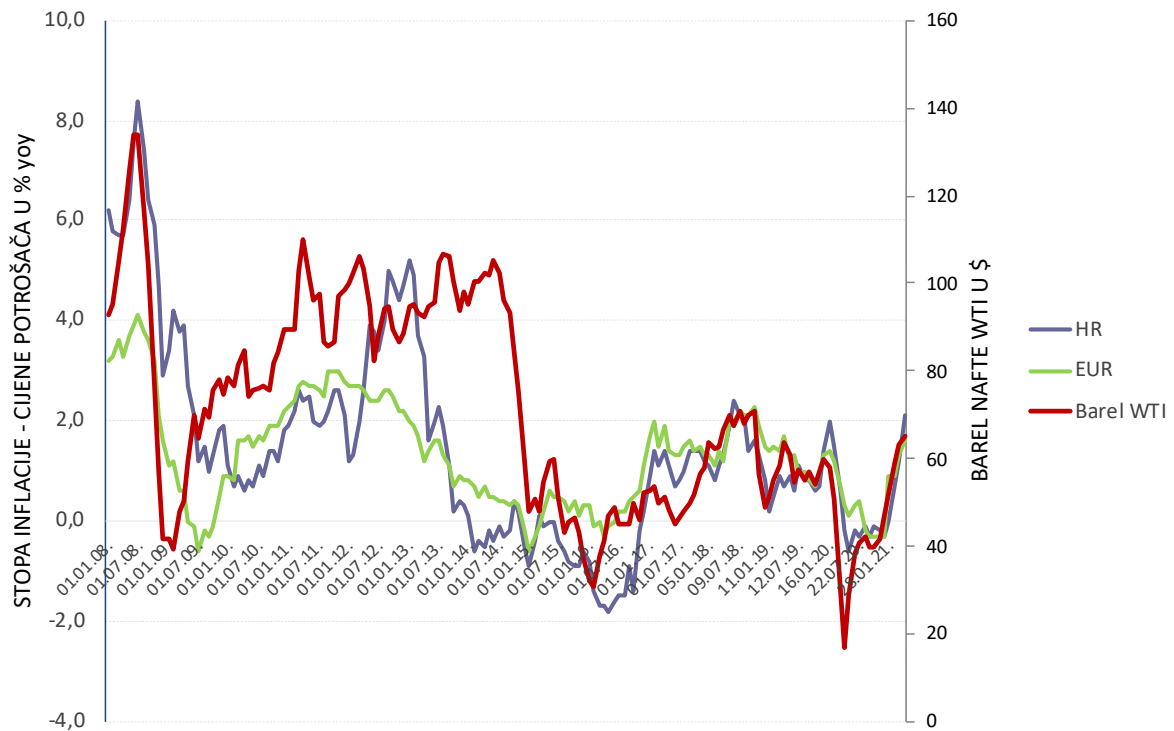
I. Povratak inflacije

Inflacija se očekivano vratila nakon što je oporavak od korona krize uzeo maha. Deflacijski pritisci bili su najjači u vrijeme prvog lockdowna u drugom tromjesečju 2020. Ti pritisci su bili potaknuti kontrakcijom agregatne potražnje. Međutim, i deflacija cijena troškovnih inputa, prije svega energenata, imala je važnu ulogu. Postavlja se pitanje koje su silnice dominantne; one koje djeluju na troškovnoj strani (eng. *cost-push*), ili one koje djeluju na strani ukupne potražnje (eng. *demand-pull*)?

Slika 1 prikazuje usku korelaciju između cijene nafte i stopa inflacije u europodručju i Hrvatskoj. Korelacija je naročito izražena nakon 2015. godine. Koeficijent linearne korelacije cijene nafte (u američkim dolarima) i inflacije cijena potrošača u europodručju iznosi 0,71. Prijenos je praktički trenutani. Prema tome, kolebanja cijena energetskih inputa predstavljaju glavno objašnjenje varijacija inflacije. U proteklih šest godina nije došlo do osobitog napuhavanja agregatne potražnje koja bi dala doprinos inflaciji.

Troškovni čimbenici bolje objašnjavaju recentni uzlet inflacije od čimbenika koji djeluju na strani potražnje

Slika 1. HICP y-o-y (lijevo) i cijena nafte (desno) 2008:01 - 2021:04



Izvor: Eurostat, DZS, Bloomberg

Suficiti tekućih računa bilanci plaćanja (koji znače višak agregatne ponude iznad domaće potražnje) prevladavali su u EU i Hrvatskoj prije koronakrize. To je neizravni dokaz prevladajućeg utjecaja troškovne komponente inflacije prije korona krize. Troškovni čimbenici su i u korona krizi nastavili dominirati nad čimbenicima koji djeluju na strani potražnje.

Uobičajeno objašnjenje ograničenog utjecaja agregatne potražnje na inflaciju u razdoblju prije korona krize polazi od europskih fiskalnih pravila koja su ograničavala fiskalnu ekspanziju, posebno u europodručju. U isto vrijeme, ekspanzivna monetarna politika Europske središnje banke, unatoč povijesno niskim kamatnim stopama, nije uspijevala pokrenuti mehanizam monetarne transmisije (prijenos impulsa monetarne politike preko tržišta kredita) brzinom koja je bila potrebna za postizanje veće inflacije. Iako se u drugoj polovici proteklog desetljeća odvijao gospodarski rast, prosječna stopa inflacije europodručja u razdoblju od siječnja 2015. do ožujka 2020. iznosila je svega 1% na godišnjoj razini.¹ To je tek pola od inflacijskog cilja ECB-a koji je definiran odredbom o inflaciji „do 2%“. Razlika između 1% i 2% približno odražava nedostatak bržeg rasta agregatne potražnje.

Pored standardnih objašnjenja razmjerno niske inflacije uz pomoć miksa fiskalne i monetarne politike, ekonomisti su ponudili još pet mogućih objašnjenja koja upućuju na to da bi nedostatak agregatne potražnje i posljedična niska inflacija mogli imati dugoročnu, strukturnu narav: (1) demografske promjene – starenje

Strukturna objašnjenja inflacije u dugom roku doimaju se uvjerljivije od standardnih koja polaze od karaktera fiskalne i monetarne politike

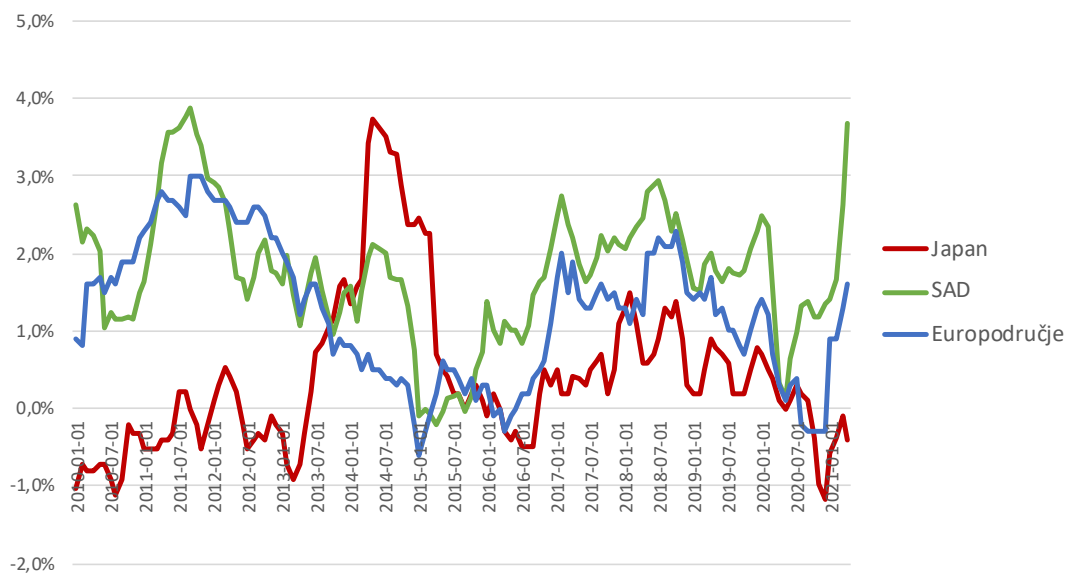
¹ Aritmetički prosjek mjesečnih podataka o inflaciji na godišnjoj razini.

stanovništva, (2) rastuće nejednakosti (objašnjenje koje je važnije za SAD nego za EU),² (3) globalizacija, zbog koje je posvuda povećana ponuda sve jeftinijih dobara i zaoštrena konkurencija, (4) visoka vjerodostojnost neovisnih središnjih banaka koja je značajno reducirala inflacijska očekivanja, ali i unijela strah od pretjeranih i preranih monetarnih restrikcija, i (5) razmjerno visoka zaduženost poduzeća i potrošača u razvijenim zemljama, zbog čega kreditni mehanizam monetarne transmisije više ne funkcionira kao prije Velike recesije 2008./09. (slaba potražnja za kreditima).

Pojava razmjerno niske inflacije u proteklom desetljeću nije pojava koja je ograničena samo na Europu. Slika 2 pokazuje da je Japan zabilježio strukturno najnižu inflaciju u razvijenome svijetu, uz izuzetak kratkog razdoblja 2014.-15. Kako se broj stanovnika u Japanu kontinuirano smanjivao nakon 2009. godine, a tamošnja populacija ubrzano stari, demografska slika Japana najčešće se navodi kao glavno objašnjenje niske inflacije koja povremeno ulazi u zonu deflacije. S druge strane, broj stanovnika Sjedinjenih Američkih Država postojano raste, pa se najveća inflacija u SAD-u i srednja staza inflacije u europodručju uklapaju u strukturalna demografska objašnjenja.³

Objašnjenja koja polaze od broja i starenja stanovništva doimaju se najuvjerljivija među strukturnim objašnjenjima niske inflacije

**Slika 2. Inflacija u europodručju, Japanu i SAD-u
1/2010 - 4/2020**



Izvor: FRED, Eurostat

² Prema hipotezi nejednakosti koju možemo ilustrirati metaforom „1:99“ koja je bila popularna nekoliko godina nakon izbijanja Velike recesije 2008./09., dohoci i vrijednost imovine velike većine ljudi rastu znatno sporije od dohodaka i vrijednosti imovine male manjine ljudi u vrhu distribucije dohotka i bogatstva. Kako manjina ne uspijeva trošiti rastuću vrijednost, već se ona većim dijelom alocira na sve skuplji luksuz i neproduktivne upotrebe, rast nejednakosti može usporiti ili zaustaviti rast agregatne potražnje. Podaci o (rastućim) nejednakostima u SAD-u pružaju osnovu za validnost ove hipoteze za tamošnje prilike. Time se objašnjava i smjer Bidenove administracije koja ide za progresivnim oporezivanjem dohotka i bogatstva. Međutim, nije jasno koliko je ova hipoteza važna za EU gdje je znatna progresivnost već ugrađena u porezne sustave, a nejednakosti ne pokazuju tendenciju rasta kao u SAD-u.

³ Broj stanovnika Japana se od 2009. do 2020. smanjio sa 129 na 126 milijuna, dok je broj stanovnika SAD-a povećan s 306 na 331 milijun.

