

Nekonvencionalna monetarna politika u zemljama s tržištima u nastajanju: dozvola za kvantitativno popuštanje

Poštovani guverneru Matolcsy, poštovani kolege i svi vi koji ovu svečanost pratite online, što je nešto na što smo se svi već ovih dana naviknuli,

kad sam primio poziv kolega iz mađarske središnje banke (Magyar Nemzeti Bank, MNB) koji su me obavijestili da sam dobitnik nagrade Lámfalussy za „izvanredan profesionalni rad i životna postignuća na međunarodnoj sceni“, osjećao sam se i počašćen i zahvalan, svjestan važnosti nagrade, poznajući ekonomista po kojem je nagrada dobila ime, kojega sam imao priliku upoznati i koji je uistinu upečatljiva osoba i, naravno, poznajući sve kolege i prijatelje koji su je ranije primili. Najljepša vam hvala!

Razmišljajući o temi današnjega govora, kako smo razgovarali, činilo mi se primjerenim govoriti o monetarnoj politici u zemljama s tržištima u nastajanju u vrijeme kad se najveće središnje banke u svijetu oslanjaju na nekonvencionalne mjere monetarne politike. Prva razmišljanja asocijala su me na misli iz Vodiča kroz galaksiju za autostopere, bezvremeni roman Douglasa Adamsa.

Nekoliko je razloga za ovu asocijaciju.

Prije svega, kao što vam je poznato, središnji su bankari skupina ljudi koji su skeptični prema razmišljanjima onih koji svemir uzimaju zdravo za gotovo. Stoga sam informacije morao propustiti kroz solipsistički filter, vrlo nalik onome kojim se koristi Vladar Svemira, izmišljeni lik iz romana. Drugo, kao što nam je poznato iz Vodiča kroz galaksiju za autostopere, rješenje za sve naše probleme je 42, poznati odgovor na konačno pitanje, a time i sve naše probleme, premda ne znamo ni koje je to zapravo pitanje. To me pomalo podsjeća na aktualna razmišljanja koja monetarnu politiku predlažu kao odgovor na gotovo svaki problem – od izostanka inflacije, izostanka rasta BDP-a, do rastuće razlike prinosa na obveznice, otežanog pristupa kreditiranju, nejednakosti, onečišćenja te nedavno u mojoj zemlji, čak i posljedice zemljotresa.

Još jedna zanimljiva poveznica na poznat citat s naslovnice romana – „bez panike“ – bio je i standardni savjet upućen suvremenim kreatorima politike.

Treće, prije nego što je napisao svoj roman, Adams je surađivao s članovima Letećeg cirkusa Montyja Pythona. Iz perspektive vođenja monetarne politike u okružju negativnih kamatnih stopa filmska ekipa Montyja Pythona mogla je, recimo, snimiti skeč o tome kako banka nekome plaća da posudi novce od nje. Takav bi skeč vjerojatno bio vrlo zabavan u to doba, ali čak se i njima ta ideja mogla učiniti pomalo suludom 70.-ih godina prošlog stoljeća.

Danas se, međutim, iznimno niske realne kamatne stope čine trajnom osobinom naših gospodarstava. Nitko to ne bi ni pomislio još pred nekoliko godina. Kad je prije oko četvrt stoljeća kombinacija niske inflacije i niskih nominalnih kamatnih stopa pogodila Japan, smatrali smo to privremenom pojavom, ili možda nečim idiosinkratskim za japanskog gospodarstvo. Na sličan smo način prije otprilike jednog desetljeća razmišljali o politici kamatnih stopa središnjih banaka koje su konvergirale prema nuli u zapadnim gospodarstvima.

