

U ČEMU JE PROBLEM?

Nelikvidnost ante portas

S dolaskom krize (koja nas nikada nije niti napustila kako bi to rekao Guste Santini) ponovo se je aktiviralo pitanje likvidnosti. I to ne samo likvidnosti poduzeća nego i uopće stanje likvidnosti hrvatske ekonomije kao takve. Naravno kao i prije 10 godina kada je Hrvatska ekonomija imala jako mali stupanj likvidnosti, ponovo su se pojavili razni mitovi o tome što je nelikvidnost i što uzrokuje nelikvidnost. Naravno u svrhu pravilnoga informiranja u ovome članku ćemo objasniti ne samo što je likvidnost, nego kako i nastaje tako da će se zaključak o problemu rješavanja likvidnosti nametnuti sam po sebi.

Likvidnost je sposobnost plaćanja ili kojom brzinom se nešto (roba, potraživanje, usluga) može pretvoriti u gotov novac. Zbog toga likvidnost je povezana sa novcem i preko novca sa monetarnom politikom. Zato nije moguće proučavati likvidnost, a da pri tome ne spomenemo monetarnu politiku. Naravno da bi smo bolje razumjeli problem likvidnosti u Hrvatskoj napraviti ćemo usporedbu između načina provođenja monetarne politike u Hrvatskoj i načina provođenja monetarne politike u SAD-u.

Monetarna politika u velikim ekonomijama

Prije nego što krenemo u analizu likvidnosti baviti ćemo se malo računovodstvom koje nam je od posebnoga značaja. U velikim ekonomijama kao što je SAD centralna banka u pasivi ima novac, depozite banaka, a u aktivni centralne banke se nalaze državne obveznice i kredite bankama (obično kratkoročni instrumenti likvidnosti kao REPO poslovi i Lombardni krediti). Ova konstrukcija aktive i pasive je jako važna, to znači da centralna banka kada želi promijeniti količinu novca u ekonomiji, centralna banka kupuje i prodaje državne obveznice. S kupnjom državnih obveznica centralna banka efektivno monetarizira dug države. Tako da sve dok su centralna banke i fiskalna politika su na istoj strani državni dug nije problem. Nezavisnost monetarne politike se očituje u tome da je FED taj koji odlučuje kada će kupiti državne obveznice i koliko će kupiti državnih obveznica, odnosno FED ima autonomne odluke kod donošenja i provođenja monetarne politike.

Za ekonomiju je provođenje monetarne politike važno jer s promjenama količine novca u ekonomiji se mijenja i kamatna stopa. S više novca u ekonomiji cijena novca (kamatna stopa) pada. S manje novca u ekonomiji cijena novca raste. Za učesnike u ekonomiji kamatna stopa je važna jer učesnici u ekonomiji upotrebljavaju kamatnu stopu kod donošenja poslovnih odluka. Kamatna stopa prije svega se očituje u cijeni financiranja, kako za poduzeća tako i za građane.

U velikim ekonomijama upravo je odnos u bilanci centralne banke poveznica između fiskalne i monetarne politike. S obzirom da centralna banka kupuje i prodaje državne obveznice kod provođenje monetarne politike ponašanje fiskalne politike se mora koordinirati i sa monetarnom politikom. Fiskalna politika zna da ukoliko centralna banka provodi ekspanzivnu monetarnu politiku jedan dio državnoga duga će moći „utopiti“ kod centralne banke. Ukoliko centralna banka ne provodi ekspanzivnu monetarnu politiku, fiskalna politika će biti oprezna s dugom, jer će svako povećanje duga dovesti u pitanje i servisiranje toga duga. Ovdje je prije svega važno naglasiti da se u velikim ekonomijama jako pazi na pojavu takozvane Rikardijske ekvivalencije, odnosno teorije da se svaka prekomjerna državna potrošnja danas, mora financirati sa većim porezima u budućnosti.

Provođenje monetarne politike je u stvari reakcija monetarne politike na određene pojave u ekonomiji. Kada FED provodi monetarnu politiku FED se isključivo povodi ekonomskim stanjem

u SAD-u i svojim akcijama FED mijenja stanje na tržištu novca u SAD-u sa svrhom utjecaja na ekonomiju u SAD-u. Ostala tržišta i države ne zanimaju FED kod provođenje monetarne politike i donošenja odluka.