Ako strukturni čimbenici poput demografije i globalizacije objašnjavaju dugoročno usporavanje rasta cijena, onda standardna makroekonomska objašnjenja poput miksa fiskalnih i monetarnih politika imaju drugorazrednu važnost. Makroekonomske politike mogu se smatrati endogenima – iznuđenima, odnosno potaknutima od strane fundamentalnih čimbenika. Na primjer, ako globalizacija i povećana konkurencija limitiraju rast cijena u cijelome svijetu, a starenje stanovništva stvara okruže kronično slabe potražnje u razvijenim zemljama, onda je moguće u isto vrijeme imati i niske kamatne stope i monetarnu te fiskalnu ekspanziju, a da to ne pokrene ozbiljniju inflaciju. U tom slučaju, rast ponude državnih obveznica (fiskalni deficit) nailazi na povećanu potražnju za sigurnim oblicima financijskih ulaganja, jer sve starije (ali i sve bogatije) stanovništvo alocira veći dio štednje u takozvane sigurne luke – državne obveznice, pa čak i gotov novac. Premda ne nosi nominalni prinos, i gotov novac može biti atraktivan instrument čuvanja vrijednosti štednje u uvjetima bez inflacije i osobito u uvjetima očekivane deflacije, kao u Japanu. Prema tome, nestandardni instrumenti monetarne politike osiguravaju obilje likvidnosti i imaju izravnu ulogu u prilagodabama portfelja financijskih imovina u kojima raste udjel sigurnih ulaganja. S druge strane, standardni kamatni instrument i kreditni kanal monetarne politike slabe, jer sve starijem stanovništvu treba sve manje kredita.

U opisanim uvjetima inflacija se više ne pokazuje kao monetarni fenomen, kao što je tvrdio Milton Friedman. Mogući su razni oblici monetarne ekspanzije koji, barem u srednjem roku, ne dovode do povećane inflacije.

Mjere kvantitativnog popuštanja (takozvane nestandardne mjere monetarne politike, eng. *quantitative easing, QE*) završene su u SAD-u u prethodnom ciklusu do kraja 2014., a novi ciklus povećanja FED-ove kamatne stope započeo je potkraj 2016. Međutim, Banka Japana (BoJ) i Europska središnja banka (ECB) nisu posve stegnule ranije programe kvantitativnog popuštanja prije pandemije. ECB je kasnila s kvantitativnim popuštanjem u odnosu na BoJ i FED, pa je i stezanje (eng. *tapering*) najvažnijeg programa otkupa aktive (eng. *Asset Purchase Programme, APP*) – smanjenje kvote otkupa – ECB započela četiri godine kasnije nego FED (Tablica 1).

Inflacija se ne može promatrati kao dominantno monetarni fenomen, a pandemiji je već prethodilo razdoblje monetarne ekspanzije bez presedana, u kojem su stope inflacije pale ispod ciljeva središnjih banaka

Tablica 1. Kvantitativno popuštanje i stezanje u ciklusu koji je prethodio pandemiji – APP* Eurosustava

OD	DO	Mjesečna kvota otkupa u milijardama €
3/2015	3/2016	60
4/2016	3/2017	80
4/2017	12/2017	60
1/2018	9/2018	30
10/2018	12/2018	15
1/2019	10/2019	Reinvestiranje**
11/2019	-	20

*APP nije bio jedini program kvantitativnog popuštanja ECB-a, ali je bio daleko najvažniji. **Otkup se provodi do iznosa naplaćene glavnice ranije otkupljenih vrijednosnica.

Izvor: ECB

ECB nikada nije završio program kvantitativnog popuštanja uveden početkom 2015. Kriza izazvana pandemijom COVID-19 u europodručju pojavila se prije rasta kamatnih stopa, u vrijeme kada je monetarna politika još uvijek bila ekspanzivna.⁴ Tablica 1 pokazuje da je ECB je prije pandemije, u listopadu 2019., odustao od monetarnog stezanja i reaktivirao oktupe vrijednosnica u okviru APP-a (Tablica 1) započevši novi ciklus otkupa vrijednosnih papira tempom od 20 milijardi eura na mjesec. Tada je već bilo jasno da gospodarski rast usporava, a stopa inflacije europodručja prijeti padom ispod 1%, što je značilo udaljšavanje od inflacijskog cilja „do 2%“ prema dolje. Ponovimo: sve se to događalo prije izbijanja pandemije i lockdowna u ožujku 2020.

Pandemija jest predstavljala veliko iznenađenje i izazvala je nezapamćenu monetarnu ekspanziju. No, ne možemo izgubiti iz vida činjenicu da se takva monetarna politika u širem poretku stvari samo nadovezala na otprije prisutan trend monetarnog popuštanja. Osim što je gospodarska aktivnost u mjesecima koji su prethodili pandemiji usporavala,⁵ a inflacija padala ispod 1%, još je krajem 2019. bilo očito da monetarna politika ne uspijeva prenijeti impuls ekspanzije na tržište kredita. Mehanizam monetarnog prijenosa funkcionirao je vrlo nepotpuno i nejednako: samo sedam država članica EU na kraju 2019. zabilježilo je rast kredita poduzećima veći od 5% na godišnjoj razini (kreditu su se u toku 2019. nominalno smanjili na godišnjoj razini u jedanaest država članica). Kod kredita stanovništvu situacija je bila tek malo bolja: jedanaest država članica zabilježile su rast kredita veći od 5% na godišnjoj razini, a samo tri zemlje su bilježile pad ove vrste kredita.⁶

Opisana obilježja razdoblja koje je prethodilo pandemiji olakšala su odluku ECB-a da u pandemiji snažno reagira nestandardnim mjerama monetarne politike. Pandemijski program hitnog otkupa (eng. pandemic emergency purchase programme, PEPP) je nakon dva proširenja dostigao ukupan kapacitet – kvotu od 1,850 milijardi €. Zaključenje tog programa predviđeno je najranije u ožujku 2022., uz naknadno razdoblje reinvestiranja naplaćene glavnice koje će trajati najkraće do kraja 2023. I druge vodeće središnje banke uspostavile su slične mjere monetarne intervencije.

Monetarna intervencija praćena je i snažnom kontra-cikličkom fiskalnom ekspanzijom koja je mnogo jaća u SAD-u nego u europodručju (Tablica 2).

Tablica 2. Fiskalni saldo u % BDP-a kao mjera kontra-cikličke fiskalne politike

	2020	2021	2022
Europodručje	-7,2	-8,0	-3,8
- Njemačka	-4,2	-7,5	-2,5
- Francuska	-9,2	-8,5	-4,7
- Italija	-9,5	-11,7	-5,8
- Slovenija	-8,4	-8,5	-4,7
Hrvatska	-7,4	-4,6	-3,2
SAD	-16,1	-16,0	-6,8

Izvor: Europska komisija

Fiskalni stimulus, gospodarski oporavak, a posljedično i inflacija, trenutno su izraženiji u SAD-u nego u europodručju

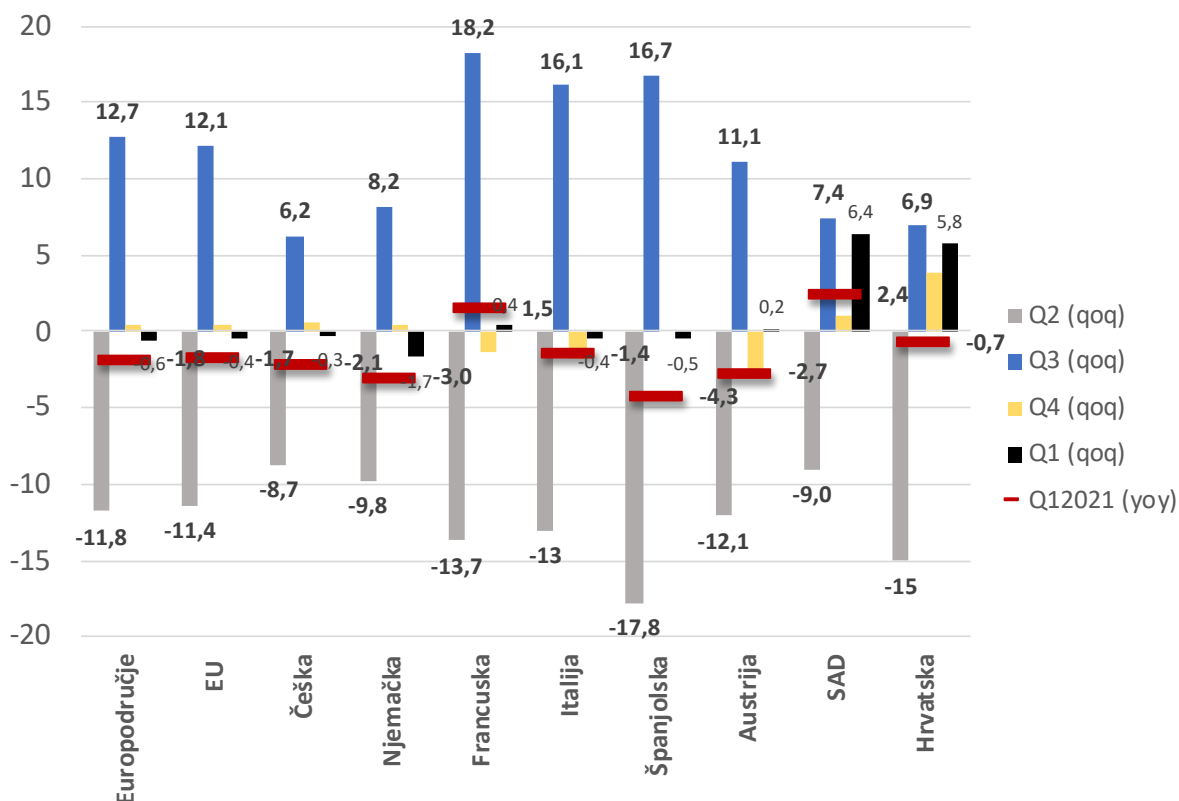
⁴ Do povećanja ključne kamatne stope ECB-a – kamatne stope na operacije graničnog refinanciranja (eng. *marginal refinancing operations, MRO*) – nije ni došlo u ciklusu prije pandemije.

⁵ Rast BDP-a u europodručju usporio je s 2,1% 2018. na 1,6% 2019., a usporavanje je u Njemačkoj bilo još izraženije, s 1,3% na 0,6% u istom razdoblju.

⁶ HUB Pregled 1/2020.

Slika 3 pokazuje da se gospodarstvo SAD-a mnogo brže oporavlja od korona krize nego gospodarstvo europodručja. Amerika je već u prvom tromjesečju 2021. dosegla razinu aktivnosti koja je veća nego prije korona krize. Treba primijetiti da se i hrvatsko gospodarstvo oporavlja solidnom brzinom, te se s razinom aktivnosti od 0,7% ispod prvog tromjesečja 2020. nalazi u boljem položaju od većine gospodarstava u EU.

