

## **TRESLA SE BRDA RODIO SE MIŠ**

### **Razduživanje banaka u Hrvatskoj i drugih deset zemalja Nove Europe**

#### **Sažetak**

Razduživanje (engl. *deleveraging*) ili smanjivanje financijske poluge logična je posljedica prezaduženosti. U aktualnoj krizi problem razduživanja uglavnom je vezan uz banke, osobito one koje su prije krize snažno povećale financijsku polugu koristeći druge izvore osim depozita za financiranje kreditne ekspanzije. Te su banke u velikoj mjeri posredovale u pokretanju međunarodnih tokova kapitala između Stare i Nove Europe prije izbijanja krize. Inozemna pasiva njihovih banaka kćeri u zemljama Nove Europe brzo je rasla, pa se nakon izbijanja krize pojavila zabrinutost da banke obratnim procesom – procesom razduživanja, ograničavaju ponudu kredita i oporavak na tržištima europskih zemalja u razvoju među kojima je i Hrvatska. Ova analiza istražuje ima li osnove za tu vrstu zabrinutosti, s posebnim osvrtom na situaciju u Hrvatskoj. Analiza pokazuje da problem razduživanja banaka nije velik, a da u Hrvatskoj u ovoj krizi nije imao posebnu ulogu.

*Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.*

## Uvod: Definicija problema

Razduživanje (engl. *deleveraging*) ili smanjivanje financijske poluge (multiplikatora glavnice) logična je posljedica prezaduženosti. Razduživati se mogu poduzeća, kućanstva, banke, pa i čitave države ako je razduživanje rašireno u svim sektorima nacionalne ekonomije.

U aktualnoj je krizi problem uglavnom vezan uz banke. Osobito banke koje su prije krize snažno povećale financijsku polugu koristeći druge izvore osim depozita za financiranje kreditne ekspanzije. To se posebno odnosi na međunarodne banke koje su prije krize lako pristupale međunarodnom „veleprodajnom“ tržištu sredstava uz povoljne uvjete, služile se sekuritizacijama i drugim tehnikama upravljanja kapitalom radi minimalizacije njegova angažmana i maksimalizacije povrata na kapital. Te su banke u velikoj mjeri posredovale u pokretanju međunarodnih tokova kapitala između Stare i Nove Europe prije izbijanja krize u drugoj polovici 2008. Inozemna pasiva njihovih banaka kćeri u zemljama Nove Europe brzo je rasla. Nakon izbijanja krize javila se zabrinutost da banke obratnim procesom – procesom razduživanja, ograničavaju ponudu kredita i oporavak na tržištima europskih zemalja u razvoju među kojima je i Hrvatska. Ova analiza istražuje ima li osnove za tu vrstu zabrinutosti, s posebnim osvrtom na situaciju u Hrvatskoj.

O potencijalnoj ozbiljnosti problema svjedoči činjenica da je na samom početku krize osnovana Bečka inicijativa – koordinacija međunarodnih financijskih institucija predvođenih EBRD-om, i međunarodnih banaka aktivnih u regiji CESEE (vidjeti detalje u Okviru 1). Cilj je inicijative stabilizacija međunarodnih tokova kapitala, odnosno osiguranje strateške predanosti međunarodnih bankovnih grupacija prema bankama kćerima u zemljama CESEE, radi osiguranja njihova financiranja u vremenu krize.

Materijali Bečke inicijative (2013) svjedoče o tome da je strah od razduživanja aktualan i petu godinu nakon početka krize: „*Smanjivanje financiranja zemalja CESEE od strane zapadnih banaka dodatno je usporeno u toku trećeg tromjesečja 2012., no ono nije zaustavljeno ili preokrenuto. Riječ je o petom uzastopnom kvartalu u kojemu je zabilježeno povlačenje financiranja. Zemlje CESEE, bez Rusije i Turske, u tom su razdoblju izgubile izvore financiranja u iznosu od 4,6% BDP-a. U isto vrijeme, rast kredita privatnom sektoru usporio je na 1,4% (godina na godinu). Nastavak smanjenja financiranja usprkos općenito povoljnijem financijskom ambijentu za banke iz Zapadne Europe čije banke kćeri predstavljaju velik dio bankovnih sustava CESEE zemalja govori o fundamentalnom trendu sve većeg oslanjanja na lokalne izvore*

*Postoji zabrinutost da banke koje su prije krize osiguravale priljev kapitala u zemlje poput Hrvatske, sada zbog razduživanja ograničavaju pristup kapitalu i kreditima, i na taj način otežavaju gospodarski oporavak. Zbog toga je osnovana Bečka inicijativa.*

*(depozite), kao i općenito o slaboj potražnji za kreditima. Ako bi se banke kćeri i u budućnosti morale u potpunosti osloniti na lokalne izvore financiranja, pred tim bi se zemljama nalazilo dugo razdoblje slaboga kreditnoga rasta, jer je potencijal zamjene smanjenih inozemnih izvora rastom lokalnih depozita ograničen.“*

