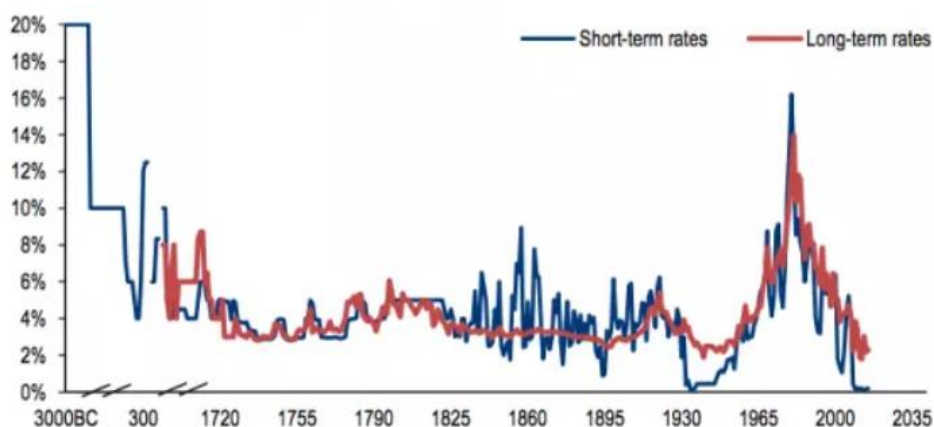


# Sigurni oblici imovine, 'zamka sigurnosti' i dezorijentiranost monetarne politike

## I. SIGURNA IMOVINA, NQA I ULOGA SREDIŠNJIH BANAKA

U posljednjem desetljeću, cijena likvidnosti pala je na generacijski niske razine. Štoviše, u poznatoj ljudskoj povijesti, novac (a time i dug) nikad nije bio jeftiniji nego danas (slika 1). Realni kamatnjaci i prinosi ne samo da su povijesno niski, već sve češće i negativni. S druge strane, uslijed velike potražnje, cijene likvidne i sigurne imovine su u porastu, iako dionički indeksi iznova ruše rekorde.

Negativni prinosi rezultanta su mnogih utjecaja, a značajan ponder ima *Velika recesija*, odnosno financijska kriza koja se iz SAD-a prelila na svijet. Danas, negativni realni kamatnjaci i (pre)niska inflacija potrošačkih cijena stilizirane su ekonomske činjenice. Zbog toga, nakon punog desetljeća borbe s posljedicama prošle recesije, središnje banke u nezavidnom položaju iščekuju nadolazeću, s već sniženim referentnim kamatnjacima i posljedično, ograničenim manevarskim prostorom za anti-cikličko djelovanje.



Slika 1. Kretanje kamatnih stopa kroz povijest

Izvor: Financial Times (2015)

Dakle, ne živimo u *normalnim* ekonomskim vremena i očito nije sve u najboljem redu. Već takva površna impresija dovoljna je da tržišta, više nego inače, potražuju sigurnost i sigurne oblike imovine. A rast potražnje – koji uzrokuje i rast cijene 'sigurnosti' – ostaje ustrajan usprkos vrlo niskim (i negativnim) prinosima. Sigurna imovina, stoga, ima svoje važno mjesto u suvremenoj ekonomiji, a prinos nije njen primarni pokretač.

No što je uopće sigurna imovina? Kako dostupne informacije utječu na shvaćanje 'sigurnosti' u različitim fazama poslovnog ciklusa? Postoji li globalna ravnoteža (ponude i potražnje za sigurnom imovinom) i zašto je to bitno? Jesu li trendovi samo ciklički ili sekularni te naposljetku, može li se nešto učiniti (ili prestati činiti) s aspekta regulacije? Ova pitanja ostaju više ili manje otvorena. Ambicija ovog članka prije je približiti ih čitatelju, nego na njih u potpunosti odgovoriti.

### **Sigurnost – više dojam, manje činjenica**

U ekonomskom smislu, sigurnost je eluzivan i donekle subjektivan koncept. Vjerovanja, norme, reputacija i povijest za sigurnost imaju barem jednako važnu ulogu kao i konkretne brojke, činjenice, trendovi. Američki dolar kao svjetska rezervna valuta, zlato kao pouzdana mjera vrijednosti ili njemački *Bund* kao najsigurniji kolateral u Europi primjeri su otpora tržišnoj volatilnosti čak i kad neposredni podaci sugeriraju drugačije.

Posljednjih je godina sve više makroekonomske i financijske literature posvećeno upravo konceptu sigurnosti (tj. rizika). Prije svega, to se odnosi na definiranje i modeliranje sigurnih oblika imovine, njihove količine, interakcije i značaja u sklopu poslovnog ciklusa. A pod sigurnim oblikom imovine uglavnom se podrazumijeva dužnički instrument, odnosno kolateral, odnosno najjednostavnije – dug.

Međunarodni monetarni fond (2012) smatra imovinu sigurnom ako obavlja sljedeće četiri funkcije:

1. pouzdana je mjera vrijednosti
2. može poslužiti kao kolateral u financijskim transakcijama
3. '*benchmark*' je za mjerenje relativnog rizika ostale imovine i
4. ključni je element prudencijalnog okvira financijskog sustava.

Najkonkretnije, sigurnom se imovinom smatraju državne vrijednosnice i visoko kvalitetni instrumenti privatnog duga. Drugačije, da bi se imovina konsenzualno smatrala sigurnom, potrebno je da iza nje stoji moć i legitimitet države da oporezuje i/ili da može poslužiti kao (visokokvalitetan) kolateral. Stoga su država i financijski sektor glavne 'manufakture' sigurne imovine: od trezorskih zapisa i dugoročnih

državnih obveznica preko komercijalnih papira do sekuritiziranih privatno kreiranih vrijednosnica s AAA-rejtingom (poput ABS/MBS-a).

### **Bez pitanja: važnost (ne)informiranosti**

Sigurnost se može ugrubo svesti na: nizak rizik, visoku likvidnost. Međutim, nije svejedno tko kreira sigurnu imovinu, niti je svejedno koja je faza poslovnog ciklusa. U ekspanziji, sigurnost se shvaća ležernije – zajednički 'kišobran' sigurnosti se širi. U recesiji, imovina se naglo polarizira i značajan dio naglo prestaje biti smatran sigurnim. Rekavši to, privatno produciran dug - uz uvjet izostanka državnih garancija - u prosjeku je manje siguran od javnog. Odnosno, volatilniji je u ciklusima i osjetljiviji na *juriše*.

Naime, za sigurnu se imovinu očekuje da će očuvati svoju vrijednost i tijekom nepovoljnih sistemskih šokova (Caballero i Farhi, 2017), no to ne znači automatski da zaista hoće (ključno je očekivanje, percepcija). Štoviše, za imovinu možemo reći da je sigurna već ako i 'drugi kažu da je sigurna' (ili, barem sigurnija od drugih oblika imovine). Dakle, sigurnost je više dojam, manje činjenica: imovina pod zajedničkim nazivnikom 'sigurnost' ima inherentnu tendenciju raslojavanja, ovisno o percepciji rizika, koja pak ovisi o signalima i informacijama kojima sudionici tržišta raspolažu.

A upravo je (ne)postojanje informacija ključno. Pa dok je u standardnoj makroekonomskoj analizi najčešća pretpostavka o racionalnosti i savršenoj informiranosti agenata, za shvaćanje sigurne imovine najbitnija je upravo – **neinformiranost**. Odnosno, tzv. **NQA** (*No Questions Asked*) koncept (Holmström, 2015). Otud i alternativni naziv za sigurnu imovinu: *informacijski neosjetljiva imovina* (Dang et al., 2013).

Temeljna je ideja sljedeća: ako je dug informacijski neosjetljiv, on je otporan na nepovoljnu selekciju i može biti efikasno upotrijebljen kao kolateral u financijskim transakcijama. A informacijska neosjetljivost je ništa drugo nego 'imunitet', odnosno izostanak tržišnog poticaja da se producira (skupa) privatna informacija o pravoj vrijednosti imovine. Drugačije, ako nema dojma da nešto nije u redu, tada nema neposrednog razloga za zabrinutost (i za skupe provjere).

Stoga je idealan kolateral onaj koji bez iznimke zadržava NQA karakteristike; što će reći, u njegovu vrijednost se naprosto ne sumnja (bila sumnja opravdana ili ne). Potom, takav (dugoročniji) dug je savršen kolateral za drugi (kratkoročniji) dug, i tako dalje (pojačavajući informacijsku neosjetljivost i, u teoriji, otpornost na rizike). Upravo napisano najvažnije implikacije ima po novčana tržišta koja, za razliku od tržišta dionica, ne trebaju efikasno alocirati rizik i težiti simetriji informacija i transparentnosti, već gotovo suprotno – *vjerovati* kolateralu.

## Normalna i krizna vremena

Povijest ne pamti puno imovine s nepromjenjivim NQA karakteristikama. *Fiat* valuta je sigurna dok ne zaprijeti (hiper)inflacija. Kovani novac je siguran dok se ne posumnja u manipulacije sa sadržajem plemenitih metala od strane suverena. Državne vrijednosnice razvijenih zemalja su sigurne dok se razina njihovog javnog duga doima pod kontrolom. Sekuritizirane hipotekarne vrijednosnice su sigurne sve dok najednom više – nisu.

Parafrazom Gortona (2017), gotovo cjelokupna ljudska (ekonomska) povijest može se opisati kao proizvodnja i potraga za različitim oblicima sigurne imovine. Primijetimo ipak, ključno pitanje je manje „koja imovina je sigurna?“, a više „dokad je sigurna?“ i „kako opet može biti sigurna?“

U *krizno vrijeme* dug prestaje biti informacijski neosjetljiv i postaje informacijski osjetljiv. Trenutak 'loma' je upravo trenutak nestanka informacijske neosjetljivosti.

Potražnja za sigurnošću ima potencijal objasniti kreditne cikluse, problem ročne neusklađenosti i agregatne rizike uopće. Pogotovo se raspravlja uloga kolaterala u poslovnim ciklusima; modeliraju se tzv. *normalna vremena* i *krizna vremena*. U makroekonomskom modeliranju, kriza se manifestira kao egzogeni šok na optimalno funkcionirajući sustav. No, iz perspektive sigurnosti, korisnije je *krizno vrijeme* promatrati kao dramatičnu endogenu promjenu („*regime switch*“) u kojoj dug prestaje biti informacijski neosjetljiv i postaje informacijski osjetljiv. Drugačije, trenutak 'loma' je upravo trenutak nestanka informacijske neosjetljivosti (NQA).

