

## Razdoblje niskih kamatnih stopa

Uvodno izlaganje na konferenciji o kamatnim stopama  
u organizaciji Hanza medije i HUB-a  
5. prosinca 2017.

***Koji su razlozi niskih kamatnih stopa? Što je u globalnom okružju pogodovalo produživanju razdoblja niskih kamatnih stopa? Koji ciklički i koji strukturni čimbenici utječu na to da razdoblje niskih kamatnih stopa traje tako dugo? Što se događa s premijama rizika? Kako se može preokrenuti trend niskih kamatnih stopa i vratiti kamatne stope prema dugoročnim prosjecima?***

Svjedoci smo dugog razdoblja razmjerno slabe gospodarske aktivnosti i tvrdoglavo niske inflacije koje traje već gotovo desetljeće, od izbijanja Velike financijske krize.

Na takva su kretanja središnje banke najvećih svjetskih gospodarstava – SAD-a, europodručja i Japana – reagirale iznimno akomodativnim monetarnim politikama, spuštanjem referentnih kamatnih stopa na nulte razinu ili čak ispod nje, kao i politikama kvantitativnog popuštanja i kreiranja visoke likvidnosti. Kao rezultat tih politika, globalne kamatne stopa zadržavaju se na povijesno niskim razinama.

Tako danas 18% globalne ekonomije, ponderirano BDP-om, djeluje u okružju negativnih stopa središnjih banaka, a taj se udio povećava na 40% ako se uključe zemlje sa stopama od nula do 1% (Draghi, 2016.).

No, neke od najvećih središnjih banaka započele su postupno podizati referentne kamatne stope (američki Fed) ili najavljuvati skori početak normalizacije monetarne politike (ESB). Takav zaokret u smjeru monetarnih politika odvija se u okružju još uvijek razmjerno niskih stopa inflacije, one su mahom još uvijek niže od deklariranih ciljanih razina, i ne očekuje se da bi ih uskoro mogle dostići.

Uzroci su zaokreta dvojaki – s jedne strane prevladava percepcija da je zamah najvećih svjetskih gospodarstava dovoljno ojačao da mu više nisu u toj mjeri potrebni monetarni poticaji, dok se s druge strane učvrstila svijest o nizu negativnih posljedica dugotrajnog razdoblja iznimno niskih kamatnih stopa. One stvaraju problem bankama, koje se zbog manjih kamata moraju okretati nekamatnim prihodima ili traženju rizičnijih prilika za ulaganje. Mirovinski fondovi teško mogu osigurati primjerene prinose za buduće umirovljenike u ovakvim uvjetima. Problem su i za građane koji na svoje depozite dobivaju nikakvu ili minimalnu naknadu. Konačno, niske kamatne stope mogu dovesti do neprimjerenog preuzimanja rizika, koji poduzimaju investitori "u potrazi za prinosom" stvarajući balone u pojedinim sektorima. Kad znate da:

... se jedna slika ovih dana prodala za 450 milijuna dolara

- da je jednom bitcoinu, koji sutra može biti bezvrijedan, cijena porasla za 1000%

... nije čudno što se bojazan od balona sve više uvlači u racionalne promatrače tržišta.

Drugo važno pitanje vezano uz očekivani zaokret u monetarnim politikama odnosi se na tempo i intenzitet rasta referentnih i tržišnih kamatnih stopa za glavne svjetske valute. Globalni je oporavak pokrenut zahvaljujući, ne u maloj mjeri, monetarnim mjerama bez presedana, koje su spriječile potpuni kolaps potražnje i urušavanje financijskih tržišta, te osiguravale (i još osiguravaju) primjerenu likvidnost da bi se oporavak osnažio. Međutim, ostaje otvorenim pitanje je li potencijalni gospodarski rast trajno pao ispod pretkriznih razina, te mogu li sekularni čimbenici zauvijek promijeniti gospodarstvo na kakvo smo navikli prije 2008. godine. U stručnoj je javnosti stoga ojačao stav da će se nova postkrizna "normala" razlikovati od pretkrizne, premda njezini obrisi za sada nisu do kraja jasni. U toj bi se novoj "normali" i kamatne stope, unatoč određenom porastu, mogle zadržati na bitno nižim razinama od onih na kojima su bile prije krize.