No, naznake smanjivanja kamatnih stopa prisutne su već puno duže vremena. Tijekom posljednjih nekoliko desetljeća uočavamo neumoljiv trend pada u standardnoj statistici. Novija istraživanja pokazuju da trend smanjenja kamatnih stopa vjerojatno obuhvaća znatno duže razdoblje koje seže kroz najmanje sedam stoljeća. Čini se da se tendencija pada kamatnih stopa javlja čak i znatno prije osnivanja prvih središnjih banaka (Schmelzing, 2020.). S vremenom su se negativne realne kamatne stope javljale sve češće, i to neovisno o prevladavajućem monetarnom režimu – fiat novcu koji izdaje središnja banka ili nekom obliku metalnog monetarnog standarda, kao što je bio zlatni ili srebrni standard.

Zanimljivo je napomenuti da su razni autori kroz povijest prepoznavali tendenciju smanjenja kamatnih stopa, iako često na proturječan način. Marx je, na primjer, pad stope povrata pretvorio u temelj svoje teorije, neku vrstu naprave sudnjeg dana ugrađene u temelje kapitalizma. S druge pak strane, Keynes je na smanjenje kamatne stope, ali ne i na stope dobiti, gledao kao na sredstvo napretka prema novom, boljem obliku kapitalizma. Vrijedi ponoviti njegove riječi iz Opće teorije:

„Stoga na rentijerski aspekt kapitalizma gledam kao na prijelaznu fazu koja će nestati kada obavi svoj posao, a s nestankom njegova rentijerskog aspekta mnogo toga u njemu dodatno će pretrpjeti radikalnu promjenu. Osim toga, velika prednost slijeda događaja koji ja zagovaram u tome je što eutanazije rentijera, tog investitora bez funkcije, neće biti nešto iznenadno, već postupan, ali dugotrajan nastavak onoga čega smo nedavno bili svjedoci u Velikoj Britaniji te neće zahtijevati revoluciju.“

Danas na niske kamatne stope ne gledamo kao na napravu za sudnji dan, a zasigurno nisu ni univerzalan lijek za sve, kako ih je vidio Keynes. Zanimljiva je igra sudbine to što je smanjenje investicija, uz usporavanje rasta broja stanovnika i promjenu tehnologije, izazvalo smanjenje kamatnih stopa, a ne povećanje štednje. Imamo i određene dokaze da su stope štednje ostale razmjerno robusne zbog sve većeg problema „prezasićenosti štednjom bogatih“, a ne zbog povećanja općeg životnog standarda (Atif et al., 2020.). Uz to, sve veći dio viška svjetske štednje otpada na dalekoistočna gospodarstva koja izvoze kapital „uzvodno“, prema bogatijim gospodarstvima. Nadalje, utjecaj niskih kamatnih stopa na nejednakost nije ni približno jednoznačan. Razni kanali djeluju na različite načine, a mnogi analitičari upravo niskim kamatnim stopama pripisuju krivnju za rast nejednakosti, osobito nejednakosti u bogatstvu (Bean et al., 2015.). Niske kamatne stope imaju složeno međudjelovanje s gospodarskom aktivnosti uz postojanje određenih dokaza o njihovom negativnom utjecaju na dugoročan rast proizvodnosti, što se popularno naziva „zombifikacijom gospodarstva“.

Najvažnija negativna nuspojava niskih ravnotežnih kamatnih stopa za monetarnu politiku odnosi se na mogućnost da referentne kamatne stope često dosegnu donju granicu, bez obzira na to smatramo li da bi ta granica bila nula ili neznatno ispod nule, što ograničava sposobnost provedbe protucikličke monetarne politike. Keynes je bio svjestan tog učinka kad je uveo pojam zamke likvidnosti. Da bi riješile problem donje granice referentnih kamatnih stopa, središnje banke velikih razvijenih zemalja počele su provoditi programe kupnje vrijednosnih papira (engl. asset purchase policies, APP) u kontekstu kvantitativnog popuštanja i uvođenje smjernica buduće monetarne politike. Sve donedavno takve su politike bile strogo ograničene na malu skupinu velikih središnjih banaka koje izdaju svjetske rezervne valute. No, od početka krize izazvane koronavirusom, dvadesetak središnjih banaka zemalja s tržištima u nastajanju provodilo je APP, što je praksa koju su dotad izbjegavale (Sever et al., 2020.). Na gotovo svakoj konferenciji ili sastanku investitora na kojima sam

sudjelovao posljednjih mjeseci isticala su se pitanja o razlozima zbog kojih središnje banke zemalja s tržištima u nastajanju provode APP, njihovim planovima za budućnost, a ponekad i o razlikama između odgovora monetarne politike na globalnu financijsku krizu i na sadašnju kriznu epizodu.