Slika 3. Realni BDP: stope rasta kroz koronakrizu (u odnosu na prethodni kvartal, qoq) i Q1 2021 u odnosu na isti kvartal 2020, yoy

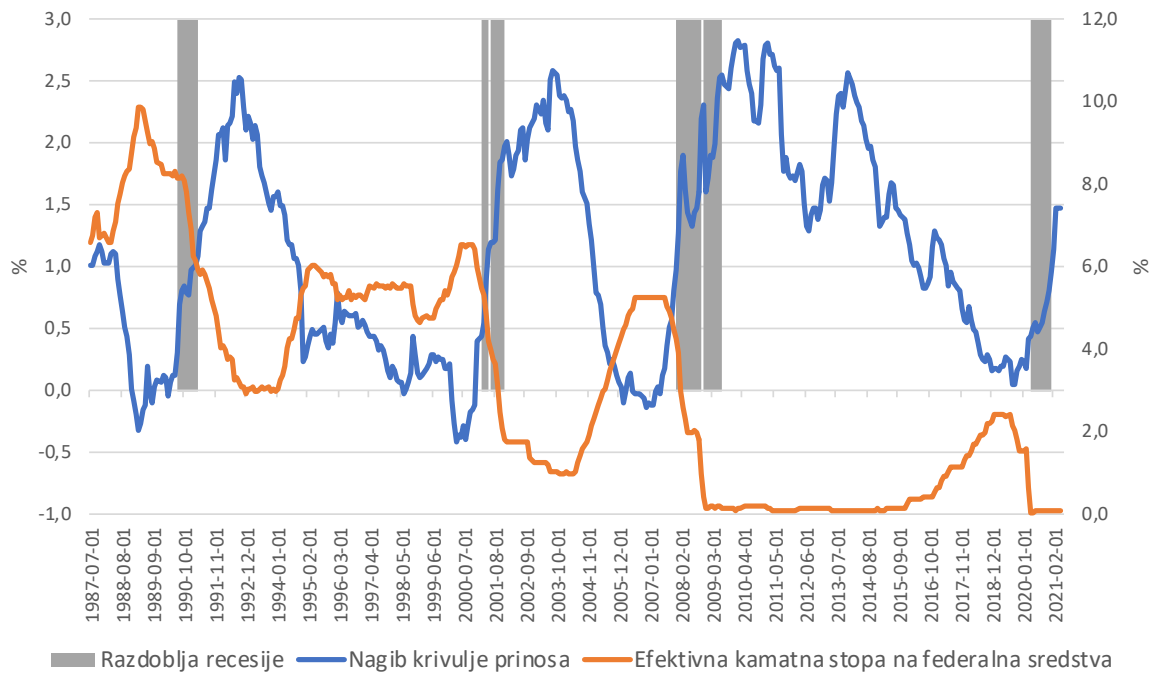


Izvor: Eurostat

Svratimo li pogled još jednom na Sliku 2 gdje su prikazane stope inflacije u europodručju, SAD-u i Japanu, uočit ćemo da je na proljeće 2021. američka stopa inflacije doživjela mnogo jači uzlet od stope inflacije u europodručju. To je očekivano, s obzirom na snagu američkog fiskalnog stimulansa, efikasnije procjepljivanje stanovništva i slabije restrikcije kretanja i aktivnosti nego u EU. Procjenjuje se da je uzlet inflacije prolazan. Ipak, sumnje u pogledu snage i trajanja inflacijskoga vala izraženije su u SAD-u nego u EU. U Americi očito nisu na djelu samo troškovni čimbenici inflacije. Inflacija je povučena prema gore i snažnim oporavkom agregatne potražnje. U takvim uvjetima bude se inflacijska očekivanja, a s njima i strah da bi FED mogao stegnuti monetarnu politiku prije nego što se ranije očekivalo.

Povećana očekivana inflacija u SAD-u utječe na povećanje nagiba krivulje prinosa što je tipično kretanje u fazi izlaska iz recesije

Slika 4. Kamatna stopa FED-a (desno), nagib krivulje prinosa (lijevo) i recesije u SAD-u 1987.-2021.



Izvor: FRED

Veća inflacija u SAD-u (oko 4% u trenutku dovršetka analize) pretila se u povećanje prinosa na 10-godišnje državne obveznice (dok se referentne stope još uvijek nalaze oko nule). To utječe na rast američke krivulje prinosa (Slika 4). Za sada nema razloga očekivati da bi inflacija mogla ostati trajno povišena na razinama iznad 3% godišnje (vjerojatnija je dugoročna konvergencija oko 2%), čak i ako se krivulja prinosa dodatno nagne prema gore kada dugoročni prinosi dodatno narastu, dok FED zadržava svoje kamatne stope oko nule. Imajući u vidu povijesna kretanja koja su prikazana na Slici 4, put za rast nagiba krivulje prinosa otvoren je još neko vrijeme sa sadašnjih 1,5 postotnih bodova do oko 2,5 postotna boda. Povijesni maksimumi razlike dugoročnih i kratkoročnih prinosa u SAD-u nalaze se, naime, oko razine od 2,5 boda. Ti maksimumi su dostizani sredinom 1992., početkom 2004. i tri puta u razdoblju od 2010. do 2014. U svim spomenutim slučajevima uslijedio je povratak pozitivnih nagiba prema dolje, koji je bio pokretan ili pojačan FED-ovim podizanjem kratkoročnih kamatnih stopa. FED-ove restrikcije su jače djelovale na bliži nego na dalji kraj krivulje prinosa koja se postupno polagala nakon početka svakog novog ciklusa rasta kratkoročnih kamatnih stopa FED-a. U svim opisanim kamatnim ciklusima američka je inflacija ostajala pod kontrolom u srednjem, pa nema razloga da tako ne bude i ovaj put.

Nagib krivulje prinosa pokazuje cikličku pravilnost koja upućuje na „urednost“ aktualnog kamatno-inflacijskog ciklusa u kojemu će se dugoročne realne kamatne stope nastaviti kretati pod prevladavajućim utjecajem strukturnih čimbenika.

Prema tome, ovaj kamatni ciklus ima uobičajena obilježja na prvi pogled. Trebat će mu neko vrijeme da sazrije do trenutka kada će FED podići svoje kamatne stope. Do tada ima vremena, jer se u međuvremenu još mora dogoditi stezanje (tapering) odnosno postupni izlazak FED-a iz programa kvantitativnog popuštanja. Takvi postupci FED-a pogodovat će rastu krivulje prinosa i time će biti

određena dinamika promjena u kratkom roku, koja se nalazi pod utjecajem miksa fiskalne i monetarne politike.

Ipak, postavlja se pitanje koliki su inflacijski rizici u razdoblju oporavka nakon pandemije? Ne može se isključiti mogućnost zadržavanja inflacije osjetno iznad 2% kroz neko vrijeme. To ne bi trebao biti problem, jer FED je već deklarirao uprosječavanje ciljane inflacije oko 2%, što je najava šireg manevarskog prostora za monetarnu politiku koja može ostati ekspanzivna i uz inflaciju iznad 2%. Opcija blago povećane inflacije danas je privlačna i zbog visine američkog javnog duga koji će nakon fiskalne ekspanzije bez presedana dosegnuti razinu od oko 130% BDP-a 2022. godine. To je znatno veći omjer nego u europodručju gdje očekivana vrijednost omjera javnog duga iznosi 100%. Viša inflacija je u takvim uvjetima privlačna opcija, jer može dovesti do pada realnog javnog duga i olakšati fiskalnu prilagodbu, kao što je bio slučaj nakon velikih ratova u povijesti iz kojih su države izlazile veoma zadužene. U europodručju cilj „do 2%“ još nije revidiran, no najave iz ECB-a također ukazuju na povećanu toleranciju prema eventualno višoj inflaciji.⁷

Inflacijski rizici u srednjem roku manje su povezani s fleksibilnijim tumačenjem ciljane inflacije, a više s razvojem događaja na tržištima energenata i globalizacijskim procesima

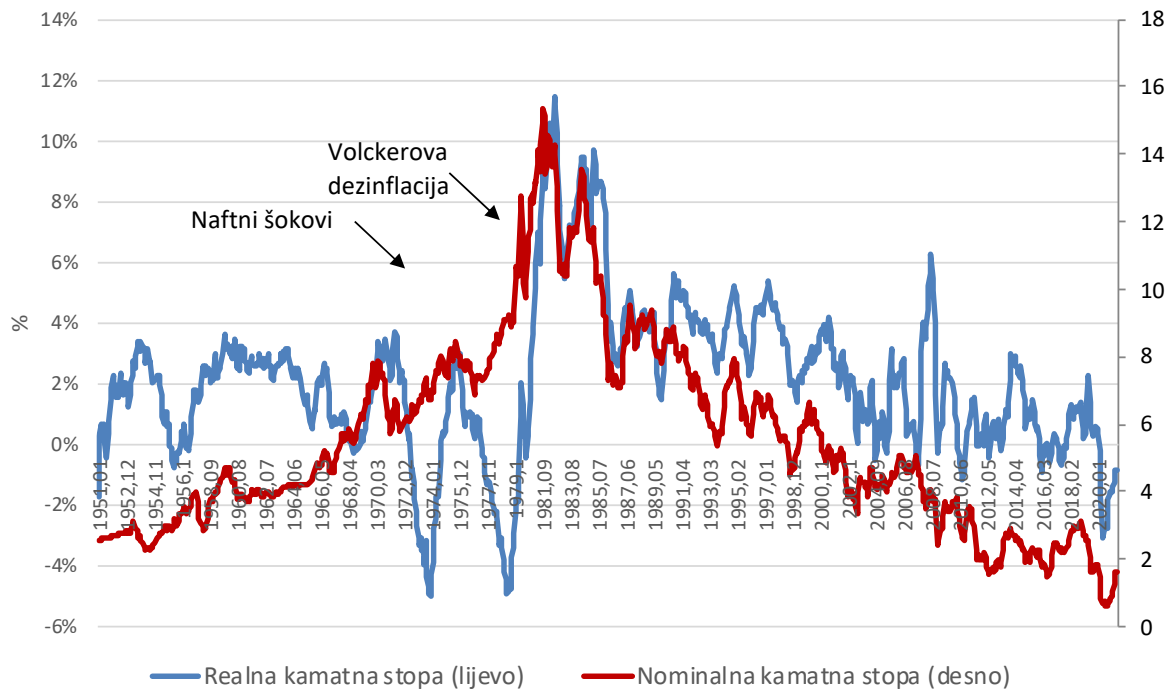
Ciljanje nešto više prosječne inflacije - „oko 2%“ umjesto „do 2%“ - otvara pitanje je li moguće da trajnija monetarna ekspanzija i eksplicitna ili implicitna promjena inflacijskog cilja poremeti inflacijska očekivanja. Drugim riječima, može li se inflacijski proces oteti nadzoru? Monetarna povijest nudi sjećanja na upozoravajuće epizode kada su se naglo budila tvrdokorna inflacijska očekivanja. Nakon toga je rast kamatnih stopa, koji je bio potreban za suzbijanje inflacije bio mnogo veći od hipotetičkog rasta kamata koji bi bio potreban da se inflacijska očekivanja nisu prethodno ugradila u cijene.

Zadnja takva epizoda velike inflacije nakon koje je uslijedilo podizanje kamatnih stopa do iznimnih visina dogodila se nakon dva naftna (inflacijska) šoka 70-ih godina prošlog stoljeća. Njihove posljedice vidimo u naglim padovima realnih kamatnih stopa na Slici 5. U mandatu predsjednika FED-a Paula Volckera (1979.-1987.) kamatne stope (i realne i nominalne) dostigle su povijesni maksimum zbog suzbijanja visoke inflacije koja je na samome početku 80-ih godina prelazila 10% na godišnjoj razini. Međutim, na Slici 5 treba primijetiti da je velika oscilacija realnih kamatnih stopa koja je (uglavnom zbog kolebanja inflacije) trajala od 1971. do 1985. bila prije svega izazvana udarom cijena energenata, dakle s troškovne strane.