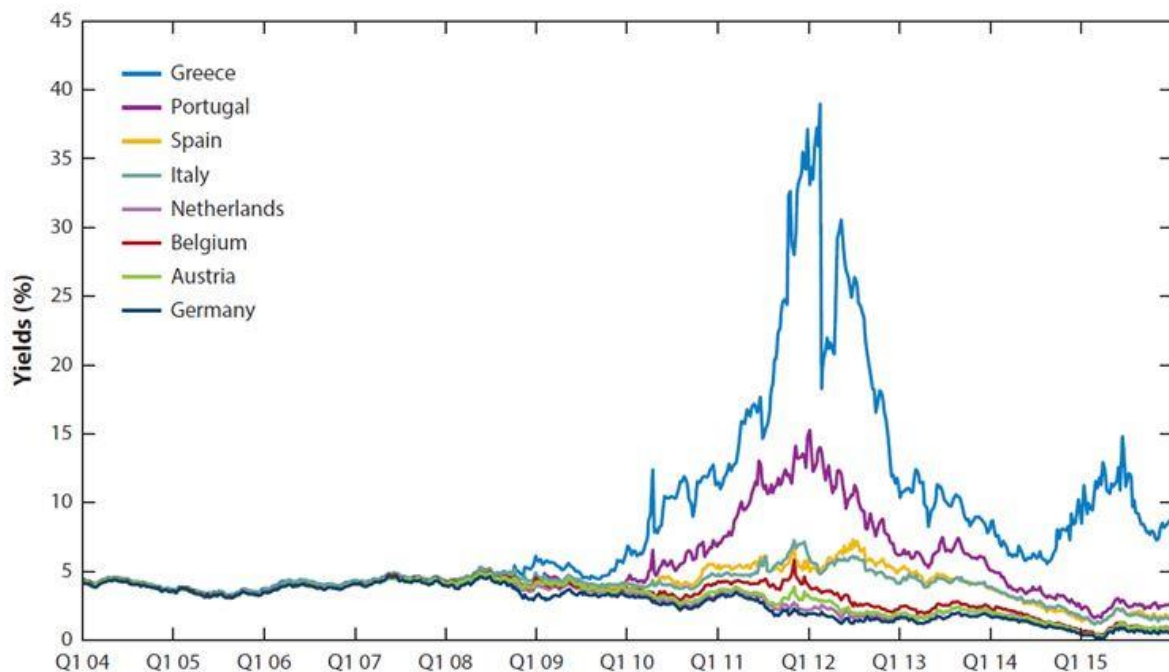
U *normalno vrijeme*, vjerovnici se priklanjaju informacijskoj neosjetljivosti imovine, odbijajući „platiti“ fiksni trošak provjere kvalitete. Transakcije se odvijaju bez propitivanja vrijednosti kolaterala. Riječju, odvijaju se efikasno. Međutim, ako dođe do sistemskog poremećaja (kao npr. pad *Lehman Brothers*), on putem međupovezanosti uzrokuje prosječan pad kvalitete svih kolaterala, motivirajući tržišne agente na dublju provjeru. Tada se napušta NQA; slijedi Pandorina kutija (jer *Lehman* je tek okidač, ne uzrok kolapsa) i puna snaga *Minsky momenta*.

Općenitije, privatno producirani (kratkoročni) dug je osjetljiv na *juriše*, koji se događaju kada vjerovnici imaju (racionalne) sumnje o vrijednosti kolaterala (koji je također dug) i preferiraju likvidnost (isplatu). Pod takvim pritiskom, masovna rasprodaja imovine uvjetuje sistemski pad cijena i tržišne gubitke. Pa iako se dug (štoviše, dug na dug) smatra „optimalnim ugovorom“ (Dang et al., 2013) zbog asimetrije informacija, on u sebi uključuje mogućnost financijske krize, tj. juriš na banke (Diamond i Dybvig, 1983).

Gorton (1988) pokazuje da je doslovno svaka financijska panika u SAD-u od 1863. do 1914. godine nastala nakon što je vodeći ekonomski indikator recesije (obveze posrnulih nefinancijskih poduzeća) prešao određeni *threshold*. Panika je pritom bila posljedica naglih promjena u percepciji rizika uslijed dolaska novih informacija: banke imaju potraživanja naspram poduzeća; kad poduzeća krenu 'padati', klijenti racionalno reevaluiraju rizik po svoje depozite (suprotna kauzalnost naspram *sunspot* teorije). Takva revaluacija predstavlja kolektivno napuštanje NQA principa.

Što će reći, krize nisu bili „slučajni“, misteriozni ili egzogeni, nego „informativski događaji“ između banaka i depozitora. Otkrivanje informacija je pritom bilo asimetrično. U takvoj situaciji i najbolje banke, bez svoje krivice, mogu doći pod ogroman pritisak (pa i propasti). U suvremenosti, slično kolektivno napuštanje NQA-a može se prepoznati u europskoj dužničkoj krizi, kada je najednom nastupila snažna diferencijacija shvaćanja 'sigurnosti' različitih europskih državnih obveznica (Slika 2).

**Odjednom su se počela postavljati pitanja: Europska dužnička kriza**



Izvor: Gorton (2017)

Slika 2. Prinosi na obveznice izabranih zemalja eurozone

Na američkom tržištu *subprime* kredita, u najkraćim crtama, problematična je bila nemogućnost privatnog sektora da se osigura protiv zaista sistemskih događaja. Sekuritizacijom nisko-kvalitetne imovine efektivno je došlo do kreacije *mikro-AAA imovine*, ali je to nije moglo učiniti *makro-AAA*

*imovinom*, koju se smatra imovinom otpornom na sistemske šokove. A takva imovina nije privatnog porijekla (Caballero et al., 2017).

Nadalje, moguće je razlikovati *poznate nepoznanice* (rizik) i *nepoznate nepoznanice* (fundamentalnu neizvjesnost). S prvima, financijski sustav se iznimno dobro nosi. S drugima, pak, iznimno loše. U uvjetima fundamentalne neizvjesnosti, u prvi plan dolaze instinkt, nagla promjena percepcije, želja za informacijom i, konkretno, preferencija likvidnosti. Temeljna karakteristika financijskog sustava (pretvorba kratkoročnih obveza u dugoročne plasmane) tada nestaje, a rezultat su financijske panike. Riječju, prestaje vrijediti NQA.

### **Povratak informacijske neosjetljivosti duga**

Eksplicirajmo sada različitost dva povezana pitanja u kontekstu sigurne imovine:

1. Kako najefikasnije izaći iz krize?
2. Što činiti da se smanji vjerojatnost i opseg buduće krize?

Prvo se odnosi na problem što efikasnijeg vraćanja NQA karakteristika sustavu; drugo na odgodu i minimiziranje negativnih učinaka (budućeg) nestanka NQA-a. U našoj suvremenosti, (produženi) odgovor na prvo pitanje smanjio je i iščaošio maneverski prostor odgovora na drugo. Drugačije, agresivna monetarna ekspanzija - koja je uspješno zaustavila posljednju krizu - istovremeno je uvjetovala smanjen kapacitet vlastite reakcije u sljedećoj. Pa ako je posljednja krizna intervencija nalikovala na *keynesijansko* spašavanje, sljedeću je trenutno lakše zamisliti kao *hayekijansko* promatranje.

Odgovor na prvo pitanje je naizgled jasan: izlazak iz krize nužno uključuje povratak tržišnog povjerenja. No kako vratiti povjerenje tržišta? Intuitivan odgovor mogao bi biti – otkrivanje informacija. O pojedinim bankama, detaljima kolateral, bonitetima dužnika, itd. Međutim, sugerira se upravo suprotno: **što žurnije vratiti se u stanje informacijski neosjetljive imovine** (Gorton, 2017).

Kada to kažemo, potrebno je eksplicirati da je riječ prvenstveno o tržištima novca. Naime, tržište novca fundamentalno se razlikuje od tržišta dionica (slika 3). Tržište dionica teži imati cjenovnu simetriju kako bi se efikasno alocirao rizik. Odnosno, ideal je da vrijedi *hipoteza o efikasnosti tržišta* (EMH), prema kojoj će sve informacije biti reflektirane u cijenama (koje su svima poznate). A za to je nužna transparentnost.

S druge strane, na tržištu novca situacija je dijametralno suprotna, budući da je najefikasniji način dobivanja likvidnosti korištenje (višestruko) kolateraliziranog duga. A dug ispunjava svoju ulogu kolaterala upravo kad je informacijski neosjetljiv. Radi razumijevanja ovog ključnog mehanizma tržišta novca, slikovit je primjer zalagaonice koji nudi Holmström (2015).

Stock markets	Money markets
Risk sharing	Liquidity provision/lending
<b>Price discovery</b>	<b>Obviating price discovery</b>
Information sensitive	Information insensitive
Transparent	Opaque
Big investments in info	Modest investments in info
Many traders ( <b>exchanges</b> )	Few traders ( <b>bilateral</b> )
Trading not urgent	Trading urgent
Volatile volume	Stable volume

Slika 3. Dva potpuno različita sustava: tržište dionica naspram tržišta novca

Izvor: Holmström (2015)

Onaj koji posuđuje novac (dužnik), dolazi u zalagaonicu s predmetom (kolateralom) preko kojeg dobiva likvidnost. Zalagaonica drži predmet kod sebe relativno kratko vrijeme (na ispregovarani rok), unutar kojeg dužnik može 'otkupiti' svoj predmet natrag. Jednostavna ljepota opisane transakcije leži u činjenici da se kolateraliziranom posudbom zaobilazi potreba za otkrićem točne cijene kolaterala: agenti ne moraju dogovoriti egzaktnu vrijednost kolaterala; cijena samo mora biti takva da je dužnik zaštićen svojim pravom povrata, a broker (zalagaonica) samopouzdan da će vratiti uloženo ukoliko se pravo povrata ne iskoristi. Na ovaj način se snažno smanjuju troškovi pregovaranja.

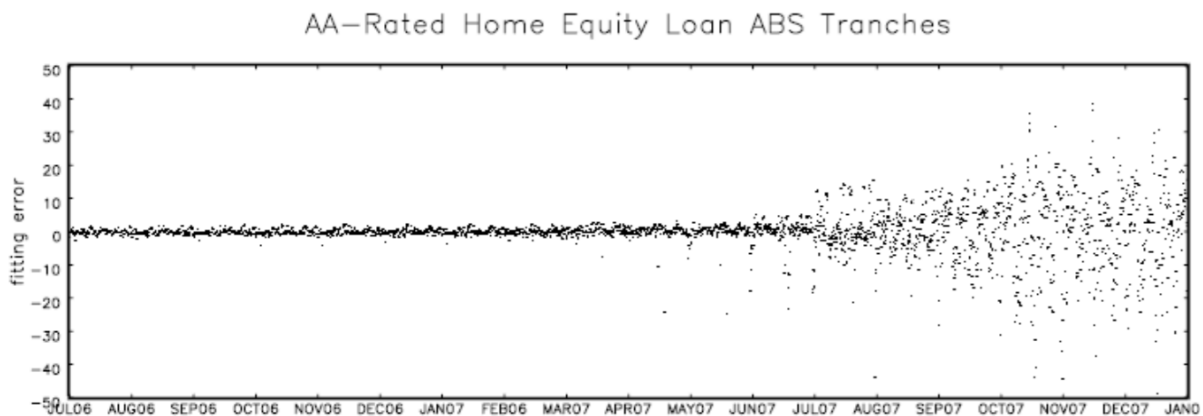
Današnja repo tržišta (s dnevnim prometom od preko tisuću milijardi dolara u SAD-u) u principu imaju vrlo blizak mehanizam, uz jednu razliku: u zalagaonici, inicijativa je na dužniku (koji treba likvidnost). Na tržištima novca, pak, motiv je često suprotan – onaj koji ima (previše) likvidnosti, želi 'parkirati' svoju likvidnost na sigurno mjesto pa kupuje - sigurnu imovinu.

### **Podcijenjene karakteristike: netransparentnost sustava i anonimnost intervencija**

Poanta tržišta novca je da nudi likvidnost. Ako ni na jednoj strani transakcije ne postoji informacijska prednost tržište će biti likvidno i efikasno, tj. neće doći do nepovoljne selekcije. Pritom je najvažnije: **za likvidnost nije bitna transparentnost informacija** - kako se često pogrešno shvaća - **nego simetričnost informacija**. A budući da je otkrivanje informacija (o kolateralu) vrlo skupo i neefikasno, simetričnost informacija u praksi predstavlja – **simetriju neznanja** o pravoj vrijednosti kolaterala.

Što će reći, ponovno, da likvidnost tržišta novca ovisi o manjku postavljenih pitanja (NQA). Naravno, sistemski rizici rastu uslijed i mimo tog manjka. Zato je kolateralizirani dug (dug na dug) vrlo efikasan, ali i potencijalno opasan. Efikasan, jer omogućava financijske transakcije uz minimalan informacijski trošak. Opasan, jer se upravo spomenuta prednost pretvara u veliki nedostatak u krizi, kada nastaju panike. Drugačije, ono što čini dobra vremena – dobrima, čini i loša vremena – lošima.

Za ilustraciju, slika 4 pokazuje snažnu divergenciju cijena 'sigurnih' tranši *subprime* hipotekarnih kredita nakon saznanja o poteškoćama *Bear Stearnsa*, kada je NQA prestao vrijediti i investitori su pokušali sami doći do dodatnih (privatnih) informacija. Najednom – kroz nove informacije – efikasnost se pretvara u kolaps.