Razlog su tome duboke, strukturne promjene u globalnom gospodarstvu koje se ogledaju u višku štednje u odnosu na investicije. Potražnja za investicijskim fondovima diljem svijeta već je duže vrijeme nedovoljna da bi apsorbirala višak globalne štednje.

Višak štednje u odnosu na profitabilna ulaganja, odnosno "globalno zasićenje štednjom", engl. *global savings glut* (Bernanke, 2015.) održavalo je kamatne stope na vrlo niskoj ili čak negativnoj razini.

Objašnjenja za tu globalnu neravnotežu različita su i mogu se grubo grupirati u ciklične i strukturne, a buduće kretanje kamatnih stopa uvelike će ovisiti o tome koja će se od tih hipoteza pokazati ispravnom.

U prve, ciklične uzročnike niskih kamatnih stopa, spada postkrizno "čišćenje bilanci" i globalno razduživanje. Budući da korporativni sektor i sektor kućanstava "oporavljaju" bilance i razdužuju se, nisu skloni daljnjem zaduživanju. Financijski sektor također oporavlja bilance čisteći ih od neprihodonosne aktive, pa nastaje zastoje u transmisivskom mehanizmu – likvidnosti ima, ali je banke nemaju kome plasirati. Oporavak nakon financijske krize može biti dugačak, a ako je posrijedi tzv. "recesija bilanci" (engl. *balance sheet recession*) oporavak se može protegnuti i na razdoblje dulje od deset godina. Tada opet nastupa ciklus zaduživanja i kotač se ponovo okreće u fazu ekspanzije ciklusa koji je Rogoff nazvao "*super debt cycle*" (Rogoff, 2015.). Hipoteza koja naglašava značenje cikličkih uzročnika naglašava da će se ciklus, bio on običan ili "superciklus", u nekom trenutku preokrenuti, tim prije što su protuciklične ekonomske politike efikasnije.

Nasuprot tome, postoje i strukturni "sekularni" čimbenici, a to su demografska kretanja, pad (relativne) cijene investicijskih dobara, mogući smanjeni tempo tehnoloških inovacija, porast stope štednje, oskudica kolateralna (sigurne imovine) te povećanje nejednakosti bogatstva i dohotka. Prema ovoj skupini hipoteza globalna financijska kriza samo dodatno potiče pad kamata u uvjetima ionako vrlo niskih ravnotežnih kamatnih stopa. (Ferrero, Gross i Neri, 2017.). Tu naravno priča ne staje, jer tek treba dodati ulogu akumuliranja službenih međunarodnih rezervi, geografske odrednice (primjerice utjecaj integracije

Kine u globalno gospodarstvo), kao i činjenicu da se u globaliziranom svijetu lakše izjednačavaju prinosi, koji su, kako sam već naglasio na početku, danas svugdje niski.

Demografski trendovi utječu i na agregatnu potražnju i na agregatnu ponudu. Niži prirodni prirast i duži životni vijek dovode do većeg omjera starije u odnosu na mlađu populaciju. To zahtijeva porast štednje za starost, osim ako se taj trend ne poništava proporcionalnim povećanjem dobi za umirovljenje. Demografski trendovi utječu i na potražnju za investicijama, jer niži rast stanovništva podrazumijeva da je potrebna niža stopa rasta investicija za održavanje danog omjera kapitala i rada, čime se smanjuje realna kamatna stopa. Sve veći udio starijih ljudi dovodi do smanjenja radno sposobnog stanovništva; uz danu razinu kapitala, porast omjera kapital/rad odnosno rast kapitalne intenzivnosti također smanjuje realnu kamatnu stopu. S druge strane, protekom vremena starije osobe mogu potrošiti svoju imovinu, odnosno uštedevinu, i time potencijalno povećati pritisak prema rastu realnih kamatnih stopa (Ferrero, Gross i Neri, 2017.).

Implikacije za vođenje ekonomske i monetarne politike razlikuju se ovisno o tome što je uzrok viška štednje u odnosu na investicije. Ako se radi o cikličnim čimbenicima, kamatne će se stope u konačnici vratiti na prijašnje razine (iako mogu ostati niske kroz dugo razdoblje tijekom Rogoffova superciklusa). S druge strane, ako dominira utjecaj navedenih strukturalnih čimbenika, na koje središnje banke nemaju utjecaj, kamatne stope mogle bi ostati niske sve dok djeluju strukturalni čimbenici koji su doveli do njihova smanjenja.