Ipak, kako je dolar svjetska valuta, prikazani naftni šokovi ne mogu se u potpunosti odvojiti od monetarne politike koja je prošla kroz fazu tektonske promjene nakon što je američki predsjednik Nixon proglasio prestanak konvertibilnosti dolara u zlatu i početak ere fluktuirajućih tečajeva glavnih svjetskih valuta 1971. Pouka glasi: dok ne bude nepredviđenih udara troškovne inflacije, nestandardna monetarna politika i povećana tolerancija spram inflacije malo iznad 2% na godinu vjerojatno neće imati snagu izazvati poremećaje nalik onima iz 70-ih i 80-ih godina prošloga stoljeća. Zadržavanje institucionalne neovisnosti središnjih banaka za sada se čini kao politički aksiom koji bi trebao pomoći kontroli inflacijskih očekivanja. Izostanak tektonskih promjena globalnih monetarnih institucija je druga važna razlika između 70-ih godina prošlog i 20-ih godina ovog stoljeća (pred pola stoljeća središnje banke nisu bile neovisne i nisu imale transparentno iskazane ciljeve).

⁷ Rezultati službene revizije inflacijskog cilja očekuju se u rujnu 2021. i tržišta spekuliraju s mogućnošću da ECB prijeđe na uprosječavanje ciljane inflacije „oko 2%“.

Slika 5. Nominalni i realni* prinos na 10-godišnje državne obveznice u SAD-u



*Prema Fischerovoj jednadžbi nominalne kamatne stope su deflacionirane očekivanom inflacijom koja je jednaka stvarnoj u godini dana nakon mjeseca na koji se odnosi nominalna kamatna stopa.

Izvor: Shiller online database, vlastiti izračuni

Opisani scenarij puštanja inflacije preko 2% u uvjetima monetarne ekspanzije ipak ima karakteristike hoda po rubu. Stoga moramo još jednom postaviti pitanje što bi sada moglo poći (neočekivano) „u krivo“? Prvo, centralni bankari će imati u vidu povećane visine javnog duga (posvuda) i ojačanu ovisnost tržišta državnih obveznica o monetarnim intervencijama. Zbog toga, ali i zbog relativno veće razine privatnog duga koji je u SAD-u narastao sa 100% od Volckerovih vremena do 160% BDP-a (maksimum je bio na 170% prije Velike recesije nakon koje je uslijedilo razduživanje), prostor za variranje kamatnih stopa je sužen. Naime, ista varijacija kamatnih stopa proizvodi snažniji šok i negativan utjecaj na proizvodnju i zaposlenost na višoj razini zaduženosti. Stoga tolerancija prema nešto većoj inflaciji ne bi trebala dovesti do većih oscilacija kamatnih stopa. Rezultat: zadržavanje realnih kamatnih stopa na najnižim razinama u povijesti, uz ograničenu sklonost (i mogućnost) za podizanje kamatnih stopa ako inflacija iznenadi. To može pogodovati trajnijim inflacijskim iznenađenjima. Drugo, globalizacijski procesi i tehnološke promjene (energetska tranzicija): očekuje se ekstremno brz gospodarski rast u Indiji (i nastavak rasta u Kini), što će utjecati na globalnu potražnju za energentima, a zelena energetska tranzicija prema nekim bi izvorima mogla (donekle paradoksalno) povećati potražnju za tradicionalnim energentima i materijalima u kratkome roku, zbog povećane potražnje za fosilnim gorivima u proizvodnjama novih tehnologija poput baterija.

S druge strane, posljedice troškovnih udara mogle bi i dalje biti ograničene ranije spomenutim fundamentalnim čimbenicima niže potražnje i inflacije: demografija u razvijenim zemljama, globalizacija-konkurencija, nejednakosti u

Pet strukturnih čimbenika niske inflacije i izostanak vanjskih troškovnih šokova najavljuju zadržavanje realnih kamatnih stopa na najnižim razinama u povijesti i u uvjetima veće tolerancije središnjih banaka spram inflacije „oko 2%“

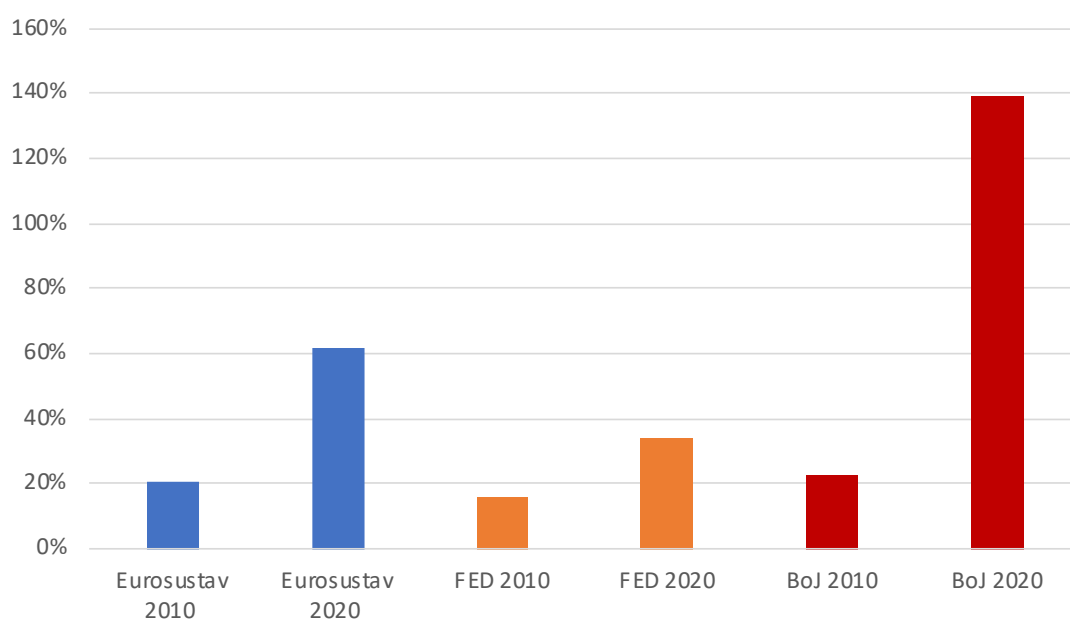
SAD-u, očuvanje institucionalne neovisnosti središnjih banaka i relativno visoka razina duga. Stoga trend pada nominalnih i realnih kamatnih stopa, koji se vidi na Slici 5, mogao bi se zaustaviti, ali ne i osjetnije preokrenuti prema gore. Drugim riječima, veće opasnosti za gubitak nadzora nad cijenama proizlaze iz poremećaja u međunarodnim odnosima (osobito između Kine i SAD-a), koji određuju tempo globalizacije, te iz disrupcija u globalnim lancima nabave, distribucije i tehnologije energije, nego iz miksa monetarne i fiskalne politike.

Na kraju ne treba zaboraviti da recentna (nestandardna) monetarna politika nije uvedena zbog promjene mandata ili stupnja neovisnosti središnjih banaka. Ona je rezultat zastoja u funkcioniranju tradicionalnog mehanizma monetarne transmisije koji je funkcionirao putem kamatnih stopa i tržišta kredita. Kamatne stope na donjoj nultoj granici nisu mogle pokrenuti mehanizme prijenosa (veću kreditnu ekspanziju) i utjecati na krajnje ciljeve – inflaciju do 2% u slučaju ECB-a i BoJ, odnosno inflaciju i zaposlenost u slučaju SAD-a. Stoga ćemo se u nastavku usredotočiti na pitanje zašto je to tako; kako je moguće povećavati ukupnu likvidnost, a da to ne izazove rast cijena, odnosno zašto inflacija nije samo monetarni fenomen?

II. Nestandardna monetarna politika

Definitivni otkupi vrijednosnica i drugi instrumenti nestandardne monetarne politike trajno napuhuju bilance središnjih banaka. Praćenjem njihove bilančne svote može se dobiti uvid u razmjere ovih operacija. Slika 6 prikazuje veliko povećanje bilanci vodećih središnjih banaka od 2010. do 2020., pri čemu dva podatka iznenađuju: prvo, ECB je u proteklom desetljeću zabilježio veći rast bilance od FED-a, a ukupna aktiva Eurosustava u % BDP-a znatno je veća od aktive FED-a; drugo, Banka Japana zabilježila je uvjerljivo najveću ekspanziju bilance koja je prerasla vrijednost japanskog BDP-a.

Slika 6. Aktiva/BDP u %, središnje banke 2010. i 2020.

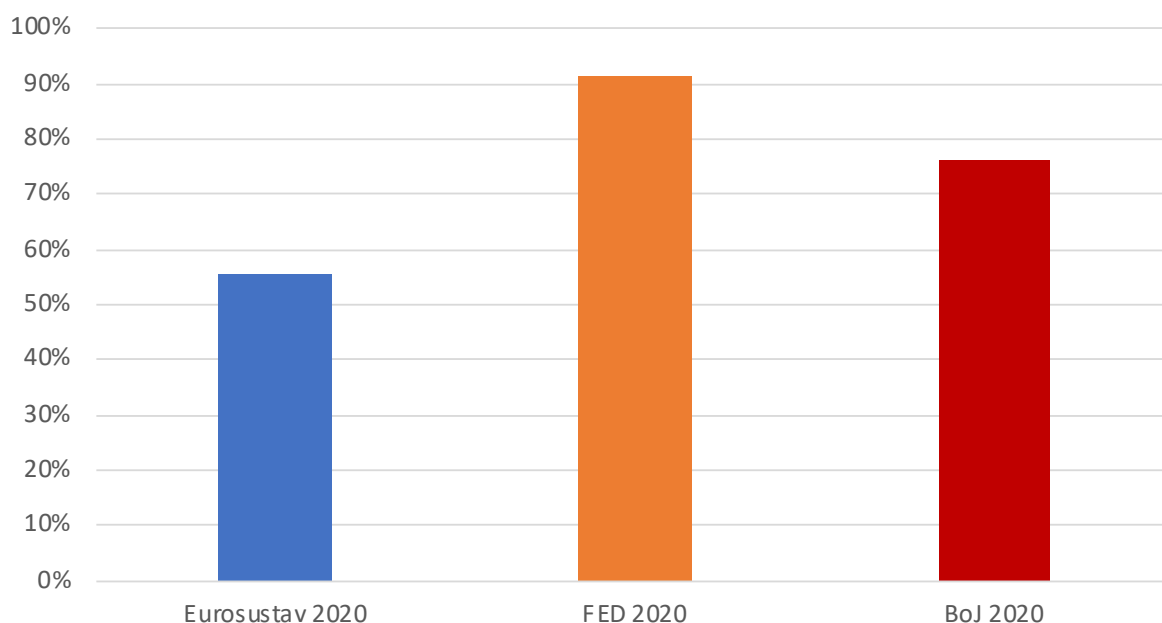


Izvor: ECB, federalreserve.gov, ycharts za BoJ

Kako je moguće imati prikazanu ekspanziju bilanci, a pritom nemati utjecaj na inflaciju? Uz to, kako je moguće da je ekspanzija nestandardnih instrumenata najveća u Japanu, gdje je inflacija najmanja, a najmanja u SAD-u, gdje je inflacija najveća od tri prikazana monetarna područja (Slika 2)? Kao što je ranije istaknuto, odnosi koje promatramo na Slici 6 nisu uzrok (veće) inflacije, nego posljedica (niske) inflacije, zbog koje je standardni kamatni kanal monetarnog prijenosa putem tržišta kredita naišao na donju nultu granicu kamatnih stopa (takozvana zamka likvidnosti koju je objasnio još John Maynard Keynes). No, detaljniji odgovor na početno pitanje moći ćemo dati nakon što na Slici 7 pokažemo da je udjel dužničkih vrijednosnica u aktivi središnje banke uvjerljivo najveći u SAD-u, a najmanji u europodručju. Ako udjel dužničkih vrijednosnica predstavlja mjeru učinkovitosti mehanizma monetarne transmisije, onda je najmanji omjer aktive FED-a i BDP-a u usporedbi s drugim velikim središnjim bankama vjerojatno kompenziran efikasnošću mehanizma prijenosa monetarnih impulsa na financijska tržišta i gospodarstvo u cjelini. Nasuprot tome, druge dvije središnje banke, osobito ECB, trebaju veće napuhavanje bilance kako bi postigle sličan učinak kao FED.