Provođenje monetarne politike u SAD-u se doživljava isključivo kao interna stvar SAD-a i FED se ne povodi vanjskim utjecajima kod donošenja i provođenja monetarne politike. FED mijenja količinu novca u ekonomiji i tako kontrolira kamatnu stopu vođen trenutnim stanje ekonomije u poslovnome ciklusu. Kada ekonomija raste FED dozira novac i diže kamatnu stopu kako ekonomija ne bi rasla prebrzo. Kada ekonomija pada, FED povećava količinu novca u ekonomiji, spušta kamatnu stopu i na taj način nastoji stimulirati ekonomiju kako ekonomski pad ne bi bio pre jak.

Monetarna politika u malim ekonomijama

Monetarna politika u Hrvatskoj vjeruje da preko stabilnosti tečaja se postiže stabilnost cijena. Znači da za razliku od FED-a koji prati kamatnu stopu, HNB prati tečaj Upravo ovom odrednicom HNB se je odredio i na ponašanje kod provođenje monetarne politike. S obzirom da HNB vjeruje da ukoliko je tečaj stabilan, ekonomija će imati stabilne cijene, stabilnost tečaja je primarna svrha monetarnoga djelovanja HNB-a. S odabirom stabilnosti tečaja kao osnovicom monetarne politike HNB je automatski odabrao i svoj instrument djelovanja, a to su monetarne intervencije na tržištu deviza.

Tako kada u ekonomiji ima puno strane valute HNB kupuje stranu valutu i povećava količinu kuna u Hrvatskoj ekonomiji. Kada u Hrvatskoj ekonomiji ima puno domaće valute HNB prodaje svoje devizne rezerve i smanjuje količinu kuna u ekonomiji. Mehanizam djelovanja HNB-a je isti kao i FED-a, kupnja i prodaja određenoga instrumenta za domaću valutu, ali postoje dvije važne razlike.

Prva razlika između FED-a i HNB-a je u tome što FED kontrolira dolare u SAD-u, a HNB kontrolira eure u Hrvatskoj. Dok FED kontrolira svoju pasivu i mijenja količinu dolara u ekonomiji, HNB kontrolira svoju aktivu i mijenja količinu Eura u ekonomiji kako bih održao stabilnost tečaja.

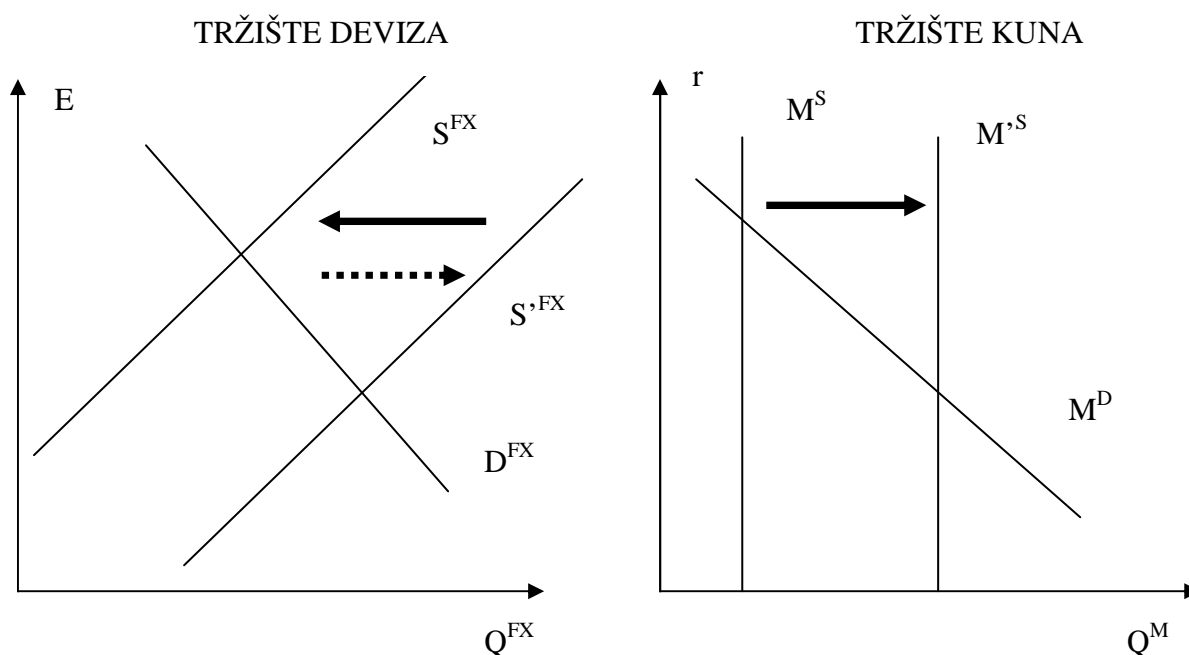
Druga razlika je pitanje kauzalnosti. Kada FED promijeni količinu novca u SAD-u, jedan dio te promjene se prelje na tržište deviza i dođe to promjene tečaja dolara prema ostalim valutama. Znači kauzalnost ide od domaćega tržišta novca prema tržištu deviza. U Hrvatskoj to nije slučaj, jer HNB u stvari, što je naravno paradoksalno, kontrolira količinu Eura u ekonomiji. Kako HNB mijenja količinu Eura u ekonomiji tako se u ekonomiji mijenja i količina kuna. S promjenom količine kuna mijenja se i kamatna stopa na kunu. Znači promijene ne tržištu deviza uzrokuju promjene na domaćem tržištu novca što je najvažnija stvar. U SAD-u provođenje monetarne politike se sa domaćega tržišta novca preljeva na tržište deviza, a u Hrvatskoj se provođenje monetarne politike sa tržišta deviza preljeva na domaće tržište novca.