Glavni razlog zbog kojeg su zemlje s tržištima u nastajanju počele provoditi APP iz današnje je perspektive očit – ti su programi bili uspješni. APP u načelu djeluje putem nekoliko kanala: kanal likvidnosti banaka djeluje kroz veće viškove likvidnosti banaka koje povećavaju ponudu kredita, kanal rebalansa portfelja povećava cijene imovine, jer investitori preusmjeravaju priljeve od prodaje imovine u alternativne oblike imovine i, naposljetku, kanal signalizacije učvršćuje očekivanja buduće akomodativne monetarne politike. Nalazi prvih istraživanja potvrđuju da su politike kupnje vrijednosnih papira u zemljama s tržištima u nastajanju djelovale uglavnom slično kao u razvijenim gospodarstvima (Sever et al., 2020.; Hofman i Kamber, 2020.). Te politike smanjivale su prinose na obveznice i poboljšavale uvjete financiranja za domaće gospodarstvo. Njihov utjecaj na cijene vlasničkih vrijednosnih papira bio je manje izražen, premda se može tvrditi da kanal rebalansa portfelja nije tako važan u zemljama s tržištima u nastajanju zbog slabije razvijenih tržišta kapitala i drugih vrsta nebankovnog posredovanja za financiranje gospodarstva. Također, glavni ciljevi APP-a u zemljama s tržištima u nastajanju manje su povezani s povećanjem inflacije, a znatno više sa stabilizacijom tržišta.

Važan razlog zbog kojeg je APP bio učinkovit u zemljama s tržištima u nastajanju proizlazi iz povoljnog međunarodnog okružja i vrlo niskih premija za rizik. Iako je izbijanje pandemije u ožujku 2020. uzrokovalo snažan odljev kapitala iz tržišta u nastajanju, ta epizoda bila je vrlo kratka, a tokovi kapitala ubrzo su se stabilizirali. Preljevanje učinaka velikih APP-a koje su provodili ESB i Fed vjerojatno je glavni razlog zbog kojega tečajevi zemalja s tržištima u nastajanju nisu znatno jače reagirali na najavu i provedbu domaćih APP-a. Sveobuhvatne procjene učinaka APP-a također bi morale uzeti u obzir samoodabir središnjih banaka. Iako se broj središnjih banaka koje su provodile APP povećao, još uvijek tek znatna manjina središnjih banaka diljem svijeta provodi takve programe, po svojoj prilici iz zemalja sa snažnijim fundamentima i manje izraženim makroekonomskim ranjivostima. Naposljetku, veličina APP-a u zemljama s tržištima u nastajanju uglavnom je bila razmjerno skromna, što je ograničilo rizike. Hrvatska narodna banka prošle je godine provela jedan od najvećih

APP-a među tržištima u nastajanju, u iznosu od oko 5,5 posto BDP-a, što je tek oko polovice iznosa ESB-ova programa u toj godini. U Hrvatskoj su sklapanje valutnog ugovora o razmjeni s Europskom središnjom bankom (swap ugovora) i kasniji ulazak u ERM II također pripomogli stabilizaciji tržišta i uspjehu APP-a.