Slika 4. Reziduali cijena AA-tranši *subprime* hipotekarnih kredita u SAD-u (2006-2008)

Izvor: Holmström (2015)

Opseg kolapsa korigira se intervencijom. Općenito, središnje banke u krizi trebaju osiguravati likvidnost slobodno i često, uz dobar kolateral (Bagehotovo pravilo). Ali uz nabrojano, bitna je i **anonimnost (tajnovitost) intervencije**. Neotkrivanjem informacija o problematičnim ili posrnulim bankama ne samo da je vjerovnicima poznata tek *prosječna* kvaliteta kolaterala – što omogućuje posudbe koje se inače ne bi dogodile - već je i spriječen daljnji pad kvalitete kolaterala u sustavu (Gorton i Ordonez, 2016).

Kako napominju Gorton i Ordonez (2016), ironično je da upravo sudjelovanje 'loših' dužnika (s nisko-kvalitetnim kolateralima) u programima kreditiranja iz primarne emisije središnje banke *povećava* (umjesto da smanjuje) povjerenje u sustav. Do rasta povjerenja dolazi jer mnoštvo banaka treba likvidnost; no budući da su neke banke vrlo upitne, poljuljane reputacije – nitko ne želi otkriti svoje sudjelovanje u programu – da ih ne bi poistovjetili s njima. Pa onda, šutke, sudjeluju svi. Na taj način se kreira 'stigma' koja pomaže očuvati tajnovitost intervencije.



Tijekom financijske krize, Fed je proveo više 'tajnih' programa posudbe (npr. *Term Auction Facility*, *Term Securities Lending Facility*, *Primary Dealers Credit Facility*) u kojima je korištenjem aukcija 'sakrio' identitete. Tajnovitost je također bila temelj posebnih programa posudbe od strane BoE-a i ECB-a.

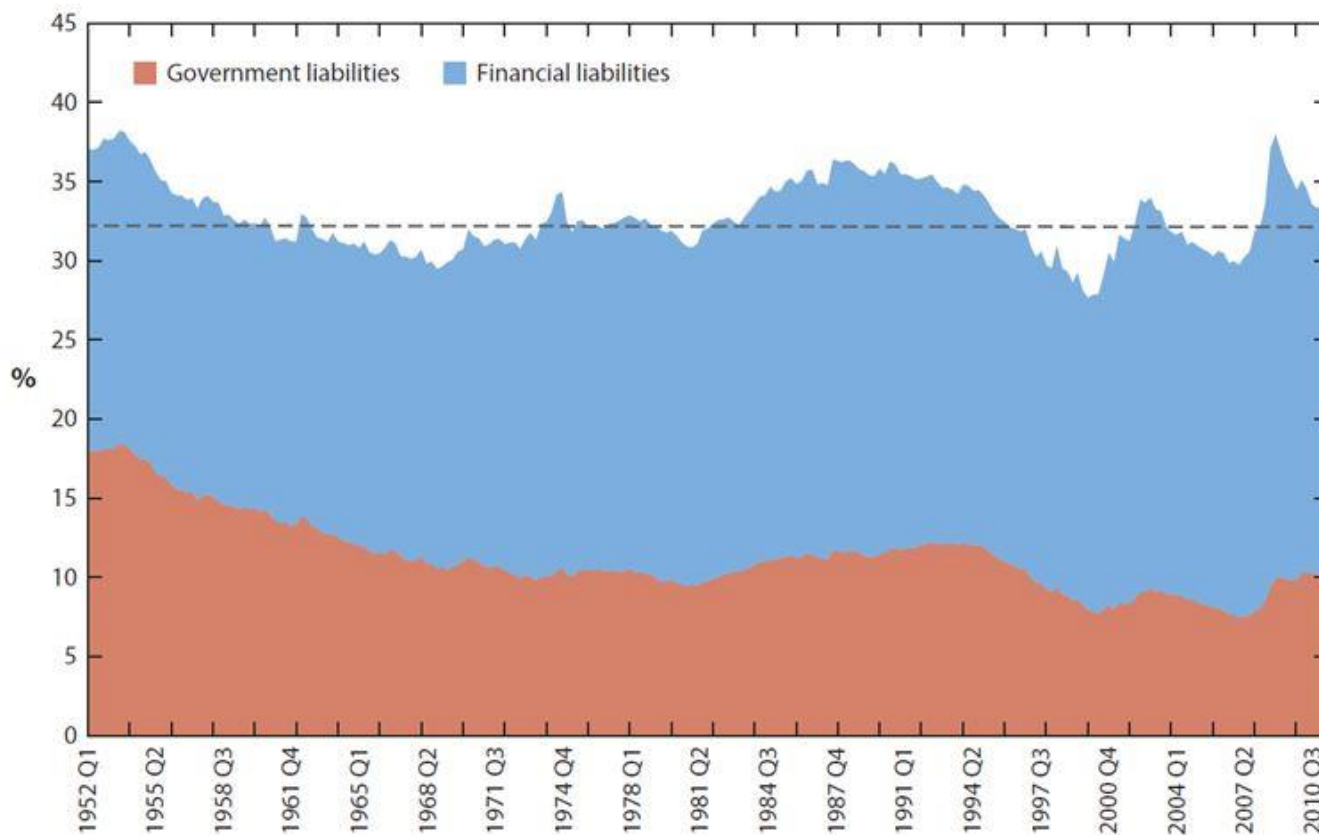
Iz napisanog se može zaključiti kako su središnje banke imale (i imaju) ključnu ulogu u anti-cikličkom povratku NQA-a, budući da svojim diskrecijskim mjerama mogu izmijeniti (poboljšati) kvalitetu kolaterala. No kako je došlo do situacije u kojoj je sigurna imovina predmet sve širih rasprava i publikacija? Koji su to dominantni trendovi u financijskom sustavu, odnosno koji faktori tvore globalnu (ne)ravnotežu sigurne imovine? Naposljetku, kakve su implikacije po ekonomsku politiku, ukoliko je cilj smanjenje vjerojatnosti i opsega buduće financijske krize?

## **II. TRENUTNA SITUACIJA: TRENDVI U FINANCIJSKOM SUSTAVU I GLOBALNA NERAVNOTEŽA SIGURNE IMOVINE (RAST POTRAŽNJE + PAD PONUDE)**

### **Stabilnost udjela sigurne imovine i smanjenje udjela depozitnog novca**

U 20. stoljeću bilance banaka se udvostručuju i dolazi do snažnog rasta hipotekarnog kreditiranja, kao i rasta udjela najšireg monetarnog agregata (M3) u BDP-u. Međutim, od 1952. do 2010. godine u SAD-u, začuđujuće je stabilna veza (slika 5) između sigurnog duga i ukupne imovine (oko 32%), iako ukupna financijska imovina značajno raste (s veličine 4 puta veće od BDP-a na veličinu 10 puta veću od BDP-a SAD-a). Također, udio privatno producirane sigurne imovine (koja se smatrala prihvatljivom da bude kolateral) značajan je u cijelom periodu.

## Sigurna imovina stabilno je na razini oko 32 posto ukupne imovine



Izvor: Gorton (2017)

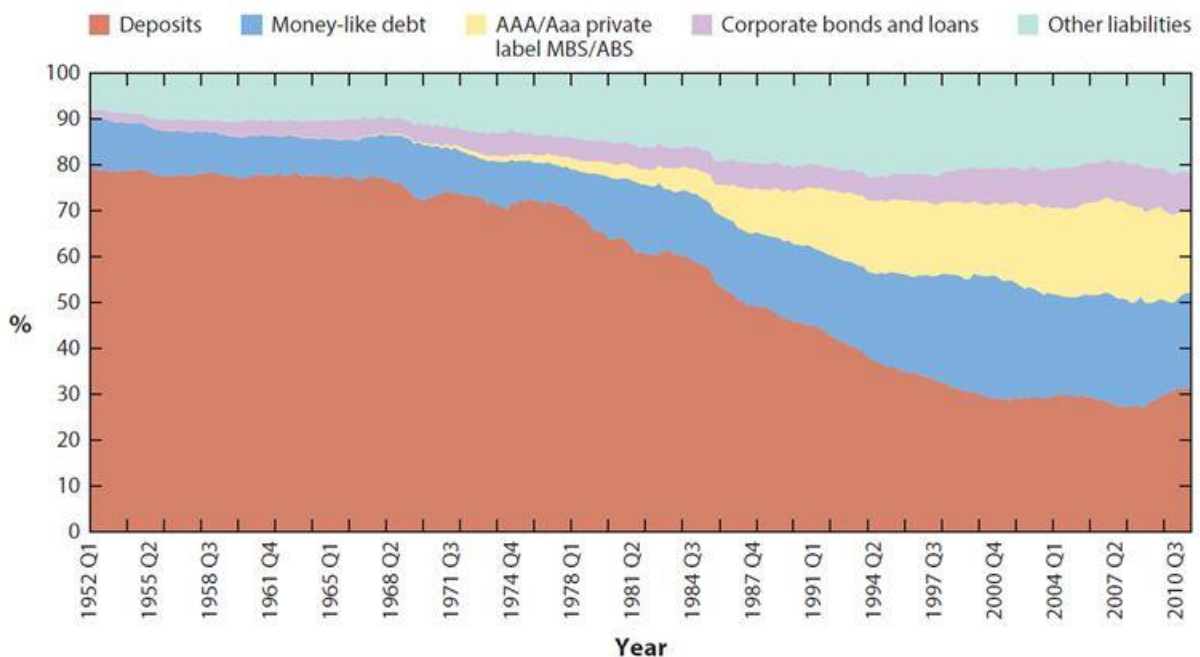
Slika 5. Udio 'sigurnog duga' u ukupnoj imovini, primjer SAD-a

Od sredine 1970-ih drastično se mijenja kompozicija privatno produciranog sigurnog duga (slika 6) što pokazuje transformaciju financijskog sektora. Depoziti po viđenju (kao nekadašnji sinonim sigurnosti, osigurani od 1934. u SAD-u) s gotovo 80% padaju na oko 30% s pojavom uzajamnih fondova novčanih tržišta (MMMF), instrumenata tržišta novca (npr. repo ugovori i komercijalni papiri) i sekuritizacije uopće.

Fokus je stoga prešao s maloprodajnog na veleprodajno bankarstvo. A do početka 21. stoljeća, veliki dio onoga što su zauzimali depoziti preuzelo je bankarstvo u sjeni (s 10% u 1980-ima na 60% cjelokupne financijske intermedijacije), koje je dizajnirano da producira, agregira i pomiče velike količine visoko-kvalitetnih kolaterala gdje god postoji potražnja za njima.

Financijski svijet, dakle, sve više radi s vrijednosnicama u odnosu na gotovinu i depozitni novac. Promjena se pokazala trajnom. Promjena se pokazala i izrazito izazovnom za regulatore, budući da

vrijednosnice i gotovina nisu supstituti iz perspektive sigurne imovine (činjenica koja nije bila važna dok su depoziti po viđenju dominirali, ali je važna danas).