No vratimo se kući. Uza sve navedene globalne čimbenike, na trošak financiranja u Hrvatskoj djeluje i niz lokalnih čimbenika, poput intenziteta konkurencije i kretanja kamatnih marži, troška regulacije kao i usmjerenja monetarne politike, ali i kvalitete dužnika, vrijednosti kolaterala i drugog. Navedeni čimbenici u Hrvatskoj još uvijek potiču trend smanjivanja kamatnih stopa banaka, i na kredite i na depozite. Ekspanzivna monetarna politika HNB-a i smanjenje regulatornog troška za više od 50% kontinuirano su poticali pad kamatnih stopa na domaćem tržištu. Imajući u vidu još uvijek kratkotrajan gospodarski oporavak i njegovu vezanost uz aktivnost izvoznog sektora, te blagi oporavak kreditiranja, takvo će se ekspanzivno usmjerenje monetarne politike nastaviti još neko vrijeme.

Dodatni je važan čimbenik i rizičnost zemlje. Zahvaljujući oporavku domaćeg gospodarstva i poboljšanju fiskalne pozicije, rizičnost Hrvatske na silaznoj je putanji, što je i domaćim dužnicima omogućilo povijesno niske kamatne stope. U mjeri u kojoj strukturalne reforme osnaže gospodarski oporavak i fiskalnu poziciju, taj bi čimbenik, uz produblјivanje domaće investicijske baze, mogao ublažiti učinke pooštravanja globalnih financijskih uvjeta.

Također, za hrvatsko gospodarstvo bitan je i nalaz da države članice europodručja, uz jednake makroekonomske pokazatelje, u prosjeku imaju nižu cijenu zaduživanja i viši kreditni rejting (Kunovac i Pavić, 2017.). To je samo jedan od razloga zašto smo pokrenuli raspravu o pristupanju Hrvatske europodručju. Kretanje troška zaduživanja države značajno utječe na kamate na kredite banaka, pa će pridruživanje Hrvatske europodručju dovesti do dodatnog smanjivanja kamata na zaduživanje građana i poduzeća.

Na kraju, nakon dugo vremena, čini se da globalno gospodarstvo polako izlazi iz razdoblja niskih kamatnih stopa. No, moguće je tek pobrojiti neke od čimbenika koji bi mogli utjecati na brzinu i intenzitet porasta globalnih kamatnih stopa, ali ne i točno predvidjeti njihovo kretanje. Za Hrvatsku je najpametnije voditi politike koje će spriječiti odnosno ublažiti prelijevanje mogućih negativnih trendova na domaće gospodarstvo. To je politika strukturnih reformi neophodnih za podizanje rasta proizvodnosti i nastavak smanjenja javnog i vanjskog duga. U suprotnom, ono što danas izgleda kao zdrav oporavak gospodarstva vrlo lako može doći u pitanje, a još jedna recesija, u bliskoj budućnosti, dodatno bi produbila socijalna i politička pitanja koja prijete populističkim rješenjima i u stanju su krizu perpetuirati puno duže nego je to ekonomski uvjetovano. S time na umu moramo svi djelovati.

Hvala!

#### Literatura

- Bernanke, B. (2015., 2015-04-01). Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut. Retrieved from <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/01-why-interest-rates-low-global-savings-glut>
- Draghi, M. (2016.). *Addressing the causes of low interest rates*. Paper presented at the The future of financial markets: A changing view of Asia, Frankfurt <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>
- Ferrero, G., Gross, M. i Neri, S. (2017.). On secular stagnation and low interest rates: demography matters. ECB Working Paper No. 2088, European Central Bank
- Kunovac, D. i Pavić, N. (2017.). *Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?* Retrieved from <https://www.hnb.hr/documents/20182/2070711/p-035.pdf/7b994839-a600-4648-b82b-d0dae262b1b0>
- Rogoff, K. (2015.). Debt supercycle, not secular stagnation. *VoxEU*. Retrieved from <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>