Kauzalnost

Sada vidimo da u ekonomiji pitanje likvidnosti nije pitanje provođenja monetarne politike nego je pitanje kauzalnosti. Osnovni problem je što je monetarna politika u Hrvatskoj konstruirana na stabilnosti tečaja. Zbog ovoga postulata HNB nastoji svojim djelovanjem stabilizirati odnos između Kune i Eura. Kao što smo pokazali HNB u stvari kontrolira količinu Eura ekonomiji, a ne količinu kuna, jer uzročno posljedična veza je Euro \rightarrow Kuna, a ne Kuna \rightarrow Euro. Zbog ove prirode odnosa HNB ne kontrolira domaću likvidnost. Tako da je stanje likvidnosti u ekonomiji u stvari reakcija na provođenje monetarne politike na tržištu deviza.

Pažljivom čitatelju je jasno da samo napravili mali propust, jer smo opisali kada i zašto bi FED mijenjao kamatnu stopu, ali nismo opisali kada i zašto bi HNB djelovao na tržištu deviza. Sada ćemo ispraviti taj propust.

S obzirom da HNB nastoji kontrolirati stabilnost tečaja u Hrvatskoj, HNB djeluje kada dođe do promjene na tržištu deviza u Hrvatskoj. Tako kada dođe do povećanja količine Eura u ekonomiji, krivulja ponude deviza S^{FX} se pomakne na S'^{FX} i pri tome tečaj ojača. Kako HNB ne želi da tečaj ojača, HNB monetarnom akcijom na tržištu deviza kupi višak deviza i vrati krivulju S'^{FX} na staro mjesto tako da je neto učinak na promjenu tečaja nula. Istovremeno ovom monetarnom akcijom HNB-a (kupnja deviza za kune) se je povećala količina kuna u ekonomiji, tako da se krivulja M^S pomaknula na M'^S . S ovom akcijom HNB je stabilizirao tečaj, ali je kao dodatna posljedica došlo do povećanje količine novca na hrvatskome tržištu novca.



Vidimo da je HNB promjenama na tržištu deviza, uzrokovao promjene na tržištu kuna. Znači uzročno posljedična veza je sa tržišta deviza na tržište kuna. Upravo je ova kauzalnost važna, jer HNB kontrolira tržište deviza u ekonomiji. Sukladno promjenama na tržištu deviza dolazi i do reakcija HNB. Ukoliko nama promjena tečaja HNB neće imati razloga intervenirati.

Konstruktivna greška je u tome što Hrvatska ekonomija posluje u kunama, ekonomski participanti u Hrvatskoj trebaju kune kako bi mogli poslovati, čak i uvoznici koji kupuju robu za devize, ali istu tu robu prodaju za kune i plaćaju račune u kunama. Da bih se odvijala normalna ekonomska aktivnost u ekonomiji je potrebna određena količina novca (domaće valute). Ukoliko u ekonomiji nema dovoljno domaće valute dolazi do ekonomskih poremećaja¹.