Izvor: Gorton (2017)

Slika 6. Komponente privatno produciranog 'sigurnog duga', primjer SAD-a

### Globalna neravnoteža između ponude i potražnje za sigurnom imovinom

Konstatirali smo da je udio sigurne u ukupnoj imovini u dugom roku stabilan (slika 5). No, što je s ravnotežom? Konstantnost udjela ne mora značiti da postoji ravnoteža ponude i potražnje. Općenito, prepoznamo dvije tendencije:

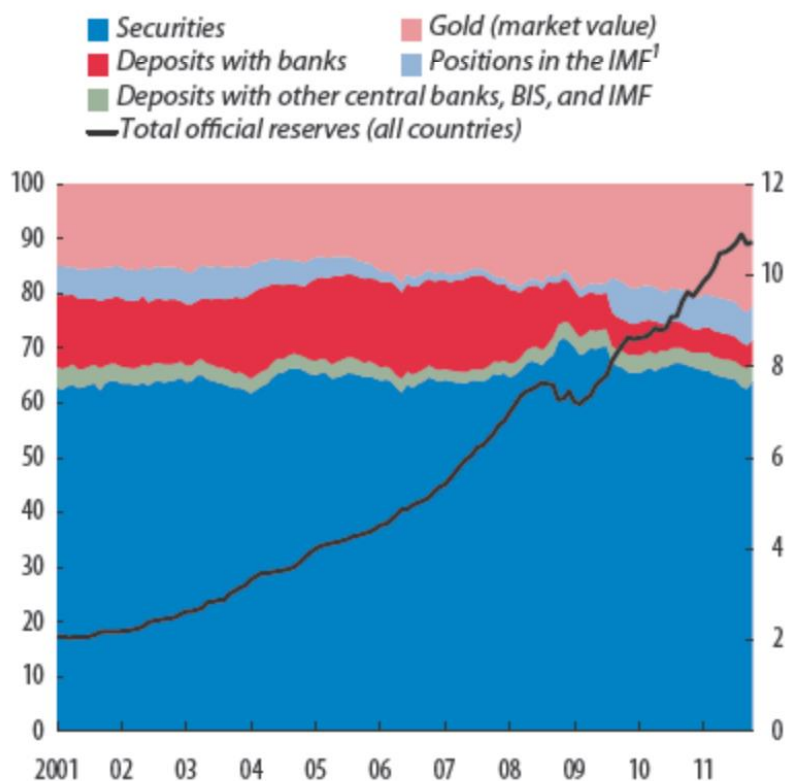
1. Rast potražnje za sigurnom imovinom
2. Pad ponude sigurne imovine.

U skladu s tim, posljednjih godina intenziviralo se pitanje globalne neravnoteže. Počelo je s Bernankeovom tezom o „*globalnom zasićenju štednjom*“ (Bernanke, 2005) uslijed negativne međunarodne neto investicijske pozicije SAD-a (tj. disproportionalno velikih kapitalnih priljeva). Uslijedila je teza o općem manjku financijske imovine zbog pritiska tržišta u nastajanju (Caballero, 2006) da bi se polemika svela na pitanje **globalnog manjka sigurne imovine** (npr. Bordo i McCauley, 2017; Caballero et al., 2017; McCauley, 2019), odnosno na (de)legitimaciju SAS (*Safe Asset Shortage*) hipoteze.

U analizama se pokušavalo povezati rastuću potražnju za sigurnom imovinom s niskim kamatnjacima, financijskim panikama, sve češćom pojavom spekulativnih mjehura s jedne strane i deflatornim epizodama s druge. Manjak sigurne imovine etiketirao se kao jedan od glavnih razloga uporno niskih realnih kamatnjaka. A niski kamatnjaci naličje su, pak, sve izraženijeg fenomena – inflacije cijena (financijske i realne) imovine.

### **Uloga tržišta u nastajanju: rast potražnje za sigurnom imovinom**

Budući da je udio sigurne u ukupnoj imovini u dugom roku stabilan, smatra se da strukturni manjak nastupa primarno sa strane potražnje (akumulacija deviznih rezervi središnjih banaka tržišta u nastajanju, regulacijske promjene, demografski faktori). Priča počinje s rastućom potražnjom tržišta u nastajanju (EME) za sigurnom imovinom (slika 7), potražnjom koja raste brže nego stopa ekspanzije (i nacionalnog proizvoda i duga) razvijenih zemalja. Ponajprije je to bilo vidljivo kroz velike suficite tekućih računa azijskih ekonomija (Caballero et al., 2008).



Slika 7. Akumulacija i struktura međunarodnih rezervi (udjeli s lijeve strane, u bilijunima USD s desne)

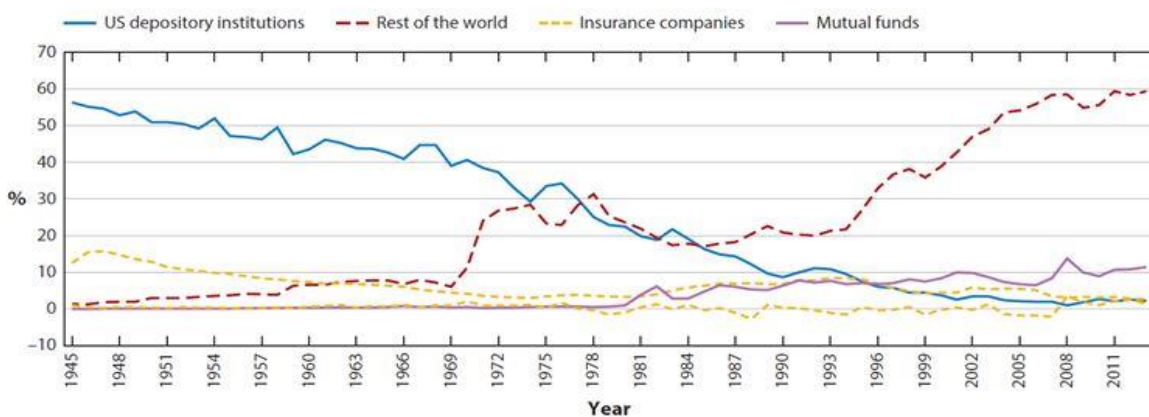
Izvor: IMF (2012)

Prema zagovornicima SAS hipoteze (Caballero, 2006), tok kapitala se potpuno obrnuo od onog koji bi ekonomska teorija očekivala (umjesto od bogatih prema siromašnima, kapital je žurio u sigurnost, u

najrazvijenije zemlje). Zemlje u razvoju, koje su nekoć trpile mnogobrojne domaće cjenovne mjehure (najčešće s početkom na tržištima nekretnina) i *boom/bust* cikluse, u posljednjoj globalizaciji naučile su svoje tzv. *racionalne mjehure* „izvoziti“, prije svega u SAD. A iako su njihova (u najvećoj mjeri, azijska) domaća tržišta kapitala rasla preko 600 milijardi dolara godišnje, to nije bilo ni približno dovoljno s obzirom na ukupan rast bogatstva.

Stoga je upravo snažna potražnja tržišta u nastajanju za američkim vrijednosnicama (Slika 8) 'dehidrirala' tržište SAD-a od sigurnih kolaterala te je financijska industrija požurila producirati odgovarajuće supstitute, dovodeći do eksplozije ponude (privatnih) vrijednosnica s AAA-rejtingom (Caballero et al., 2017). Drugačije, rast potražnje iz zemalja u razvoju povećao je globalnu razinu štednje, što je spustilo ravnotežne realne kamatnjake u razvijenim zemljama. Niski kamatnjaci su potom bili katalizatori rizika i inflacije cijena imovine, rezultirajući naposljetku s kolapsom na američkom tržištu nekretnina.

**Crtna crvena linija pokazuje kako su tržišta u razvoju preuzela američke vrijednosnice od američkih financijskih institucija (banaka), plava linija**



Izvor: Gorton (2017)

Izvor: Gorton (2017)

1991

Slika 8. Nositelji američkih vrijednosnica (u % ukupno izdanih vrijednosnica)

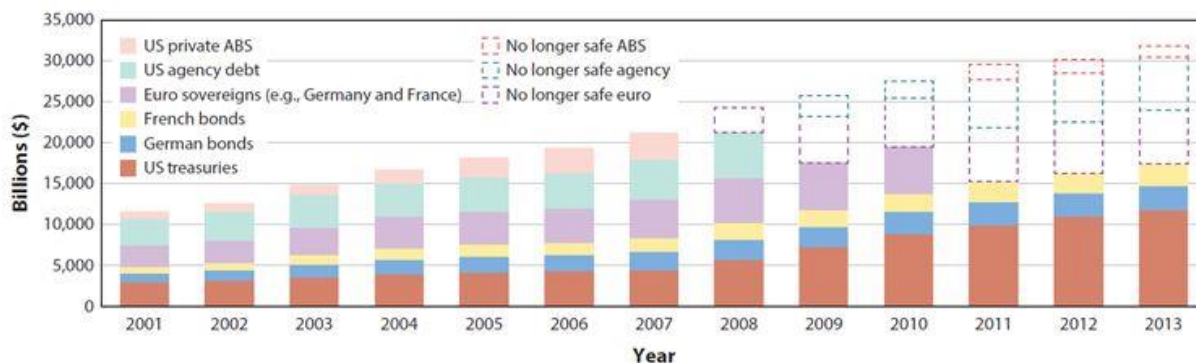
### Uloga financijske krize: pad ponude sigurne imovine

S druge strane, zbog velike potražnje, postalo je iznimno lako fiskalno slabim 'suverenima' (poput Grčke) izdavati pseudo-sigurne obveznice s niskim prinosima. Ponuda je, stoga, pratila potražnju. No,

kada je došlo do financijske krize a potom i europske dužničke krize, velika količina vrijednosnica najednom je iskliznula iz kategorije sigurnih, snažno pojačavajući potražnju za onima koje to *zaista* jesu. Dakle, prestanak NQA principa je okidač za 'bijeg' u *pravu* sigurnost; što će reći, za kontrakciju zajedničkog nazivnika 'sigurnost' (sjetimo se, sigurnost je više percepcija nego činjenica). A u masovnim razmjerima, prestanak NQA-a ima potencijalno katastrofalne efekte po financijsku stabilnost.

**Slijedno tome, od 2007. do 2011. godine globalna količina sigurne imovine je značajno pala** (američki javni dug se povećao, no privatne vrijednosnice i dugovi europske periferije su nestali iz 'sigurne' kategorije, slika 9). Takav kolaps ponude i rast potražnje za sigurnošću pogurnuo je prirodnu 'sigurnu' kamatnu stopu, tj. kratkoročni realni kamatnjak (potreban za punu zaposlenost) debelo ispod nule. Središnje banke (a prije svega Fed) djelovale su odlučno, sa snažnim intervencijama i cijelim setom nekonvencionalnih mjera koje su u velikoj mjeri vratile NQA karakteristike financijskim sustavima.

**Prazni crtkani kvadratići prikazuju imovinu koju se više nije smatralo sigurnom**



Izvor: Gorton (2017), prema: Adalfatto i Williamson (2015)

Slika 9. Globalna struktura 'sigurne' imovine

Međutim, uz već značajno snižene nominalne stope (kriznom intervencijom središnjih banaka), nije moglo doći do 'čišćenja' tržišta samo preko monetarne ekspanzije. Odnosno, stvorili su se uvjeti za razvoj moderne verzije Keynesovog *paradoksa štednje*: s realnim kamatnjakom i dalje višim od ravnotežnog, u uvjetima subkonzuma i neizvjesnosti (visoke premije rizika), štednja je preferirana naspram investicija i potrošnje. Pa umjesto mehanizmom cijena (kamatnjak ne može niže), ekonomija se 'čisti' putem količina. Riječju, nastupila je 'zamka likvidnosti'. Njoj je posebno intenzivno bila izložena eurozona.

## 'Zamka sigurnosti'

Ekonomska stvarnost je, pak, otišla korak dalje od Keynesovog koncepta. Brisanje velike mase duga iz kategorije 'sigurnog' istovremeno je dovela do pada neto ponude sigurne imovine i rasta premije rizika. Što će reći, 'zamka likvidnosti' evoluirala je u '**zamku sigurnosti**' (Caballero i Farhi, 2017). Za izlaz iz 'zamke sigurnosti' potreban je rast neto ponude sigurne imovine *bez obzira* na ponudu i potražnju za ostalim oblicima imovine. Ukoliko takvog rasta nema, ravnotežni mehanizam podrazumijeva (spontani) pad potražnje za sigurnom imovinom kroz smanjenje BDP-a, odnosno kroz (produženu) recesiju ili kontroverznije – sekularnu stagnaciju.

U modelu (Caballero i Farhi, 2017), 'zamka sigurnosti' implicira želju agenata da supstituiraju rizičniju sigurnijom imovinom. U izostanku mehanizma dodatnog smanjenja kamatnjaka (kao posljednjih godina), najefektivnije politike su one koje agentima omogućuju spomenutu razmjenu. Poželjne mjere za izlaz iz 'zamke likvidnosti' uključuju „*helikopter novac*“, povećanje targetirane stope inflacije i/ili veće javno zaduživanje. Svaki od primjera stimulirat će agregatnu potražnju, time i dohodak.