Nestandardni instrumenti se relativno najviše koriste u Japanu, gdje je inflacija najniža, a najmanje u SAD-u, gdje je inflacija najveća.

Slika 7. Udjel dužničkih vrijednosnica u bilancama središnjih banaka 2020.



Izvor: ECB, federalreserve.gov, ycharts za BoJ

ECB je osobito zanimljiv slučaj, jer nije središnja banka homogene države. ECB se zbog toga mora oslanjati i na tradicionalne kanale monetarnog prijenosa putem tržišta kredita. Ruke su mu dijelom vezane u pogledu otkupa državnih vrijednosnica. Programi otkupa vrijednosnica - ranije spominjani APP i PEPP - stalno nailaze na sudske izazove pred Europskim sudom pravde i nacionalnim ustavnim sudovima (posebno u Njemačkoj). Stoga se u nestandardnim programima ECB-a u kratkom ili srednjem roku primjenjuju limiti za otkupe obveznica vlada pojedinih država članica, sukladno kapitalnom ključu

ECB-a, kako ne bi došlo do širenja preraspodjele kroz monetarne instrumente.⁸ Stoga je ECB relativno ograničen u intervencijama na tržištu instrumenata javnog duga. U isto vrijeme, tržište vrijednosnica privatnih izdavatelja u europodručju nije razvijeno kao u SAD-u i Japanu, pa je Eurosustav više usmjeren na standardne poslove refinanciranja banaka. Zbog toga je udjel ECB-ovih potraživanja od kreditnih institucija sa sjedištem u europodručju u aktivni dostigao veoma visokih 26%. Uglavnom se radi o operacijama dugoročnog refinanciranja bankarskih kredita (eng. *targeted long-term refinancing operations, TLTRO*). Prema tome, dok se BoJ i posebno FED u nestandardnoj monetarnoj ekspanziji oslanjaju na tržišta kapitala, ECB se još uvijek u značajnijoj mjeri oslanja na kreditni mehanizam preko kreditnih institucija.

O značaju različitih struktura aktiva i mehanizama prijenosa monetarne politike ima premalo istraživanja, no možemo istaknuti što bi u različitim mehanizmima prijenosa moglo biti pozitivno, a što negativno. Izravan prijenos impulsa monetarne politike putem refinanciranja kreditnih institucija može se suočiti s tri problema zbog kojih bi posredan prijenos putem financijskih tržišta (otkup vrijednosnica) mogao biti superioran kanal monetarne transmisije:

1. **Utjecaj na kvalitetu alokacije kapitala: funkcioniranje cjenovnog mehanizma.** Središnje banke otkupljuju prihvatljive vrijednosnice uz diskonte (eng. *haircuts*) jer se njihove cijene u svakom trenutku mogu očitati na tržištu. Iako tržišne cijene mogu biti podložne valovima tržišnog optimizma i pesimizma, kombinacija solidnog kreditnog rejtinga izdavatelja i svakodobno raspoložive informacije o tržišnoj cijeni vrijednosnice daje bolju informaciju o fundamentalnoj vrijednosti od administrativnog i rigidnog postupka vrednovanja kreditnih portfelja uz pomoć međunarodnih računovodstvenih standarda. Time se smanjuje i mogućnost pojave gubitka središnje banke, što je tema koja je politički osjetljiva i uvijek izlaže središnje banke riziku političkih pritisaka i sukoba.
2. **Mehanizam prijenosa monetarne politike puno više zavisi o potražnji za kreditima nego o ukupnom stanju u financijskom sustavu.** Ako je potražnja za kreditima slaba, do čega može doći zbog fundamentalnih razloga (npr. demografija, raspodjela dohotka) ili zbog kratkoročnih razloga (rizik, neizvjesnost, recesija), mehanizam kreditnog prijenosa ostat će zakočen: bujanje bilance središnje banke neće imati odgovarajući odraz u kretanju kredita i novčane mase, te će izostati krajnji utjecaj na cijene i zaposlenost. Dio razlike u inflaciji između SAD-a, gdje je inflacija veća, i europodručja, gdje je manja, možda se može objasniti na taj način. S druge strane, orijentacija na otkup vrijednosnica otvara veću protočnost kanala prijenosa jer se svježja likvidnost slijeva prema gospodarstvu i preko privatnog tržišta vrijednosnica, a kada i ono zakaže, tok se nastavlja kroz fiskalni kanal koji u SAD-u i Japanu funkcionira bez strukturnih ograničenja kapitalnih ključeva (koji su na djelu u Eurosustavu).

U teoriji, mehanizam prijenosa preko direktnih intervencija na tržištu vrijednosnica ima tri prednosti pred direktnim refinanciranjem kreditnih institucija: utjecaj na kvalitetu alokacije kapitala, osjetljivost na ukupno stanje u financijskom sektoru, a ne samo na potražnju za kreditima i izgladivanje strukturnih promjena u portfeljima financijskih imovina.

⁸ Kvote otkupa prema kapitalnom ključu, koje se primjenjuju za izračun učešća državnih obveznica pojedinih nacionalnih vlada, striktno se primjenjuju u slučaju APP-a. U PEPP-u postoji veći prostor diskrecije ECB-a; dopuštena su kratkoročna odstupanja od kapitalnog ključa (tzv. „fleksibilna interpretacija“) ako se odstupanja mogu opravdati prevencijom dezintegracije financijskih tržišta u cilju glatkog funkcioniranja mehanizma monetarne transmisije.

3. **Utjecaj na glatko prilagođavanje portfelja financijskih imovina.** Novac je (i) financijska imovina koja zauzima svoje mjesto u portfeljima, a njegova cijena (kamatna stopa) utječe na vrijednost drugih sastavnica portfelja (rast kamatnih stopa znači pad vrijednosti dionica i obveznica ako se drugi utjecaji ne promijene). Ranije smo istaknuli kako se dio nestandardne monetarne politike može shvatiti i kao odgovor na demografski potaknut strukturni rast potražnje za sigurnim oblicima štednje. Strukturne promjene optimalnih portfelja financijskih imovina imaju makroekonomsku važnost (i posljedice), a nestandardni monetarni instrumenti utjecajem na cijene i količine mogu olakšati restrukturiranje globalnih portfelja. Na primjer, čak i kada se likvidnost ne prenosi do privatnog sektora u vidu kredita, značajan otkup vrijednosnica koji poveća ponudu likvidnosti ima pozitivan utjecaj u kratkom roku, jer sprječava da nagli skok potražnje za novčanim sredstvima dovede do kamatnog šoka. Time se posredno sprječava pretjerano kolebanje vrijednosti svih financijskih imovina.

Međutim, posredan prijenos putem financijskih tržišta (otkup vrijednosnica) ima i neke mane:

1. **Rast nejednakosti.** Nestandardni instrumenti monetarne politike postavljaju donji prag na pad cijena vrijednosnica (ne pojedinih, nego pojedinih klasa), dok se monetarna politika teže steže u uvjetima rasta cijena vrijednosnica. U vrijeme kada su kamatne stope bile glavni instrument monetarne politike, opisano ponašanje središnjih banaka zaslužilo je naziv *Greenspanova put opcija*: FED je imao veću sklonost obaranju nego podizanju svojih kamatnih stopa. Predsjednik FED-a nakon Greenspana, Ben Bernanke (2006. – 2014.), ojačao je Greenspanovu put opciju nestandardnim instrumentima monetarne politike. Najavio je to u govoru *Deflation – making sure „it“ doesn't happen here* iz 2002. godine. Glavna Bernankeova teza glasila je da će poticaji čuvanja i rasta vrijednosti financijskih imovina imati pozitivan utjecaj na ublažavanje kriza jer će efekt bogatstva (veća sklonost investicijama i potrošnji kada se stvori osjećaj da je vrijednost imovine sigurna i raste) imati realne učinke na ekonomsku aktivnost i zaposlenost (povećat će se sklonost potrošnji, investiranju, a rast vrijednosti kolaterala pogodovat će zaduživanju). Kritičari su, međutim, primijetili da do ove vrste monetarnog prijenosa ne mora doći ako je efekt bogatstva koncentriran u uskom vrhu distribucije dohotka i bogatstva. Istraživanja još uvijek traju i ne postoji suglasnost o tome tko je u pravu. No, prilično dobro je utvrđeno da nestandardne mjere u početku imaju vrlo pozitivne učinke kroz smanjenje rizika i otklanjanje neizvjesnosti (prevencija financijskih kriza). Međutim, kako vrijeme odmiče, njihov neto učinak (cost/benefit) postaje upitan.
2. **Pretvaranje središnjih banaka u kvazi-fiskalne institucije.** Ovaj prigovor se ponajmanje odnosi na ECB koji u većoj ili manjoj mjeri primjenjuje limite država pri otkupu državnih obveznica te je u većoj mjeri usmjeren na direktne privatne kanale transmisije putem kreditnih institucija. FED, a osobito Banka Japana, imaju slobodnije ruke u otkupu vladinih vrijednosnica na čijim tržištima imaju važnu (FED) ili presudnu (BoJ) ulogu. Njihova je uloga utoliko važnija ukoliko je javni dug veći (u Japanu se kreće oko 260% BDP-a i dvostruko je veći u % BDP-a nego u SAD-u). No, to nije jedini razlog za strah u pogledu pretvaranja središnjih banaka u kvazi-fiskalne institucije. Središnje banke alokacijom kvota otkupa i određivanjem diskonta vrijednosnica privatnih izdavatelja različito utječu na uvjete financiranja u različitim sektorima,

U teoriji, mehanizam prijenosa preko direktnih intervencija na tržištu vrijednosnica ima dvije mane u usporedbi s direktnim refinanciranjem kreditnih institucija: utjecaj na raspodjelu dohotka i bogatstva i opasnost pretvaranja središnjih banaka u kvazi-fiskalne institucije

čak i u pojedinim privatnim kompanijama. Na primjer, FED je u korona krizi otvorio prozor za direktno kreditiranje velikih korporacija i ulaganja u investicijske fondove (ETF-ove). Banka Japana je najveći pojedinačni vlasnik dionica koje su izlistane na burzi u Tokiju. BoJ je kroz investicijske fondove i ETF-ove došla do izloženosti dionicama u ukupnom iznosu od oko 400 milijardi dolara, što predstavlja oko 8% japanskog BDP-a. Otvoreno je pitanje mogu li središnje banke očuvati svoju stvarnu nezavisnost ako imaju velik utjecaj na dugoročne prinose državnih obveznica i ako nejednako djeluju na uvjete financiranja na privatnim tržištima, čineći to na načine koji bi se, makar u natruhama, mogli okarakterizirati kao industrijska politika. I jedno i drugo djelovanje državnih institucija dosad je bilo u ingerenciji vlada i pod neposrednom demokratskom kontrolom. Unatoč tome, svijet središnjih banaka nije se potpuno promijenio: centralni bankari su svjesni da u primjeni nestandardnih instrumenata ne smiju izazivati prevelike (demokratski neizglasane) preraspodjele, budući da direktne monetarne intervencije imaju brojne distorzivne učinke u usporedbi sa starim kamatnim instrumentom monetarne politike koji je djelovao jednako na sve. Kakogod bilo, očito je da se središnje bankarstvo nalazi u fazi traženja i nadajmo se pronalaženja nove demokratske institucionalne ravnoteže.