Jedna od osnovnih postulata HNB-a koja je ugrađena i u Zakon o HNB-u je neovisnost HNB-a. Ukoliko pažljivo pročitate Zakon o HNB-u vidjeti ćete da je HNB u potpunosti neovisan o Hrvatskoj, ali je zato HNB i te kako zavisn i ovisan o međunarodnome protoku kapitala. Ukoliko strana valuta ne ulazi u ekonomiju, HNB neće imati razloga mijenjati količinu kuna u ekonomiji. Tako da je HNB vođen u svojim akcijama od strane protoka kapitala, a ne potrebama ekonomije kao što je to slučaj kod FED-a.

¹ Naravno za važnost novca i upotrebu novca u ekonomiji ja preporučam radove Miltona Friedmana ili već zaboravljenu knjigu „Monetarna Analiza“ od Dimitrija Dimitrijevića koja je stvarno kulturni klasik ove literature.

Kako je ove godine vanjski dug počeo stagnirati, kako nema stranih investicija i kako izvoz pada, HNB je bio primoran braniti tečaj kune od slabljenja, jer više novca izlazi iz ekonomije nego što ulazi u ekonomiju. Tako je HNB povećavao količinu Eura u ekonomiji, a smanjivao količinu Kuna u ekonomiji. Naravno sa manje kuna u ekonomiji skočila je i cijena kuna u ekonomiji i zato smo imali da je ZIBOR bio na 40%. Naravno nagli skok ZIBOR-a je bio primarni efekt monetarne politike, a koji je bio sekundarni?

Sada je jasno zašto je u ekonomiji u zadnjih šest mjeseci se povećao stupanj neplaćanja, naravno što je neplaćanje i ne izvršavanja obaveza? Nelikvidnost! S obzirom da HNB kontrolira tečaj, a ne potrebe ekonomije za kunama, jasno je da je stanje likvidnosti u ekonomiji u stvari samo rezidual djelovanja HNB-a na tržištu deviza.

Razotkrivanje tajne, koja i nije tajna

Iako je u Hrvatskoj popularno tražiti krivce za pojedine ekonomske pojave, ili pokušati razjašnjavati velike misterije² pitanje likvidnosti ekonomije se isključivo svodi na pitanje monetarne politike i provođenja monetarne politike. Nema nikakvih kompleksnih objašnjenja, teorija, prognoza. Stvar je u stvari jako jednostavna.

Ukoliko u Hrvatskoj nema dovoljno kuna, smanjiti će se plaćanja, povećati će se nelikvidnost. Za to nikako nije kriva Država (koja jeste najveći neplatiša), niti su krive banke, niti su krivi mali poduzetnici ili moja baba, nego su kolektivno krivi svi koji ne ispunjavaju svoje obaveze, a ti svi ne mogu ispunjavati svoje obaveze jer u ekonomiji nema dovoljno slobodnoga novca da bih se izvršavala plaćanja. Da bih se nelikvidnost u ekonomiji suzbila potrebno je povećati količinu novca u opticaju, ali s obzirom da HNB to radi samo preko tržišta deviza, svako povećanje količine novca u ekonomiji bi automatski značilo i smanjenje tečaja, a stabilnost tečaja se ne smije dirati i tako je HNB sam sebe zatvorio u začarani krug.

Jasno je da se radi o konstrukcijskoj grešci u samome provođenju monetarne politike. Da bi HNB povećao količinu kuna u ekonomiji HNB bi morao početi kupovati neki drugi instrument, a ne samo stranu valutu. Ukoliko bi HNB kupio državne obveznice (kao što se to radi u SAD-u), a država s tim novce izvršila plaćanja onda bih se krug nelikvidnosti naglo prekinuo. Naravno ovo HNB ne može napraviti, jer je u svojoj želji za neovisnošću sam sebi odrezao ovaj put i zakonski si zabranio trgovanje državnim obveznicama. Tako da upravo sada kada je Hrvatska u recesiji HNB ne može pomoći ekonomiji. Jedina opcija je smanjenje kunske obvezne rezerve i povećanje monetarnoga multiplikatora, što HNB ne želi napraviti.