Za sigurnu imovinu, pak, najznačajnije su kolateralizirane razmjene privatnih (ili posrnulih državnih) vrijednosnica za likvidnost, tj. u konačnici (i ideal-tipskom slučaju) - za siguran javni dug. Od zaista provedenih kriznih mjera, u ovom kontekstu pozitivne su bile rane QE (kvantitativno labavljenje) politike Fed-a, najava OMT programa ECB-a i uopće kupovina korporativnih obveznica.

Problem je, međutim, što su se transakcije otegnule a situacija s vremenom izmijenila pa je npr. Fed počeo kupovati sigurnije i dugoročnije vrijednosnice (s negativnom betom), a prodavati kratkoročne (s nultom betom), što efektivno smanjuje ponudu sigurne imovine.

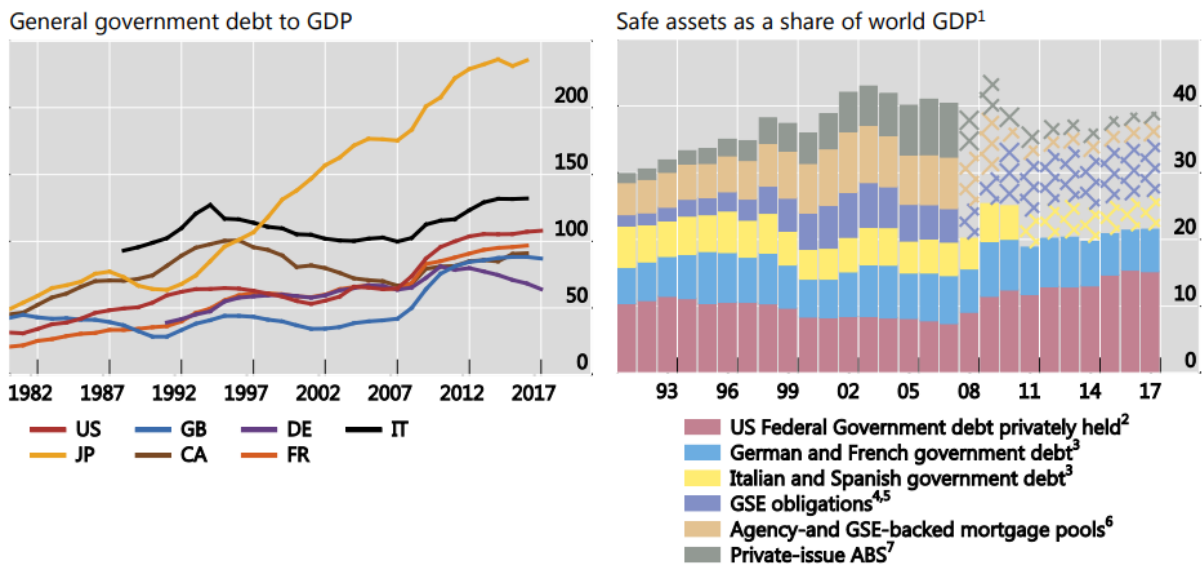
### Je li to sve tek nova fraza?

Potrebno je napomenuti da u akademskoj zajednici nema apsolutnog konsenzusa oko postojanja 'zamke sigurnosti', tj. globalnog manjka sigurne imovine. Kritike idu od odbacivanja hipoteze kao valjane ali suviše, preko diskreditiranja hipoteze kao moderne verzije stare *Triffinove dileme* - u kojoj je riječ o konfliktu izazvanom činjenicom da neka valuta (npr. američki dolar) servisira domaću ekonomiju i istovremeno služi za tuđe međunarodne rezerve (Bordo i McCauley, 2017; McCauley, 2019) - pa sve do etiketiranja cjelokupnog akademskog narativa kao fraziranja ([The Safe Asset Meme](#)).

Nameće se i teza o (tek) cikličkom karakteru manjka sigurne imovine, s obzirom na vrhunac rezervi u 2014. godini (nakon aprecijacije dolara, središnje banke tržišta u nastajanju su intervenirale radi zaštite



vlastitih valuta), povratak visokih američkih fiskalnih deficita pri (skoro) punoj zaposlenosti te, u konačnici, meteorsku konvergenciju (i potražnju) Kine koja neće trajati unedogled. Također, fiskalni trendovi u najrazvijenijim zemljama u posljednjim desetljećima nisu u prosjeku dovoljno štedljivi (Borio et al, 2019) da bi se manjak ponude sigurne imovine mogao lijeno objasniti zajedničkim nazivnikom neoliberalizma (slika 10).



CA=Canada; DE=Germany; FR=France; GB=United Kingdom; IT=Italy; JP=Japan; US=United States; GSE = government-sponsored enterprise; ABS = asset-backed security;

Slika 10. Omjer javnog duga i BDP-a najrazvijenijih zemalja (lijevo) i udio sigurne imovine u svjetskom BDP-u (desno)

Izvor: Borio et al. (2019)

Ipak, preživljavaju dva naizgled zadovoljavajuća objašnjenja globalne neravnoteže 'sigurnosti': rast potražnje (konvergencija Azije) i pad ponude (masovno 'brisanje' iz kategorije sigurne imovine uslijed šoka financijske krize).

No, je li to dovoljno za razumijevanje fenomena i u post-kriznom razdoblju? Kakva je uloga ekonomske (fiskalne i monetarne) politike u svemu tome? U konačnici, je li plauzibilno razmišljati u kontekstu nove histereze po pitanju sigurne imovine? Drugim riječima, je li moguće da su magnituda i modalitet krizne intervencije – a ne samo prestanak NQA-a i povratak 'fundamentima' - uvjetovali produbljivanje neravnoteže sigurne imovine pred sljedeću krizu?



## II dio

### III. POLICY IMPLIKACIJE MANJKA SIGURNE IMOVINE: FISKALNA I MONETARNA POLITIKA

U prvom dijelu teksta, navedena su dva stilizirana objašnjenja globalne neravnoteže 'sigurnosti': rast potražnje (konvergencija Azije) i pad ponude (masovno 'brisanje' iz kategorije sigurne imovine uslijed šoka financijske krize). Istovremeno se postavilo pitanje, je li to dovoljno za razumijevanje fenomena i u post-kriznom razdoblju? Drugi dio članka implicira negativni odgovor i potencira još jedan, dodatni koridor produbljivanja neravnoteže.

Podijelimo sada navedeno pitanje u dva potpitanja. Prvo, ako je manjak sigurne imovine karakteristika suvremene globalne ekonomije, zašto je to uopće problem i koje su implikacije za ekonomsku (fiskalnu i monetarnu) politiku? Drugo, postoji li još neki relevantan faktor (bilo sa strane potražnje ili sa strane ponude) koji objašnjava neravnotežu? Direktnije, je li upravo nekoordiniranost reakcija na posljednju krizu pomogla produbiti neravnotežu i uvjetovati smanjeni manevarski prostor za reakciju u sljedećoj?

Odgovori na ova pitanja su povezani. Krenimo s prvim: **manjak sigurne imovine je problem jer implicira veće negativne posljedice nestanka NQA principa u sljedećoj fazi ciklusa (recesiji)**. Šire, problem je jer manjak implicira poteškoće za agregatnu štednju, nemogućnost efikasnog određivanja cijena unutar financijskog sustava, prijeti kolapsom na tržištima kolateraliziranih transakcija i slabi efikasnost monetarne politike za vrijeme kontrakcija.

Koje su pritom implikacije po ekonomsku politiku, odnosno što se može učiniti a što se može prestati činiti? Prije svega, poniranje kamatnih stopa dublje u negativni teritorij je teško zamislivo zbog - postojanja gotovine (izostanak prinosa je bolji od negativnog prinosa). Za dolazak nove sigurne imovine na scenu (poput npr. kineskih obveznica) treba proći još vremena. A prestanak činjenja se odnosi na dosadašnje dominantne trendove u provođenju fiskalne i monetarne politike.

Time dolazimo i do odgovora na drugo pitanje; naime, **suvremene mjere ekonomske politike, u svojim nekoordiniranosti, nehotice odmažu uspostavi ravnoteže. Konkretno, imaju tendenciju smanjenja ponude sigurne imovine. To se odnosi na nedovoljnu fiskalnu i pretjeranu monetarnu ekspanziju.**

Općenitije, *policy* dilema može se postaviti na više načina. Primjerice, između adresiranja **simptoma** - ekscesivnih rizika i potencijalnih cjenovnih mjehura (vrlo niski kamatnjaci nedovoljno diferenciraju između uspješnih i neuspješnih poduzeća, tj. ne dopuštaju filter tržišnog mehanizma koji nagrađuje uspješne i kažnjava neuspješne), ili **uzroka** – manjka sigurne imovine (Caballero, 2006). Drugi način je izbor između primata monetarne ili fiskalne politike u pokretanju novog investicijskog ciklusa i rasta kamatnih stopa koji poput plime eliminira simptome (povratak u 'normalu').

Nominalno, četiri su moguća izlaza iz situacije manjka sigurne imovine u kratkom i srednjem roku (Caballero, Farhi i Gourinchas, 2017):

1. *Rast vrijednosti kroz aprecijaciju tečaja ekonomije-proizvođača sigurne imovine (SAD prije svega)*

2. *Veća privatna produkcija sigurne imovine*
3. *Akceleracija izdavanja novih državnih 'sigurnih' vrijednosnica (aktivna uloga fiskalne politike)*
4. *Promjene regulatornog okvira i redefiniranje ciljeva i instrumentarija središnjih banaka.*

U slučaju aprecijacije dolara (1), nositelji američkog duga bilježe porast vrijednosti imovine, no američki izvoz (vjerojatno i dohodak) trpi. U slučaju veće spontane (tržišne) produkcije sigurne imovine (2), riješit će se neposredna neravnoteža, ali moguć je sličan razvoj situacije kao i u slučaju posljednje financijske krize. Uz nedovoljnu produkciju državnih vrijednosnica (izostanak ekspanzivne fiskalne politike), tržišna reakcija je rast ponude privatnih supstituta (Krishnamurthy i Vissing-Jorgensen, 2012), što rezultira kreditnom ekspanzijom (i povećava vjerojatnost financijske nestabilnosti).

Najintrigantnijima se, pak, čine dvije posljednje navedene opcije (3 i 4). Treća opcija podrazumijeva prepoznavanje dezorijentiranosti post-krizne (ekspanzivne) monetarne politike i prebacivanje tereta poticanja potražnje na fiskalnu politiku. Četvrta predstavlja redefiniciju neposrednih instrumenata monetarne politike, uzimajući u obzir širinu potencijalnih posljedica koje njene intervencije (poput kvantitativnog labavljenja) mogu imati u sasvim izmijenjenoj arhitekturi financijskog sustava.

U skraćenom obliku, navedeno implicira da agregatnu potražnju treba prepustiti fiskalnoj, a stabilnost i sigurnost (financijskog sustava) monetarnoj i makroprudencijalnoj politici.

### **Dualna uloga fiskalne ekspanzije: agregatna potražnja i sigurna imovina**

Zagovaranje zaokreta prema fiskalnoj politici dobilo je na momentumu nakon nedavnog popularnog članka Summersa i Stansbury (2019), koji takav zaokret pravdaju nedostatkom prostora za kontracikličko djelovanje monetarnih vlasti, pa i nepoželjnost takvog djelovanja (daljnje snižavanje kamatnjaka) u uvjetima sekularne stagnacije. Članak je pritom pozvao i na napuštanje (neo-kejnzijanskog) naglaska na fricije i rigidnosti te zaokret prema (post-kejnzijanskom) inzistiranju na ulozi agregatne potražnje.

Iz perspektive sigurne imovine, argument je još snažniji, pogotovo u kontekstu buduće recesije. Naime, Barro-Ricardo ekvivalenca (u biti, trenutno suzdržavanje od potrošnje zbog većeg budućeg oporezivanja potrebnog radi financiranja sadašnjih deficita) koja se često implicira kao argument protiv fiskalne ekspanzije, ne vrijedi za državne obveznice za vrijeme krize (nema internalizacije budžetskog ograničenja). A pogotovo se američke obveznice mogu smatrati ne-rikardijanskima (Gorton i Ordóñez, 2013).