Na prethodnim stranicama opisali smo glavna obilježja monetarne politike i makroekonomskih kretanja na izlazu iz najčudnije i neočekivane recesije izazvane pandemijom Covid-19. Razdoblje niskih realnih kamatnih stopa nastavit će se još neko vrijeme, a eventualna promjena ponašanja središnjih banaka u pogledu ciljanja (prosječne) inflacije i pretvaranja nestandardnih instrumenata u trajne, standarne, neće dovesti do neugodnih inflacijskih iznenađenja i buđenja pretjeranih inflacijskih očekivanja ako izostanu snažniji troškovni šokovi na strani ponude. Oni bi mogli biti izazvani globalizacijskim poremećajima, disrupcijama u globalnim lancima nabave i šokovima cijena energenata – to su područja koja treba posebno pažljivo motriti u narednim godinama.

Što u takvom okviru očekivati na tržištu kredita?

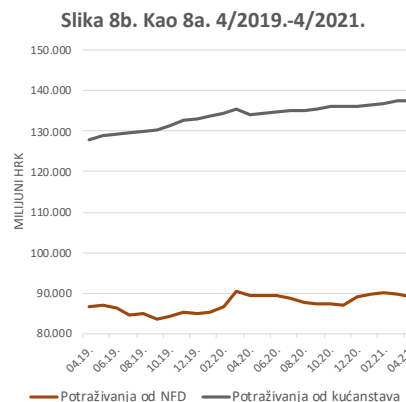
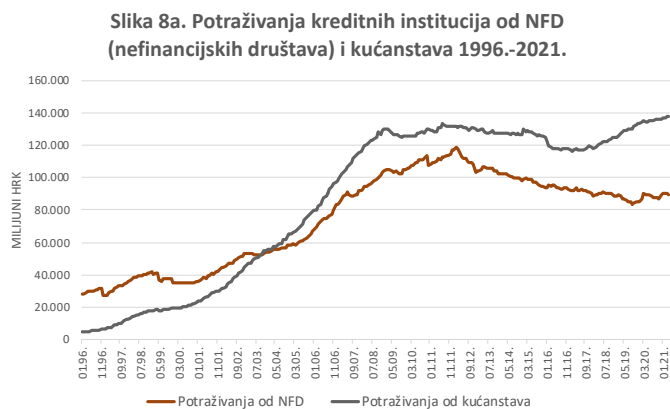
III. Kreditni ciklus

Slika 8a pokazuje da je velika kreditna ekspanzija u Hrvatskoj završena nakon izbijanja Velike recesije 2008./09. Krediti stanovništvu počeli su se oporavljati tek 2017. Kontinuirano smanjenje kredita poduzećima (nefinancijskim društvima, NFD) koje je na Slici 8 prikazano od 2011. do 2019. donekle zavarava, jer banke su ispravljale vrijednosti i prodavale značajne bruto vrijednosti korporativnih portfelja loših kredita. Međutim, i bez tog učinka, vrijedi zaključak da se korona kriza dogodila na kraju dugog desetljeća kreditne stagnacije i razduživanja.

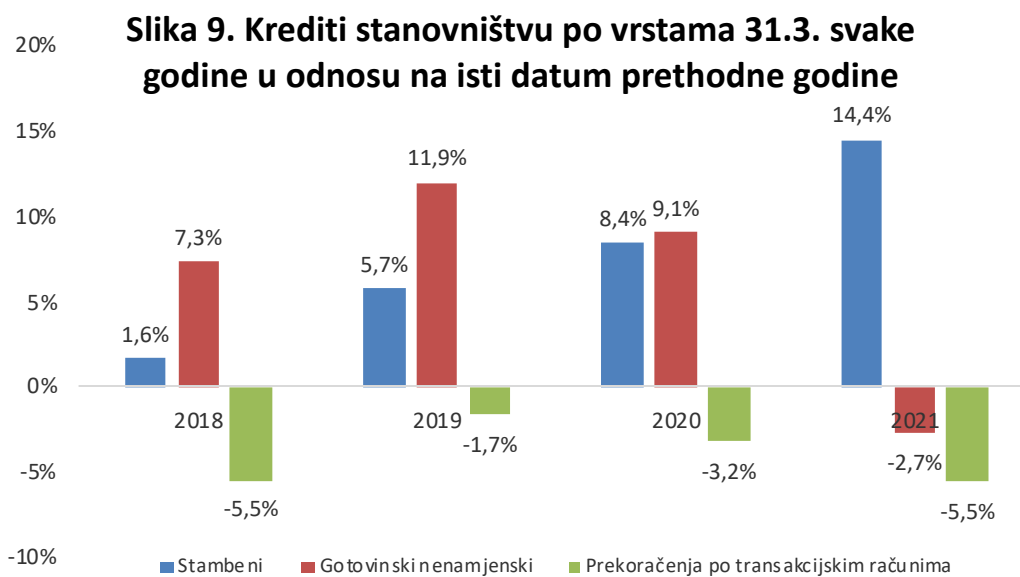
Razdoblje korona krize prikazano je pod povećalom na Slici 8b. Utjecaj krize na kredite stanovništvu bio je slab, jer su krediti stanovništvu nakon kratkotrajnog šoka u vrijeme lockdowna nastavili rasti, ali s promijenjenom strukturom koja je prikazana na Slici 9. Rast kredita stanovništvu prije korona krize bio je vođen nenamjenskim gotovinskim kreditima, no oni su u krizi presahnuli zbog pada sklonosti potrošnji i povećanja sklonosti štednji u uvjetima neizvjesnosti. U krizi

Korona kriza se pojavila na kraju dugog desetljeća razduživanja nakon Velike recesije 2008./09. Razduživanje privatnog sektora obilježilo je gotovo sva europska gospodarstva, ne samo Hrvatsku, i pritom oslabilo tradicionalni kreditni kanal monetarne transmisije.

su primat preuzeli stambeni krediti, jednim dijelom zbog potreba financiranja obnove nakon potresa, a drugim dijelom zbog pojave nove generacije mlađih ljudi s uspostavljenim karijerama i sigurnim primanjima koji su počeli kupovati nekretnine.



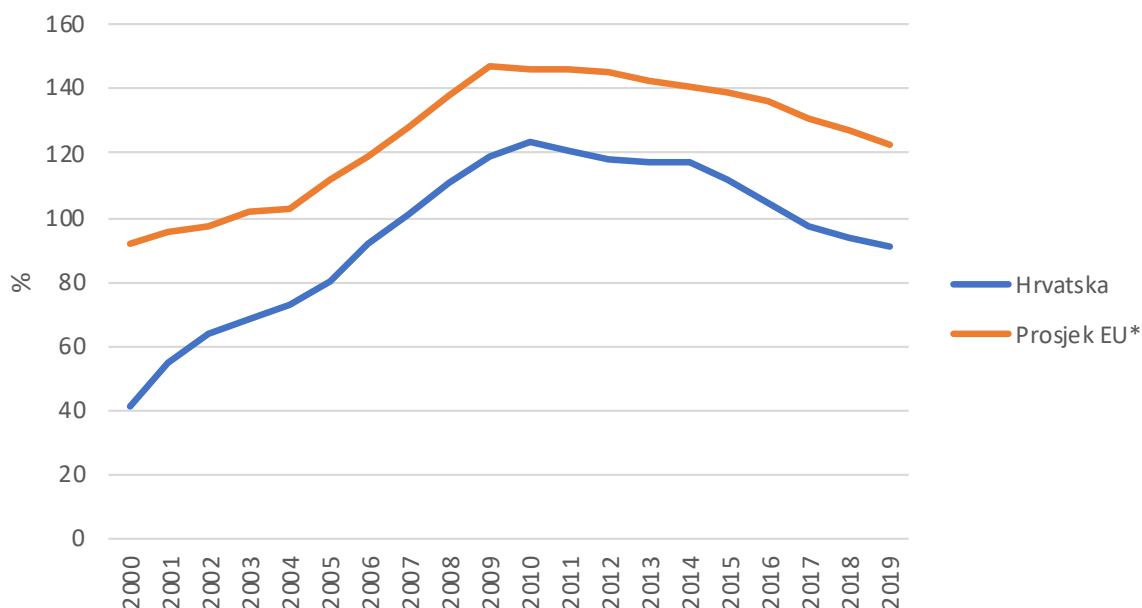
Izvor: HNB



Izvor: HNB

Ukupan dug privatnog sektora (kućanstava i poduzeća), ne samo prema bankama nego prema svim vjerovnicima, u Hrvatskoj je do korona krize smanjen s maksimalnih 123% BDP-a 2010. na 91% BDP-a 2019. (Slika 10). Trend razduživanja nije specifičan samo za Hrvatsku; prosječna vrijednost pokazatelja zaduženosti privatnog sektora za države članice EU kretala se na isti način (Slika 10). Razduživanje privatnog sektora zahvatilo je čak 20 država članica u desetljeću 2010. – 2019., a značajniji porast omjera privatnog duga i BDP-a veći od 5 postotnih bodova 2010. – 2019. zabilježen je samo u Belgiji, Slovačkoj i Švedskoj.

**Slika 10. Dug privatnog sektora u % BDP-a
2000.-2019.**



*Jednostavan prosjek bez Luksemburga

Izvor: Eurostat

Razduživanje je oslabilo djelovanje mehanizma monetarne transmisije, o čemu je bilo više riječi u prvom i drugom dijelu analize. Slaba privatna potražnja za kreditima potaknula je financijski sustav na financiranje fiskalnih deficita uz pomoć nestandardnih mjera monetarne politike.

U 2020. i 2021. godini prikazani omjer će proći kroz veliku oscilaciju: nagli pad BDP-a, koji tvori nazivnik prikazanog omjera, uzrokovat će skok prikazanog pokazatelja u svim zemljama. Potom će nagli oporavak BDP-a 2021. po stopama koje će u većini država vjerojatno biti veće od stopa rasta kredita vratiti omjer zaduženosti privatnog sektora prema trendu. Kada ta koronom izazvana oscilacija prođe, postaviti će se dva bitna pitanja. Prvo se odnosi na cijelo europodručje i EU: može li se pojaviti novi veliki kreditni ciklus u ovome desetljeću, koji bi preokrenuo dugi trend razduživanja?

Ako bi se to dogodilo, ojačao bi klasični mehanizam monetarne transmisije putem kreditnog kanala. Inflacijski bi pritisci mogli postati trajni, a ECB bi brzo prestao koristiti nestandardne mjere monetarne politike. Veoma je teško predviđati vjerojatnost takvog razvoja događaja, jer se prikazani trendovi nalaze (i) pod strukturnim utjecajima, kao što je primjerice utjecaj starenja stanovništva na potražnju za kreditima.