Recentni razvoj režima monetarne politike u tržištima u nastajanju ne može se uzimati zdravo za gotovo. Tržišta u nastajanju ne izdaju rezervne valute i ovise o zaduživanju u stranim valutama na međunarodnim tržištima. Zajedno s domaćom dolarizacijom ili euroizacijom, to ih čini iznimno ovisnim o tečajnim kretanjima, zbog čega su drugi ciljevi monetarne politike često podređeni stabilnosti tečaja. Ta tržišta i općenito imaju u načelu slabije makroekonomske uvjete za provedbu ekonomskih politika s nižom razinom vjerodostojnosti. Ukoliko bi se povećali rizici fiskalne dominacije, APP možda neće moći spriječiti povećanje premije za rizik bez ugrožavanja ostalih ciljeva politike. Također, deflacija obično nije problem za tržišta u nastajanju, već je to češće povišena inflacija. Zemlje s tržištima u nastajanju i nadalje će biti izložene naglim zastojsima i preokretima u tokovima kapitala, što može uzrokovati valutne i financijske krize. Njihova teško zaslužena dozvola za provedbu politika kvantitativnog popuštanja možda neće uvijek biti zajamčena – takva politika svaki će se pojedini put u slučaju potrebe morati pažljivo razmotriti s obzirom na ranjivosti i zaštitne slojeve, kao što su to međunarodne pričuve, te s obzirom na globalne uvjete financiranja i prelijevanje učinaka monetarnih politika velikih središnjih banaka (Daianu, 2020.) Čini se da APP u zemljama s tržištima u nastajanju zasada ne stvara velike rizike za domaće gospodarstvo. Nekonvencionalne politike velikih središnjih banaka, koje utječu na tokove kapitala i kreditne cikluse diljem svijeta, vjerojatno će i nadalje biti neposredniji izvor rizika za financijsku stabilnost u zemljama s tržištima u nastajanju (Rey, 2013.).

Uzimajući sve u obzir, ohrabrujuće je vidjeti povećanje opsega instrumenata monetarne politike u zemljama s tržištima u nastajanju. Na kraju krajeva, budući da je kanal kamatnih stopa monetarne politike slab u mnogima od tih zemalja, te su zemlje navikle na bilančne politike. Bilanca Hrvatske narodne banke rasla je u proteklom desetljeću uglavnom ravnomjerno s bilancom Europske središnje banke, baš kao što se usporedno povećavao i višak likvidnosti bankovnog sustava. Iako pokretači tog povećanja nisu bile kupnje domaćih

vrijednosnih papira , već je to bila akumulacija međunarodnih pričuva, kanal likvidnosti banaka djelovao je na isti način.

Dopustite mi da se u zaključku ponovo osvrnem na Douglasa Adamsa i Pythonovce. Adams je uspio dosegnuti svoj vrhunac u profesionalnom smislu tek svojim slavnim romanom nakon što je početkom sedamdesetih godina 20. stoljeća dao svoj doprinos Letećem cirkusu Montyja Pythona. Stoga, iako sam nagradu za životno djelo primio relativno rano, ta činjenica me ohrabruje u nadanjima da moja karijera možda također ima šansu preživjeti i nakon Lámfalussyjeve nagrade. Dat ću sve od sebe na nastavim svoj rad, snažno motiviran priznanjem koje sam danas primio.

## Literatura

Atif, Milan, Straub, Ludwig i Sufi, Amir (2020.): The Saving Glut of the Rich and the Rise in Household Debt, CESifo, Working Paper Series 8201, CESifo

Bean, Sir Charles, Broda, Christian, Ito, Takatoshi i Kroszner, Randall (2015.): Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates, Geneva Reports on the World Economy 17, International Center for Monetary and Banking Studies, listopad

Daianu, Daniel (2020.): Limits and pitfalls of QE in emerging markets, SUERF Policy Briefs br. 28

Hofman, David i Kamber, Gunes (2020.): "Unconventional Monetary Policy in Emerging Market and Developing Economies" Special Series on COVID-19, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC

Rey, Hélène (2013.): "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence" u Proceedings of the 2013 Jackson Hole Symposium, str. 285-333

Schmelzing, Paul (2020.): "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018," Bank of England working papers 845, Bank of England

Sever, Can, Goel, Rohit, Drakopoulos, Dimitris i Papageorgiou, Evan (2020.): "Effects of Emerging Market Asset Purchase Program Announcements on Financial Markets During the COVID-19 Pandemic," IMF Working Paper 20/292, Washington: Međunarodni monetarni fond