Pritom je ključno sljedeće: **u trenutnim okolnostima fiskalna politika nema samo opisani (konvencionalni) kapacitet za poticanje potražnje (kroz rast javnih investicija, zaposlenosti, dohotka), nego i za rješavanje problema manjka sigurne imovine (s posljedičnim zajedničkim ishodom - toliko priželjkivanim rastom ravnotežnog kamatnjaka). Naime, većom emisijom novih državnih vrijednosnica povećala bi se i ponuda sigurne imovine na tržištu.** Dakle, fiskalna ekspanzija u strateške i infrastrukturne investicije mogla bi imati multiplikativne pozitivne efekte i u realnom i u financijskom sektoru.

Također, sigurna imovina pri vrlo niskim kamatnjacima ima karakteristike javnog dobra i njihova veća ponuda stimulirala bi globalni dohodak. Trenutna ponuda sigurne imovine (pogotovo u Europi) pati od standardnog problema javnih dobara – fenomena *slobodnog jahača*. Međutim, dok se stereotipno slobodnim jahačima smatraju (fiskalno neuredne) zemlje dužnici (otud i derogativni akronim *PIGS* za zemlje južne europske periferije), ovdje se ne misli na njih nego na snažne, štedljive i u suficitarnim neravnotežama - poput Njemačke. **A upravo je Njemačka, sa svojim fiskalnim konzervativizmom ,**

tj. neizdavanjem novih 'sigurnih' državnih vrijednosnica (u trenutku kad su prinosi negativni, slika 11) jedan od glavnih protagonista neravnoteže u Europi iz perspektive manjka sigurne imovine.



Slika 11. Negativni prinosi na 10-godišnju obveznicu (Njemačka, Japan, Švicarska), u %  
Izvor: Financial Times (2019)

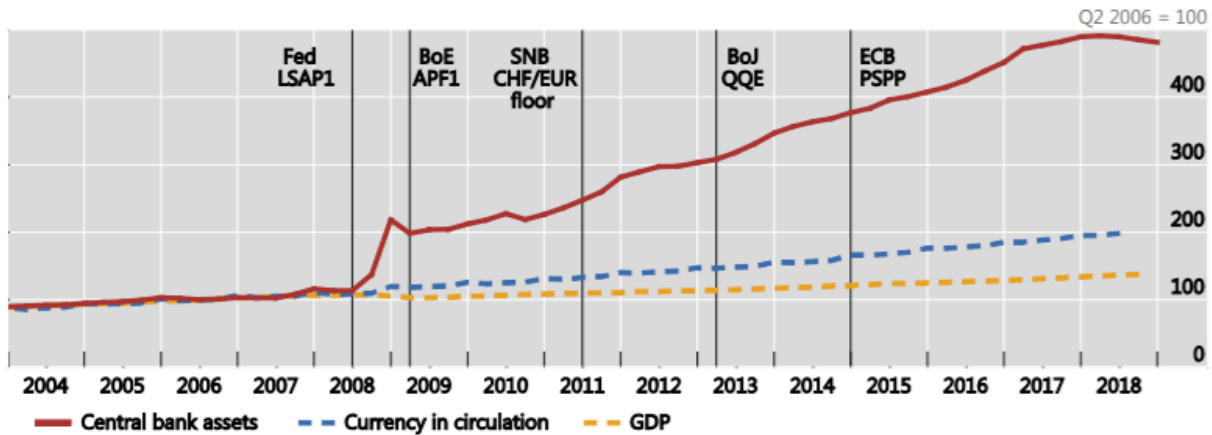
### Izazovi monetarne politike: 'ekspanzivnost' u sukobu s manjkom sigurne imovine

Monetarna politika se suočava, pak, sa sasvim drugačijim tipom izazova. Njena uloga putem moguće anonimnosti intervencija, kao i putem institucionalne legitimnosti središnjih banaka, ostaje **krucijalna u održavanju NQA koncepta, čije napuštanje čini *threshold* između normalnog i kriznog stanja.** U vraćanju informacijske neosjetljivosti, monetarna politika je nužno diskretna, diskrecijska i neovisna. Ipak, razočaravajuće je kad se iza potrebnog imperativa neovisnosti nepotrebno propušta i mogućnost efikasnije koordinacije između monetarne i fiskalne politike.

U razvijenim zemljama, instrument kamatne stope (barem prema dolje) je očito iscrpljen. Što će reći, potrebna je nova operativna paradigma, slično kao kad je Taylorovo pravilo zamijenilo neuspješne monetarističke pokušaje upravljanja monetarnim agregatima. Nekonvencionalne mjere poput QE-a naizgled upućuju u tom smjeru. Naizgled, jer cjelokupna arhitektura financijskog sustava je fundamentalno transformirana i takve politike mogu imati široku distribuciju (nepredviđenih) posljedica.

Najjednostavnijom mogućom definicijom, QE je ekspanzivni program kolateraliziranih transakcija ili još kraće - program razmjene. Razmjene vrijednosnica (koje odlaze u bilance središnjih banaka) i rezervi likvidnosti (koje se plasiraju u sustav preko računa poslovnih banaka). Glavna ideja QE-a je povećanje likvidnosti, a onda i putem *ala Modigliani* efekta - povećanje kreditiranja, dohotka i potrošnje. **No, iako je likvidnost temeljna karakteristika sigurnosti, one se u suvremenom financijskom sustavu više ne mogu smatrati istoznačnicama. Postoji cijelo veleprodajno tržište koje ne treba (nekolateraliziranu) likvidnost koliko treba (kolateraliziranu) sigurnost.**

Radi skice, vrlo pojednostavljeno, u transakcijama središnjih i poslovnih banaka, u zamjenu za siguran kolateral, tržište dobiva likvidnost (a uvjetno rečeno, gubi sigurnost). Kolateral (primjerice, američka ili njemačka obveznica) odlazi u bilancu središnje banke (gdje često dočeka i dospijeće) i na temelju takve vrijednosnice u sustav se plasira ekvivalentna količina novokreirane likvidnosti. Osim rasta viškova likvidnosti, rezultat je višestruki rast bilanci središnjih banaka (slika 12).



Slika 12. Ekspanzija bilanci središnjih banaka nakon globalne krize (Q2/2006=100)

Izvor: BIS (2019)

Napomena: Na grafu su agregirani podaci za 6 središnjih banaka razvijenih ekonomija (SNB, BoE, BoJ, Fed, ECB/Eurosystem, Sveriges Riksbank)

### 'Poplava' likvidnosti dolazi uz cijenu povlačenja 'sigurnosti'

Konkretnije, bacanjem bilijuna dolara ili eura likvidnosti u sustav cilja se potaknuti kreditnu aktivnost prema sektorima stanovništva i poduzeća, a pritom se nultim i negativnim kamatnim stopama pokušava odobrovoljiti aktere (i kreditore i dužnike/investitore) na djelovanje. Međutim, **iz perspektive sigurne imovine, poplava likvidnosti – ceteris paribus - dolazi uz cijenu: povlači se sigurna imovina s tržišta duboko u aktive središnjih banaka, čime se efektivno pogoršava već akutan problem.**

Pritom je naravno vrlo bitno koju točno imovinu središnje banke kupuju. Ako su to sigurnije, dugoročne državne vrijednosnice, QE nije neutralan za sigurnu imovinu (Bechtel et al, 2019). Iz perspektive poslovnih banaka može se činiti da su rezerve (primarna emisija, novac visoke snage) 'sigurne', ali njih se ne može kolateralizirati. Rezultat je da QE potiče transfer javne sigurne imovine iz ne-bankarskog u bankarski sektor. Ne-bankarski potom supstituira javnu s privatnom imovinom (državna vrijednosnica odlazi u aktivu središnje banke, a institucionalni investitori dobivaju likvidnost, koju u pravilu investiraju u privatnu supstitut). Takva zamjena javnog u privatno (vrijedna preko 1500 milijardi eura samo u ECB-ovom PSPP programu) čini ih osjetljivijima na napuštanje NQA principa.

**Stoga, u kombinaciji s nedovoljnom produkcijom novih vrijednosnica (fiskalnom štednjom) naspram potražnje, opisana monetarna 'ekspanzija' ima tendenciju oduzeti od tržišta sigurnu imovinu koju nasušno treba - kako zbog regulatornih zahtjeva, tako i zbog izmijenjene arhitekture cjelokupnog (veleprodajnog) sustava. I tako s legitimnim ciljem razrješenja jedne neravnoteže (subkonzuma), monetarna ekspanzija pomaže produbiti drugu neravnotežu (manjak sigurne imovine).**

S druge strane, uobičajeni mehanizam restrukturiranja portfelja (pad prinosa/rast cijena) nije djelotvoran zbog nulte donje granice (ZLB). Uz to, vrlo je bitno ponoviti da (barem u trenutnom institucionalnom

okviru) **gotovina – za razliku od vrijednosnica - ne može biti sekuritizirana, pa one nisu supstituti iz perspektive sigurne imovine.**

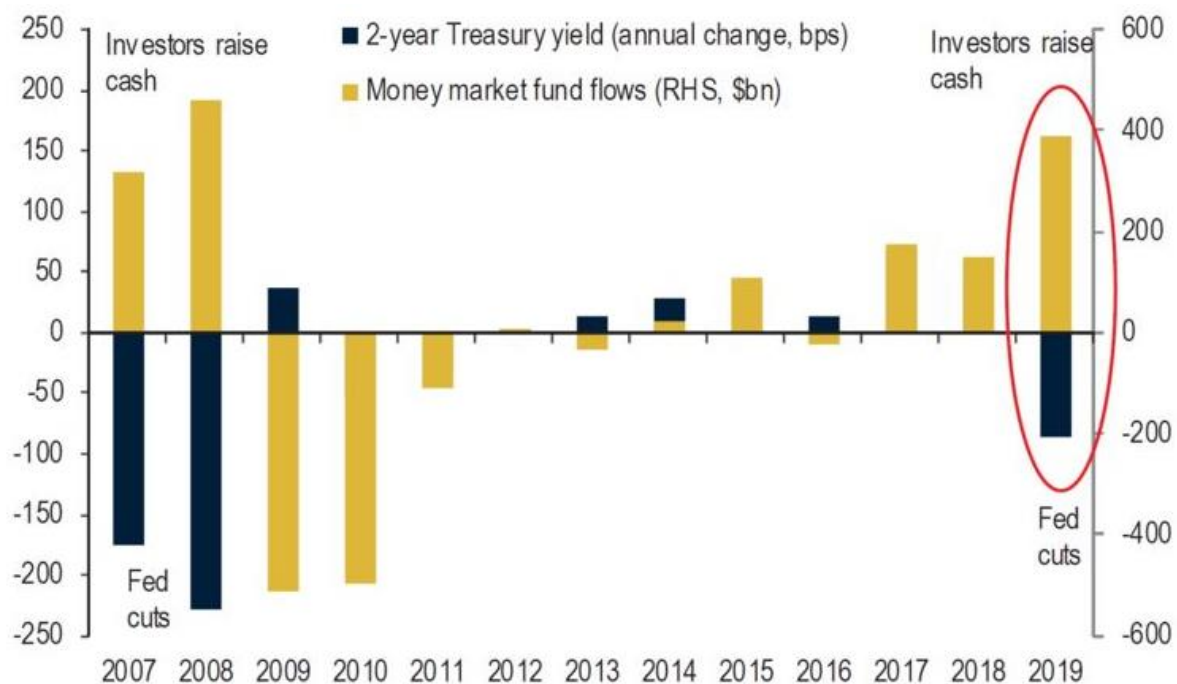
To ne znači, međutim, da viškovi likvidnosti nisu bitni; oni su ključni za funkcioniranje repo tržišta. Ali ako je narušena neutralnost kolateralizirane razmjene, tada će i ishodi (koristi) biti asimetrične. U trenutno podijeljenim ulogama, kupovina državnih vrijednosnica od strane središnjih banaka dodatni je poticaj tržištu da vlastitim snagama supstituira potrebnu 'sigurnost', a takva privatna produkcija znatno lakše gubi svoja NQA svojstva kada dođe do krize.