Ronald Regan

Jedna od karakteristika ekonomije kao znanosti je da je uvijek dvostrana. Tako je jednom Predsjednik Regan rekao „dajte mi jednorukoga ekonomistu“ kada je po entu puta dobio odgovor od svojih ekonomskih savjetnika koji je išao otprilike ovako „u jednu ruku imamo ovo, a u drugo ovo“. S ovim problemom se susreću i studenti ekonomije koji na prvoj godini uče o tome kako možemo modelirati ekonomiju koja svoje resurse usmjerava na proizvodnju dvaju dobara. Amerikanci taj primjer zovu guns and butter. Tako ekonomija može usmjeriti svoje resurse samo na proizvodnju jednoga dobra (guns), ili na proizvodnju drugoga dobra (butter) ili pokušati naći optimalnu kombinaciju proizvodnje obaju dobara. Umjetnost u ekonomiji je naći optimalnu kombinaciju.

² Ovdje posebno treba pogledati rad Šonje, Faulend, Šošić „Nelikvidnost – razotkrivanje tajne“ I - 9 svibanj 2001. www.hnb.hr

Stručnim rječnikom gore navedena pojava se zove „trade-off“ ili ekonomska žrtva. Tako naša ekonomija može odlučiti da proizvodi manje jednoga dobra kako bih proizvodila više drugoga dobra. Tako dolazi do žrtvovanja proizvodnje jednoga dobra radi proizvodnje drugoga dobra. Imamo više jednoga, ali imamo manje drugoga. Naravno pitanje koja je to optimalna kombinacija je uvijek otvoreno za raspravu. Ovaj problem je karakteristika svih ekonomskih problema. Uvijek morate nešto žrtvovati da bih ste nešto dobili. Ponekada je samo pitanje vremena kada nešto odlučite napraviti, a ponekada pitanje cilja koji želite postići.

Isto vrijedi i za provođenje monetarne politike. Kada je tečaj počeo slabiti početkom godine HNB je poduzeo agresivne mjere. Povukao je kunsku likvidnost, tako što je smanjio REPO aukcije i od banaka je kupio kune i njima dao devize, efektivno smanjujući količinu kuna u opticaju. HNB je djelovao i drugom regulativnom tako da je smanjio količinu minimalnih obveznih deviznih potraživanja sa 25% na 20% što je bankama oslobodilo devize i povećalo količinu deviza u ekonomiji. HNB je također povećao i kunsku obveznu pričuvu³ iz deviza. Ove mjere su smanjile količinu kuna u ekonomiji i povećale količinu deviza. Zahvaljujući ovim agresivnim mjerama HNB je uspio zadržati tečaj kune stabilnim. Javnost je ovo dočekala jako pozitivno, kuna je obranjena i spašena.

Naravno, ekonomija ne bi bila ekonomija kada se cijena stabilne kune nije s nečim platila. U ekonomiji za sve postoji cijena tako i za održavanje tečaja stabilnim kada je tržište procijenilo da bih kuna trebala oslabiti. Konkretno u ovome slučaju cijena stabilnoga tečaja je plaćena visokim kamatama i nelikvidnošću. Naravno visoke kamatne stope zbog nedostatka kuna su se odrazile i na poslovanje banaka, koje su onda reagirale promjenom kamatnih stopa i u aktivni i u pasivi kako bih izbalansirale promijene u kamatnim stopama koje su nastale na tržištu.

Nedostatak novca se je odrazio i na povećanje nelikvidnosti u ekonomiji, kao što smo vidjeli iz ovoga rada to i nije ništa čudno.

No jedno je jasno, kod provođenja ekonomske politike nikada nije pitanje što treba napraviti, nego je uvijek pitanje koliku ste cijenu voljni nametnuti ekonomskim participantima za svoju politiku.

S obzirom da sam promijenio radno mjesto i sada radim u Uredu za praćenje rizika u sklopu grupe poslova Banka Subsidiara u Intesasanpaolo u Milanu, promijenio sam i e-mail koji je sada neven.vidakovic@intesasanpaolo.com tako da komentare možete slati na ovaj e-mail.

Neven Vidaković

Dopisnik Moje Banke iz Milana

³ Da budemo točni. Kada Banka primi depozit u stranoj valuti, jedan dio obvezne pričuve je u devizama, a drugi je u kunama. Taj omjer je primijenjen sa 50% promijenjen na 75% u korist kune. Tako kada je banka primila 100€ depozita 8,5€ obvezne rezerve je ostalo u devizama, a drugim 8,5€ je bio u kunama. S novom regulativnom omjer \times je promijenio tako da je 3,5€ ostalo u devizama, a 105€ banka mora dati HNB u kunama kao obveznu rezervu iz deviza koja se drži u kunama. Tako da iako je obvezna rezerva pala sa 17% na 14% obvezna rezerva na kune se je paradoksalno povećala.