Drugo pitanje je ključno za Hrvatsku i za sve slične zemlje koje pokušavaju konvergirati prema prosječnoj razini razvoja u EU: s obzirom na razliku između omjera privatnog duga i BDP-a za Hrvatsku (91%) i prosjeka EU (123% bez Luksemburga), kolika je vjerojatnost da sljedeći kreditni ciklus dovede do konvergencije prikazanog omjera zaduženosti? Odgovor će prije svega zavisiti o realnoj

Novi kreditni ciklus je moguć unatoč strukturnim ograničenjima poput starenja stanovništva

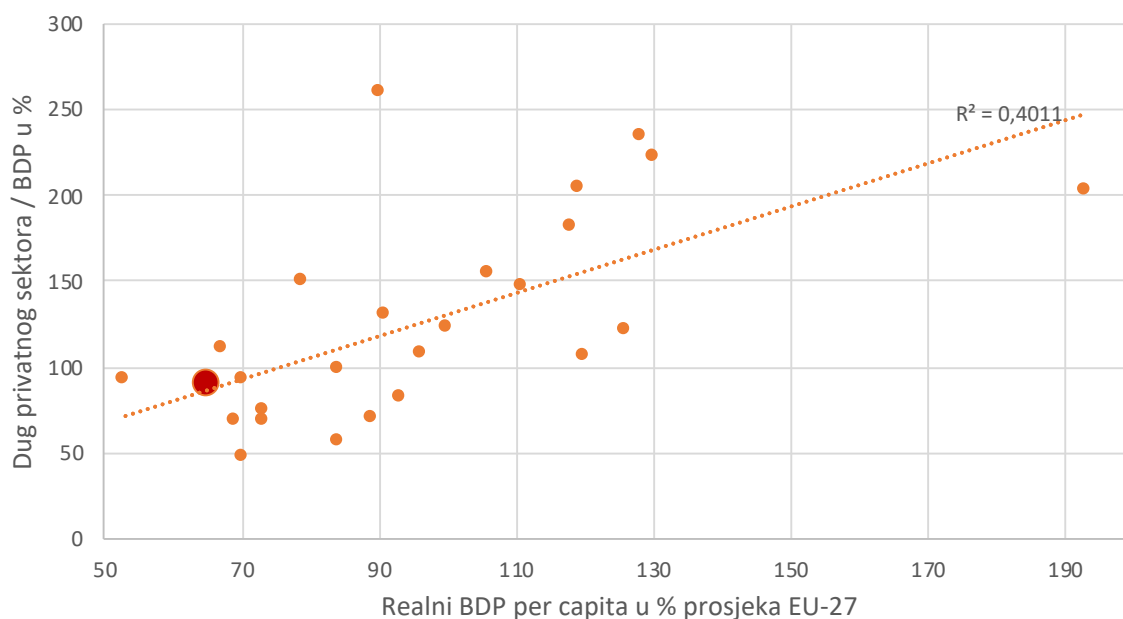
konvergenciji – približavanju realnog BDP-a po stanovniku prosjeku EU. To je nužan uvjet da bi se dogodila održiva konvergencija zaduženosti.

Slika 11 prikazuje vezu između stupnja zaduženosti privatnog sektora i dostignute razine razvoja. Veća razina gospodarskog razvitka povezana je s većim omjerom privatnog duga i BDP-a. Podatak za Hrvatsku označen je većim krugom i naslanja se na regresijsku liniju, što znači da privatni sektor u Hrvatskoj nije prezadužen i ima potencijal za preuzimanje relativno većih iznosa duga u uvjetima realne konvergencije. Ako Hrvatska do 2030. zabilježi stopu gospodarskoga rasta kao prosjek EU, što bi značilo da nema konvergencije i da hrvatski realni BDP po stanovniku ostaje na oko 65% europskoga prosjeka. U tom slučaju, realni dug privatnog sektora održivo bi rastao po stopi kao i realni BDP, a to je oko 15% do 2030. Omjer privatnog duga i BDP-a ostao bi na razini oko 90%. Međutim, ako bi se gospodarski rast u Hrvatskoj ubrzao iznad prosjeka EU – na primjer, ako bi realni BDP per capita Hrvatske u postotku prosjeka EU narastao sa 65% na 75% - u tom slučaju bi se omjer privatnog duga i BDP-a mogao uvećati i malo više od 10 postotnih bodova, tj. iznad 100% BDP-a, jer koeficijent prikazane regresijske linije iznosi oko 1,2.

Do konvergencije omjera zaduženosti privatnog sektora može doći samo u uvjetima realne konvergencije prema prosječnoj razini gospodarskog razvitka EU, ali privatni sektor u Hrvatskoj nije prezadužen.

Naravno, mehanicistička interpretacija prikazane usporedbe ne može predstavljati ni predviđanje ni preporuku za vođenje politike. Ona samo pokazuje gdje se nalazimo i kakvi su potencijali. Pritom treba imati u vidu da je svaka zemlja posebna priča. Pravac na Slici 11 povučen je prema gore visokozaduženim privatnim sektorima u Skandinaviji i Nizozemskoj, dok su i kućanstva i poduzeća u razvijenom dijelu srednje Europe (Njemačka, Italija) i u bivšim tranzicijskim zemljama relativno nisko zadužena (samo Estonija s 98% ima veći omjer od Hrvatske, dok Slovačka ima isti omjer kao Hrvatska).

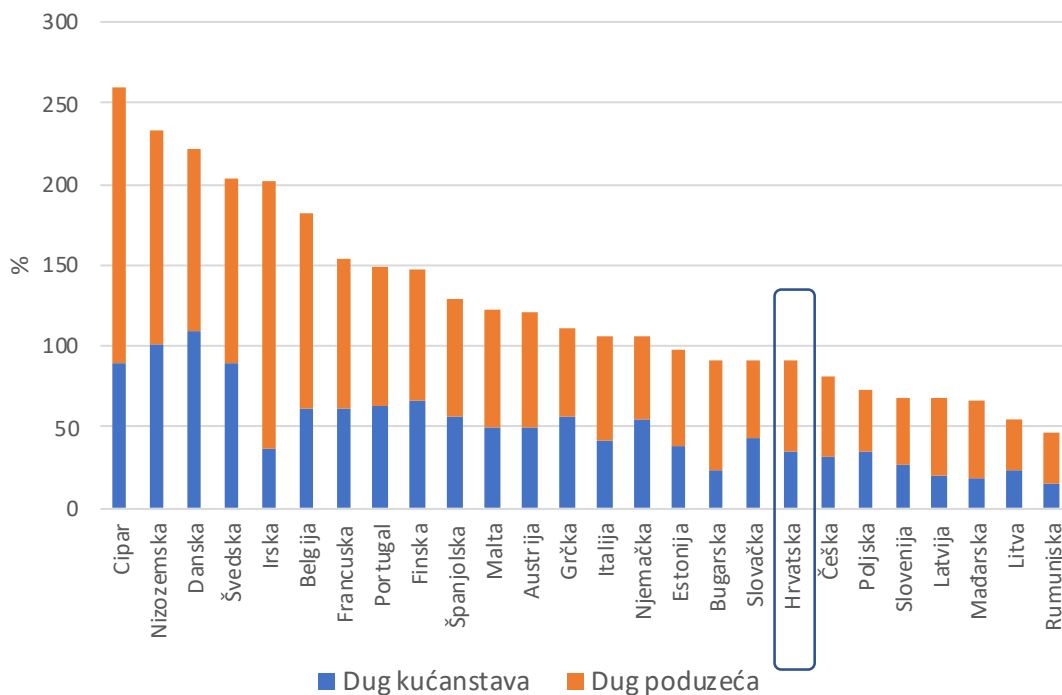
Slika 11. Realni BDP per capita i privatni dug / BDP 2019.



Izvor: Eurostat, vlastiti izračun

Otvoreno je i pitanje raspodjele privatnog duga između sektora kućanstva i poduzeća. Slika 12 pokazuje da je teško otkrivati pravilnosti u tome odnosu. Malo veći udjel poduzeća u ukupnom privatnom dugu je očekivan i Hrvatska je po tome tipična zemlja. Međutim, za oko zapinje iznimno visoka zaduženost stanovništva na Cipru, u Nizozemskoj, Danskoj i Švedskoj (dugovi oko 100% BDP-a).

Slika 12. Struktura duga privatnog sektora 2019.



Izvor: Eurostat

Cipar ima naslijeđe financijske oaze, te ga možemo izdvojiti iz analize i usredotočiti se na Nizozemsku, Dansku i Švedsku. Ono što ove zemlje razlikuje od ostalih su: sličan (visok) stupanj gospodarskog razvitka, visok stupanj institucionalne uređenosti država, visoka sklonost i poticaji za ulaganja u nekretnine, te dugotrajno niske i stabilne kamatne stope. Njemačka i Austrija nemaju bitno drukčija obilježja, te je očigledno da spomenuti čimbenici nisu jedini koji određuju stupanj zaduženosti privatnog sektora, a osobito stanovništva. Ipak, uloga kamatnih stopa, osobito realnih kamatnih stopa, zaslužuje posebnu pozornost budući da kamatne stope utječu na potražnju za kreditima.

Na Slici 5 u prvom dijelu prikazan je dugoročni ciklus kamatnih stopa u Sjedinjenim Američkim Državama. Kamatne stope su na povijesnom minimumu i u tom pogledu ne treba očekivati iznenađenja. Prvo, pritisci cijena u narednom razdoblju vjerojatniji su u smjeru inflacije nego deflacije (a inflacija smanjuje realne kamatne stope). Drugo, visina zaduženosti privatnih i, posebno, javnih sektora upućuje središnje banke na oprez pri podizanju kratkoročnih kamatnih stopa. Treće, dio ciklusa rasta nagiba krivulje prinosa već je „odrađen“ (puno više u SAD-u nego drugdje). Četvrto, u slučaju potrebe za monetarnim zaoštavanjem, središnje banke imaju još dug put za prijeći u pogledu stezanja

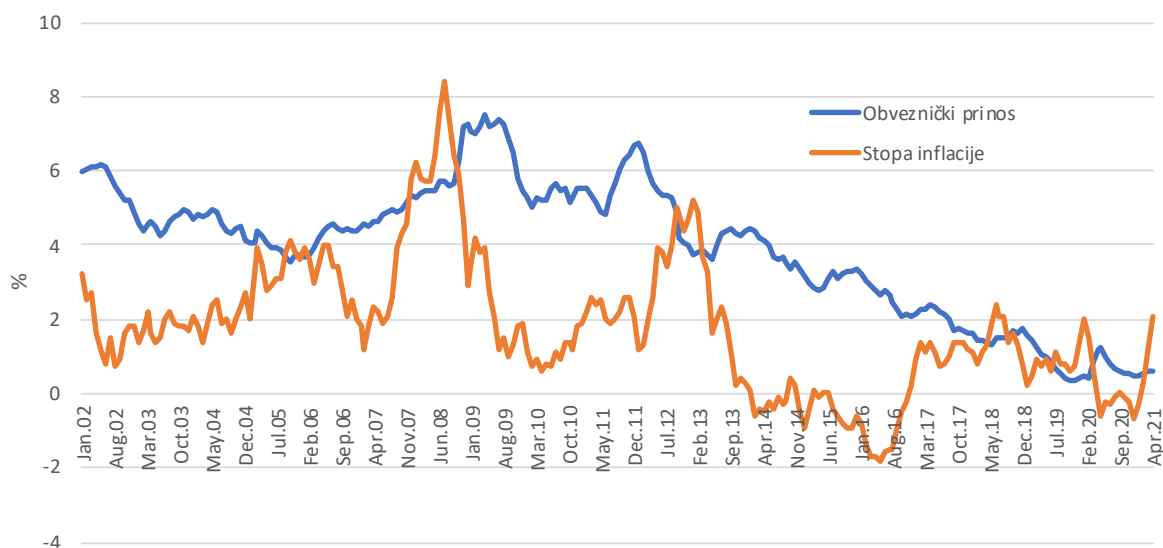
Realne kamatne stope ostat će niske, a moguće je da će se tek nakon pandemije ostvariti njihov utjecaj na potražnju za kreditima

nestandardnih instrumenata monetarne politike (tapering). Imajući sve to u vidu i prisjećajući se činjenice da je korona kriza nastupila na kraju dugog perioda razduživanja privatnog sektora, nameće se zaključak da puni potencijal historijski najnižih kamatnih stopa na potražnju za kreditima još nije ostvaren. Lako je moguće da je, unatoč strukturalnim ograničenjima potražnje, upravo sjećanje na stres Velike recesije koja je započela 2008./09. (a čija su ishodišta bila povezana upravo s funkcioniranjem tržišta kredita – eng. *subprime crisis*) uzrok i razduživanja i niskih kamatnih stopa. Stoga, kako sjećanje na predzadnju krizu nakon pandemije odlazi u povijest, a pojava novih i vrlo nisko zaduženih generacija s novim životnim aspiracijama mijenja strukturu klijenata kreditnih institucija, put za kreditni oporavak je otvoren.