### **NQA i uloga očekivanja**

Naravno, ne treba zanemariti ulogu očekivanja te (i dalje) snažnu moć središnjih banaka u formiranju tržišne percepcije. Iz ovog ključa, upravo je svojevremeni Draghijev '*whatever it takes*' ultimatum smirio tržišta spriječivši da dodatni (za eurozonu možebitno i presudni) kontingent europskih vrijednosnica ne 'isklizne' iz sigurne kategorije. Što će reći, ultimatum u obliku neprecizne najave programa (a ne provedbe programa) otkupa vrijednosnica je spasio euro (program se nikada nije ni proveo, povratak NQA-a je bio dovoljan).

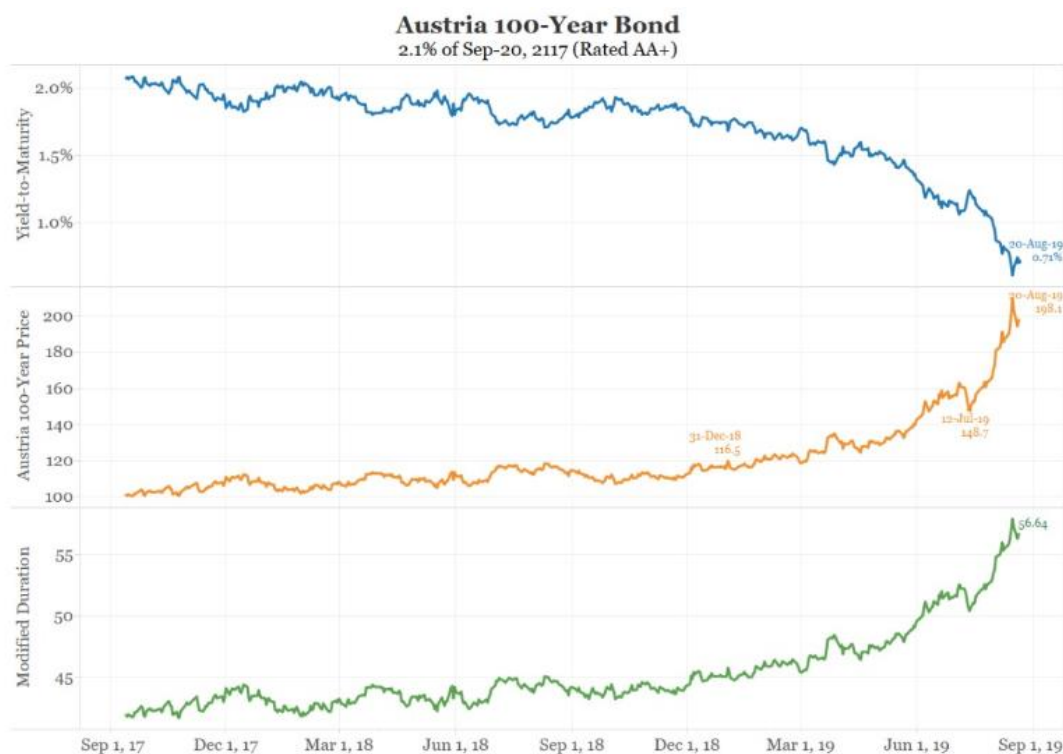
Ipak, nekonvencionalne, izvanredne mjere se takvima smatraju s razlogom – teško je istim trikom uspjevati i uvjeravati svaki put iznova, bez obzira na fundamente. Tržišta će ponovno potražiti bijeg u (pravu) sigurnost nakon neke nove NQA binarnosti. No, sljedeći put, prostor za anti-kriznu intervenciju monetarnih vlasti će biti znatno sužen, upravo zbog ZLB-a i iscrpljenosti posljedicama posljednjeg, povijesno velikog NQA događaja (pada *Lehman Brothers*a).

Trendovi su volatilni i dolazak nove recesije u skorije vrijeme ne mora se nužno automatski podrazumijevati logikom poslovnog ciklusa. Svejedno, procesi ne upućuju na 'normalnost' ciklusa: u potrazi za sigurnošću, preko 320 milijardi USD se slilo na tržišta novca samo u posljednjih 6 mjeseci (slika 13), što predstavlja najveći priljev od 2008. godine, usprkos padajućim i negativnim prinosima (u kolovozu 2019. godine, zabilježen je rekord – preko 17 tisuća milijardi USD vrijednosnih papira imalo je negativan prinos).



Slika 13. Priljev kapitala na tržišta novca (žuti stupci, u mlrd. USD)  
Izvor: Bloomberg (2019)

Navedimo još jedan, anegdotalni primjer (slika 14), radi skice današnje (apsurdne) situacije: povrat na sigurnu, austrijsku 100-godišnju obveznicu u ljeto 2019., samo dvije godine nakon izdavanja, bio je preko 100% (2 dolara na uloženi dolar) zbog udvostručivanja cijene i pada prinosa (cijene i prinosi vrijednosnica u inverznom su odnosu).



Slika 14. Rast cijene i pad prinosa na austrijsku 100-godišnju obveznicu

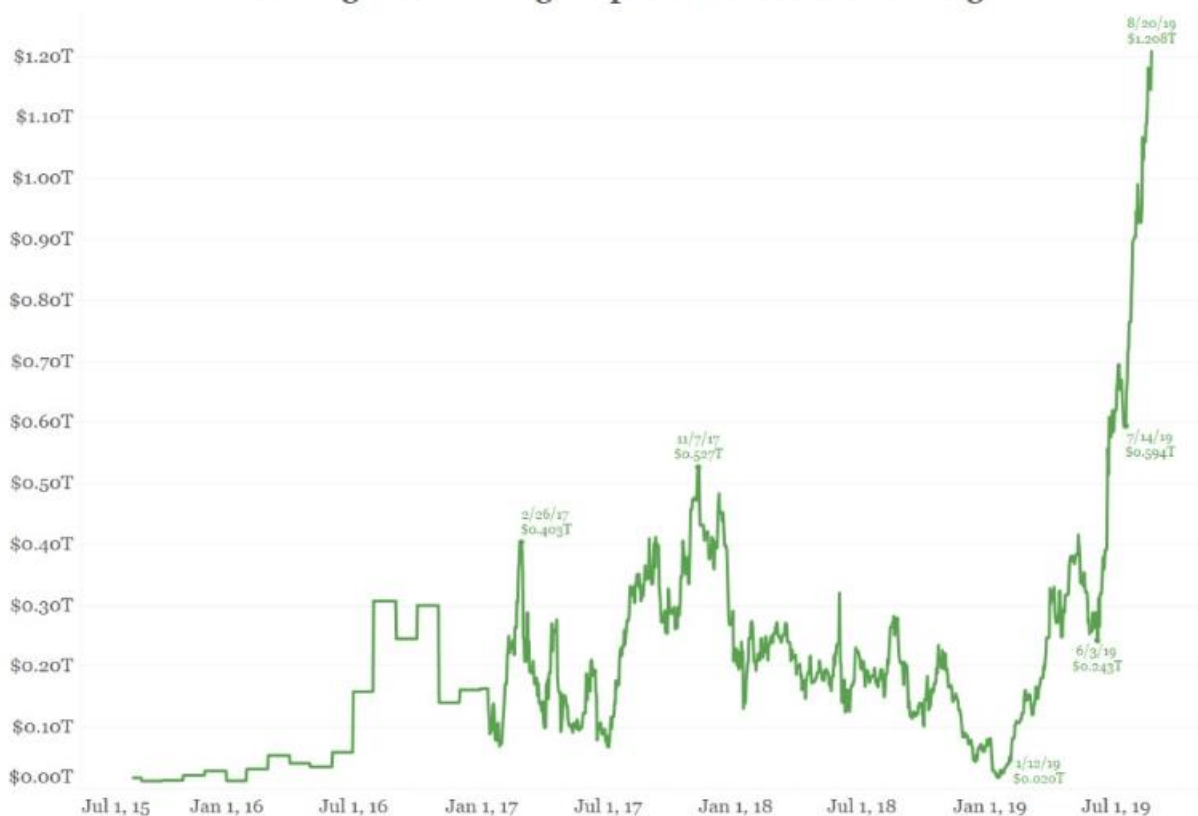
Izvor: Bloomberg, MarketWatch

### Rast potražnje za 'sigurnošću' i trend negativnih prinosa

Iako se sve navedeno događa praktički simultano s rekordnim razinama dioničkih indeksa, neto potražnja za sigurnošću nema naznake usporavanja - pogotovo nakon novo-najavljenih ekspanzivnih programa Fed-a i ECB-a. U jednom od neplaniranih, Fed je bio primoran *de facto* nacionalizirati američko repo tržište, nakon iskliznuća kamatnih stopa u rujnu (Petrou, 2019). No, sada se i masa korporativnih (manje sigurnih) obveznica s negativnim prinosima također povećala (dvostruko povećanje vrijednosti na 1200 milijardi dolara do ljeta 2019. godine), uslijed povećanja cijena i potražnje za njima (slika 15).

Što će reći: manjak trenutno raspoložive sigurnosti, tržišta očekivano supstituiraju s novom, privatno produciranom kvazi-sigurnosti. U dobrim vremenima, takvi supstituti obavljaju ekvivalentnu funkciju kolaterala, tj. „simetrične neupućenosti“ (Holmström, 2015). Ali što više takvih vrijednosnica 'potone' u teritorij negativnog prinosa, to će ih više tržišta supstituirati s onima pozitivnog prinosa, odnosno većeg rizika.

### Total Negative Yielding Corporate Bonds Outstanding



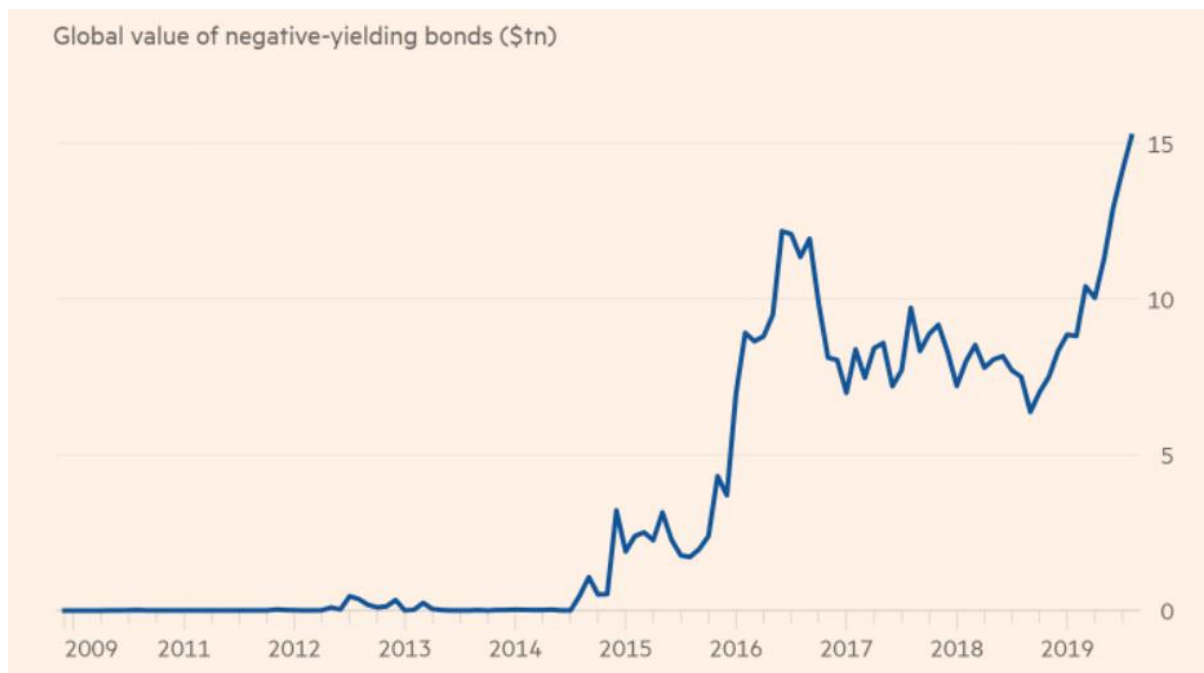
Slika 15. Kretanje vrijednosti korporativnih obveznica s negativnim prinosom

Izvor: Bloomberg, MarketWatch

Stilizirana dinamika je sljedeća: potražnja za sigurnim obveznicama je velika, pa im cijena raste a prinosi padaju u negativni teritorij; dio investitora ostaje (sigurnost), dio odlazi u rizičnije korporativne vrijednosnice (maksimizacija profita). Potražnja za korporativnima raste, što znači da sada i njihovi prinosi padaju u negativni teritorij; ponovno, dio investitora ostaje, dio odlazi, sada u - *junk* obveznice najniže kvalitete (potom njihovi prinosi također padaju).

Sve dok nema propitkivanja prave vrijednosti kolaterala, transakcije će se odvijati efikasno. Drugačije, čak i ako dominiraju kolaterali najniže kvalitete, vrijedit će NQA i informacijska neosjetljivost. Problem je što znamo da neće vrijediti zauvijek. Prije prošle recesije, SAS hipoteza postavlja da je problem bio manjak količine sigurne imovine (koju su 'usisala' azijska tržišta). Danas, problem je i količine i negativnih prinosa (slika 16) koji potiču dodatni kontingent investitora u veći rizik. A to nužno mijenja i narav novčanih tržišta.





Slika 16. Globalna vrijednost obveznica s negativnim prinosom (u bilijunima USD)  
Izvor: Financial Times (2019)

Manjak sigurnih kolaterala se stoga sve teže može ignorirati u post-kriznom svijetu. Dok su kamatnjaci i prinosi vrlo niski, potiče se rizičnije ponašanje investitora u potrazi za profitom; s druge strane, američki kamatnjak je viši od mnogih drugih, što pojačava priljeve kapitala u SAD i uvoz tuđih cjenovnih „mjehura“ – ishod kojem ne svjedočimo prvi put.

U međuvremenu, monetarne vlasti diljem svijeta fokusirane su na ekspanziju likvidnosti (inflacija je u mnogim razvijenim zemljama konstantno ispod ciljane), zanemarujući da je takav fokus u potencijalnom konfliktu sa stabilnošću cjelokupnog (dominantno veleprodajnog) financijskog sustava. Odnosno, zanemarujući da likvidnost i sigurnost u suvremenosti (više) nisu potpune istoznačnice.

### Potresi na američkom novčanom tržištu

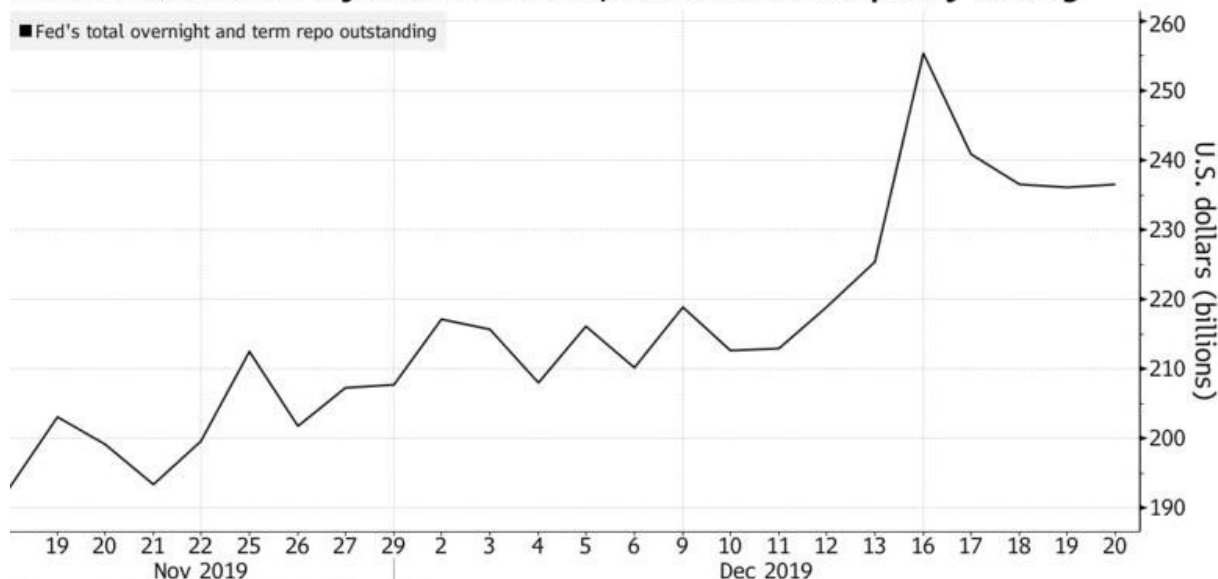
Razumije se, ako bi i došlo do promjene fokusa i prestanka 'poplave' likvidnosti, djelovati ne bi bilo ni najmanje lako niti trivijalno. Fed je među prvima pokušao, s podizanjem kamatnjaka i relativnim smanjenjem bilance. No, to je čini se završilo nakon nedavne distorzije na američkom novčanom tržištu, kada je prekončna repo stopa (SOFR) skočila na skoro 10%. Relativno smanjenje imovine u bilanci Fed-a vjerojatno je bio jedan od strukturnih faktora (iako su razine i dalje višestruko veće nego prije 2008. godine).

Glavni pokretači 'stresa', prema BIS-ovom kvartalnom izvještaju (2019), bile su pak četiri najveće američke banke (s većim ulaganjem u 'trezorice' manje je raspoložive likvidnosti za ostatak tržišta) i *hedge* fondovi (koji su koristili repo sporazume za financiranje arbitražnih transakcija). BIS pritom ističe značajnu promjenu u posljednjih 18 mjeseci: cjelokupni američki bankovni sustav prestao je biti neto 'opskrbljivač' tržišta kolateralom; umjesto toga, postao je neto 'opskrbljivač' likvidnosti za repo tržišta. To jest, sve dok nije 'zapelo'.

Posljedična reakcija Fed-a? Ubacivanje stotina milijardi dolara likvidnosti u sustav (slika 17), s proširenjem ekspanzivnog programa i u 2020. godini. Što u biti znači da strukturni, dugoročni trendovi opstaju.

## Fed's Liquidity Flood

The central bank has injected more than \$200 billion of temporary funding



Slika 17. Nova runda likvidnosti od strane Fed-a (kraj 2019. godine)

Izvor: Bloomberg

Neke mjere koje bi kontrirale 'neravnoteži' ipak jesu poduzete – poput uvođenja programa 'iznajmljivanja' kolaterala i/ili iznimnog prihvaćanja čiste likvidnosti kao surogata kolaterala – ali njihov opseg je relativno skroman. U kontekstu eurozone, primjerice, evidentno postoji veća potreba za sigurnošću, a samim time i potreba za novim, europskim kolateralom. Njime bi se, osim suptilnog početka uspostave fiskalne unije, umanjila vjerojatno najveća manjkavost europskih banaka: činjenica da *žive* globalno, a *umiru* lokalno.

### 'Sigurnost' skrivena u aktivama središnjih banaka

U najmanju ruku, fiskalna i monetarna politika mogle bi početi 'koračati' jedna uz drugu, a ne jedna kontra druge. Trenutno, dok prva sramežljivo producira novu sigurnu imovinu, druga tu istu imovinu 'grabi' i širokim zamahom miče s tržišta kroz nove ekspanzivne intervencije. Pa ako monetarnu ekspanzivnost u situaciji stagnacije i preniske inflacije nije pametno prekidati, što onda zaključiti o fiskalnoj štednji i neizdavanju novih državnih obveznica u situaciji kada su prinosi negativni (tj. kada investitori doslovno plaćaju kamate državama koje kreditiraju)?

To više nije pitanje samo *timinga* (spušteni kamatnjaci i nove runde likvidnosti u zenitu poslovnog ciklusa), već i *trade-offa*: kriza uglavnom dolazi endogenom informacijskom promjenom a ne egzogenim šokom; kad se to dogodi, tržišta će se pokušati skloniti u *pravu* sigurnost. No ona će biti skrivena duboko u aktivama središnjih banaka.

Stoga, diskusija o suvremenoj monetarnoj politici možda ne bi trebala biti fokusirana samo na sada već klasično pitanje opravdanosti daljnje 'ekspanzije' (preniski kamatnjaci, poslovni ciklus i povezane distorzije cijena i rizika), već i pitanje naravi takve (kolateralizirane) 'ekspanzije' i uopće regulatornog okvira (Basel III i Dodd-Frank) koji dobronamjerno adresira simptome ali istovremeno povećava potražnju za sigurnom imovinom.

A povećavanje potražnje, u kombinaciji s trendovima nedovoljne fiskalne i pretjerane monetarne ekspanzije (trendovima koji smanjuju ponudu sigurne imovine na tržištu), dodatno se produbljuje

neravnoteža i stvaraju se poprilično neoptimalni preduvjeti za sljedeću neminovnu recesiju, u kojoj bi se moglo opet postaviti – previše pitanja.

## REFERENCE:

- Bechtel, A., Eisenschmidt, J., Ranaldo, A. (2019), Quantitative Easing and the Safe Asset Illusion, *Working Paper*
- Bernanke, B. (2005). *The global savings glut and the U.S. current account deficit*. Prezentirano na: Sandridge Lecture, March 10
- BIS (2019), Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning, dostupno na: <https://www.bis.org/publ/mkctc11.pdf>
- BIS Quarterly Review (2019), September stress in dollar repo markets: passing or structural?, dostupno na: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1912v.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912v.htm)
- Borio, C., Disyatat, P. i Phurichai, R. (2019), What Anchors for the natural rate of interest, *BIS Working Papers*, No. 777
- Bordo, M. i McCauley, R. (2017). Triffin: dilemma or myth?, *BIS Working Papers*, 684
- Caballero, R. (2006). On the Macroeconomics of Asset Shortages, NBER Working Paper No. 12753
- Caballero, R., Farhi, E., Gourinchas, P.O. (2008). An equilibrium model of global imbalances and low interest rates, *American Economic Review*, 98(1): 358–93
- Caballero, R. i Farhi, E. (2017). The Safety Trap, *The Review of Economic Studies*, Volume 85, Issue 1, 223–274
- Caballero, R., Farhi, E., Gourinchas, P.O. (2017), The Safe Assets Shortage Conundrum, *Journal of Economic Perspectives*, 31, No. 3 , 29-46
- Dang, T.V., Gorton, G., Holmström, B. (2013). Ignorance, debt and financial crises, Working Paper, Yale University
- Diamond, D i Dybvig, P. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, 91: 401–19
- IMF (2012). *Global Financial Stability Report*, April 2012 : The Quest for Lasting Stability
- Gorton, G. (1988). Banking panics and business cycles, *Oxford Economic Papers*, 40(4): 751–81
- Gorton, G. i Ordóñez, G. (2013). The supply and demand for safe assets, *NBER Working Paper* 18732
- Gorton, G. i Ordóñez, G. (2016). How do central banks end crises?, *Working paper*
- Gorton, G. (2017). The History and Economics of Safe Assets, *Annual Review of Economics*, 547-586
- Holmström, B. (2015). Understanding the role of debt in the financial system. *BIS Working Papers*, No. 479
- Krishnamurthy, A. i Vissing-Jørgensen, A. (2012). The aggregate demand for treasury debt, *Journal of Political Economy*, 120: 233–67
- McCauley, R. (2019). Safe assets: made, not just born, *BIS Working Papers*, 769
- Petrou, K. (2019), Repo ructions highlight failure of post-crisis policymaking, *Financial Times*
- Summers, L. H. i Stansbury, A. (2019). Whither Central Banking?, dostupno na: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-in-jackson-hole-should-admit-impotence-by-lawrence-h-summers-and-anna-stansbury-2-2019-08>