Može li se ova interpretacija povezati sa situacijom u Hrvatskoj? Hrvatska je danas financijski integrirana sa svijetom i dijeli europski poslovni ciklus. Pad kamatnih stopa koji je prikazan na Slici 13 koreliran je s kamatnim stopama u Europi, no lako je primijetiti da inflacija u Hrvatskoj varira jače od nominalnih kamatnih stopa i stoga ima veći značaj za varijacije realnih kamatnih stopa od varijacije nominalnih stopa. Pad stope inflacije i deflacija u razdoblju 2013. – 2016. produžili su razdoblje visokih realnih kamatnih stopa unatoč kontinuiranom smanjenju nominalnih kamatnih stopa u tome razdoblju i tek je blago buđenje inflacije uz nastavak pada nominalnih stopa nakon 2017. u tri godine prije početka pandemije svelo realne kamatne stope na niže razine.

Realne kamatne stope su u Hrvatskoj smanjene u pogledu razine i kolebanja tek od 2017. godine kada je i započeo kreditni oporavak u razdoblju između Velike recesije i pandemije

Slika 13. Prosječni prinos* na dugoročne državne obveznice RH i stopa inflacije cijena potrošača 2002.-2021.

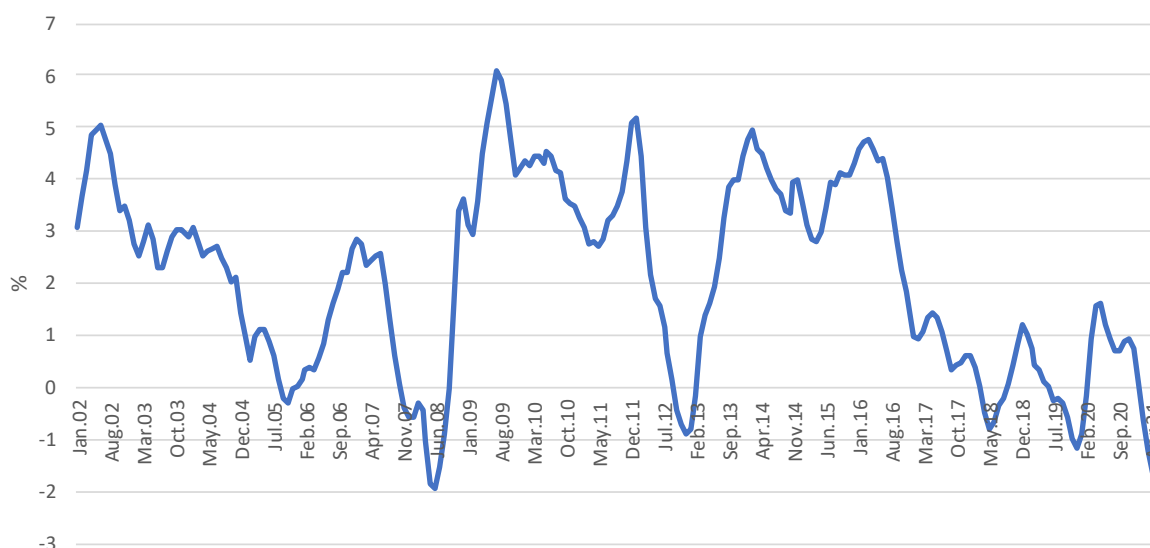


*prosjeak za sva dospijeca na sve obveznice osim onih denominiranih u USD
Izvor: HNB, DZS

To je još vidljivije na Slici 14 koja prikazuje prinose na državne obveznice (realne kamatne stope na kredite kretale su se vrlo slično kao i realne kamatne stope na državne obveznice, pa ih ne prikazujemo posebno). Kontinuirani pad realnih kamatnih stopa trajao je od 2002. do 2008., u vrijeme velikog

kreditnog ciklusa koji je prethodio Velikoj recesiji. Iz tog perioda možemo izvući zaključak o tome da trend pada realnih kamatnih stopa pogoduje rastu kredita. Nakon izbijanja Velike recesije 2008./09., i nominalne kamatne stope i (niža) inflacija podigli su realne kamatne stope na višu razinu. Vrlo kratka pojava relano negativnih stopa u drugoj polovici 2012. bila je tek prolazna epizoda izazvana naglim skokom troškovne inflacije uslijed neshvatljive fiskalne restrikcije – povećanja poreznog opterećenja, što nije moglo doprinijeti oporavku kredita. Tek od 2017. realne kamatne stope su pale i povremeno počele ulaziti u negativno područje. Deflacija u korona krizi koja je na kratko podigla realne kamatne stope sada se čini kao prolazna epizoda, te u Hrvatskoj također možemo očekivati nastavak rasta potražnje za kreditima jer se realne kamatne stope kreću na historijski najnižim razinama.

Slika 14. Realni prosječni prinos na dugoročne državne obveznice RH 2002.-2021.



Izvor: HNB, DZS, vlastiti izračuni

Dodatni poticaj kreditnom ciklusu mogao bi doći od uvođenja eura, što se očekuje 2023. ili 2024. godine. Smanjenje troškova regulacije, otklanjanje valutnog rizika i odlazak valutne klauzule u povijest pogodovat će osjećaju sigurnosti i smanjenju rizika. Još čvršća trgovačka i financijska integracija koja će doći s eurom mogla bi smanjiti oscilacije inflacije i posljedično varijacije realnih kamatnih stopa, to jest, varijacije realnih kamatnih stopa u sljedećih desetak godina mogle bi konačno biti više pogonjene promjenama nominalnih kamatnih stopa nego promjenama stope inflacije. A manja kolebanja poput prikazanih na Slici 14. od 2002. do 2017. mogla bi biti jednako važna za oporavak potražnje za kreditima kao i sama razina realnih kamatnih stopa.⁹

Dodatni poticaj novom kreditnom ciklusu mogao bi doći od uvođenja eura

S druge strane, postavlja se pitanje hoće li rapolaganje EU sredstvima u sektoru poduzeća umanjiti potrebe za kreditiranjem (EU sredstva kao supstitut kredita), ili će EU sredstva možda potaknuti

⁹ Prepreka oporavku na strani ponude kredita nema, budući da se hrvatske banke s omjerom ukupnog kapitala oko 25% nalaze pri vrhu europske ljestvice prema ovom kriteriju.

kreditiranje u dijelu dodatnog financiranja povrh bespovratnih sredstava (EU sredstva kao komplement ili čak pokretač kredita). Odgovor nije moguće znati unaprijed, iako generalno postoje četiri dodatna kanala uz čiju bi pomoć širi koncept reformi, povezan s ulaskom u europodručje, mogao pogodovati razvoju i stabilnosti tržišta kredita i gospodarskom rastu: (a) pokretanje novih projekata koji se ne bi dogodili bez utjecaja EU sredstava i s njima povezanim reformama, (b) razvoj financijskih tržišta i instrumenata privatnih izdavatelja solidnog rejtinga, koji mogu služiti kao prihvatljivi kolaterali u Eurosustavu, (c) korištenje sredstava EU za financiranje garancijskih shema koje neće funkcionirati kao supstituti bankarskih kredita već kao njihovi komplementi i multiplikatori¹⁰ i (d) reforma insolventnog okvira.

Zaključak

Na izlasku iz korona krize pojavila se inflacija koja je probudila strah od zaoštavanja monetarne politike, osobito u SAD-u gdje su dugoročne kamatne stope već reagirale ugradnjom inflacijskih očekivanja, te se nagib krivulje prinosa dosad značajnije nagnuo u pozitivnu stranu. S jedne strane, na djelu je strah od zaoštavanja, a s druge strah od više inflacije ako ne dođe do zaoštavanja. Dilema je preuranjena, osobito u europodručju koje se od korona krize oporavlja sporije od SAD-a.

I za europodručje i za SAD vrijedi da se u tijeku kamatnog ciklusa nalaze daleko od početka podizanja kamatnih stopa središnjih banaka. Stezanje nestandardne monetarne politike tek predstoji i vjerojatno neće biti dovršeno sve dok se ne pojavi korelacija više inflacije i probuđenog kreditnog ciklusa.

Kreditnog ciklusa koji bi značajno povećao stvarnu zaduženost privatnog sektora praktički nije bilo prije korona krize, s izuzetkom malog broja država članica EU poput Slovačke i Belgije. Pandemija je izbila na kraju dugog ciklusa razduživanja koji je započeo nakon Velike recesije 2008./09. Razduživanje objašnjava kako je u ciklusu prije pandemije bilo moguće u isto vrijeme imati monetarnu ekspanziju, nisku inflaciju i historijski niske kamatne stope. U takvim uvjetima, hitan pandemijski program otkupa obveznica (PEPP) ECB-a samo se nadovezao na nedovršeni program otkupa imovina (APP). Stoga nakon kratkotrajnog i ne odveć jakog skoka realnih kamatnih stopa uslijed deflacije u korona krizi, s njenim prolaskom dolazi do normalizacije realnih kamatnih stopa na već viđenim najnižim razinama u povijesti. To pogoduje buđenju kreditnog ciklusa. Ista konstelacija nastaje i u Hrvatskoj, gdje bi uvođenje eura moglo dodatno pogodovati kreditnom i ukupnom gospodarskom oporavku.

Smanjenje troškova regulacije, otklanjanje valutnog rizika i odlazak valutne klauzule u povijest pogodovat će osjećaju sigurnosti i smanjenju rizika, što pogoduje oporavku potražnje za kreditima. Još čvršća trgovačka i financijska integracija koja će doći s eurom mogla bi smanjiti oscilacije inflacije i, posljedično, varijacije realnih kamatnih stopa. Usto postoje dodatni kanali putem kojih bi širi koncept reformi koji je povezan s ulaskom u europodručje mogao pogodovati razvoju i stabilnosti tržišta kredita i gospodarskom rastu: (a) pokretanje novih projekata koji se ne bi dogodili bez utjecaja EU sredstava i s njima povezanim reformama, (b) razvoj financijskih tržišta i instrumenata privatnih izdavatelja solidnog rejtinga, koji mogu služiti kao prihvatljivi kolaterali u Eurosustavu, (c) korištenje sredstava EU za financiranje garancijskih shema koje neće funkcionirati kao supstituti bankarskih kredita, već kao njihovi komplementi i multiplikatori, i (d) reforma insolventnog okvira.

¹⁰ Detaljnije o optimalnim garancijskim shemama vidjeti u: HUB Analiza 72.