Iz ovoga citata Bečke inicijative mogu se raščlaniti tri teme koje su ključne za razumijevanje procesa razduživanja:

1. Pokreću li međunarodne banke tokove kapitala preko granica u pravcu zemalja CESEE, jesu li u tome neutralne, ili možda smanjuju izloženost prema regiji?
2. Kakve su razlike između pojedinih zemalja: postoje li u isto vrijeme zemlje/banke u koje se kapital slijeva, kao i one iz kojih se kapital odlijeva, i ako takve zemlje/banke postoje u isto vrijeme, kako objašnjavamo uočene razlike?
3. Postoje li dokazi o tome da ograničenja na strani inozemnog financiranja lokalnih banaka ograničavaju ponudu kredita koja bi u normalnim okolnostima mogla odgovoriti na zdravu potražnju?

Na prva dva pitanja može se odgovoriti pomoću deskriptivnih statistika. Treće je pitanje ujedno i najvažnije, jer je izravno u vezi s problemom brzine ekonomskog oporavka, i ono je iznimno složeno. Naime, veoma je teško pronaći odgovarajuću metodologiju koja bi pružila vjerodostojan odgovor na pitanje dominiraju li čimbenici ponude ili potražnje u pokretanju međunarodnih tokova kapitala kroz banke i, isto tako, dominiraju li čimbenici ponude ili potražnje na tržištu kredita na kojem vidimo stagnaciju. Stoga ova analiza sadrži detaljan prikaz monetarnih i financijskih statistika koje pružaju osnove za zaključivanje o prva dva pitanja, dok se o trećem pitanju raspravlja na kraju rada, bez ambicije da se u ovoj analizi izvede konačan zaključak.

Prizma kroz koju se konstruiraju statistike i vodi rasprava nisu, kao što je uobičajeno u literaturi, međunarodne bankovne grupacije. Ovdje se problem sagledava kroz perspektivu ponašanja lokalnih bankovnih sustava. To je nešto uži pogled koji, poput mikroskopa, gubi iz vida širu sliku, ali omogućava vrlo izoštren pogled na lokalne banke, strukturu njihove aktive i pasive, te na njihovu ulogu u prijenosu impulsa s međunarodnog financijskog tržišta na lokalna tržišta kredita.

*Bitno je pokreću li međunarodne banke tokove kapitala, postoje li u tom pogledu razlike među zemljama i ograničava li međunarodno financiranje ili potiče ponudu kredita u zemlji.*

Analizom je obuhvaćeno jedanaest bankovnih sustava zemalja CESEE: Bugarska, Hrvatska, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija. Podatci se odnose na razdoblje do kraja 2011., odnosno 2012. gdje su bili raspoloživi. Hrvatska je jedina zemlja iz promatrane skupine koja u razdoblju analize nije bila članica EU.

Prvo poglavlje pruža uvod u problem prikazom srodne literature i rezultata odabranih istraživanja koja su se radila u regiji. Dodani su i komentari nekih prijašnjih istraživanja koja se odnose na druge krize na tržištima u nastanku, s naglaskom na iskustva s tržišta u razvoju kriznih 90-tih. Drugo poglavlje prikazuje statističke podatke koji ukazuju na promjene u međunarodnim tokovima kapitala prema zemljama CESEE. Pri tome su posebno analizirani tokovi kroz banke. U trećem se poglavlju analiziraju razlike među zemljama u regiji kroz perspektivu ponašanja bankovnih sustava. U četvrtom se raspravlja o tome sprječavaju li ograničenja na strani inozemnog financiranja banke da stvore ponudu kredita koja bi u drukčijim, „normalnim“ uvjetima, zadovoljila zdravu potražnju i poduprla gospodarski oporavak. U petom se poglavlju izvode zaključci.

## Okvir 1: Bečka inicijativa

Nakon eskalacije svjetske financijske krize u drugoj polovici 2008. godine postavilo se pitanje hoće li banke iz Zapadne Europe koje imaju podružnice na tržištima u nastanku u Središnjoj, Istočnoj i Jugoistočnoj Europi (CESEE) početi povlačiti sredstva s tih tržišta. Problem je predstavljala sistemska važnost tih banaka na CESEE tržištima zbog koje bi značajno povlačenje sredstava rezultiralo još snažnijim produbljivanjem postojeće sistemske krize. Iz tog razloga su ključne međunarodne financijske institucije (IFI), na prijedlog Europske banke za obnovu i razvoj, u siječnju 2009. godine uspostavile međunarodni okvir za koordinaciju i suradnju radi upravljanja krizom – Bečku inicijativu (eng. *The Vienna Initiative*).

Inicijativa je okupila institucije iz javnog i privatnog sektora kojima je u interesu uspješno poslovanje prekograničnih bankarskih grupa sa središtem u Europskoj Uniji, a prisutne su na europskim tržištima u nastanku. Članovi inicijative su Međunarodni monetarni fond, Europska banka za obnovu i razvoj, Europska investicijska banka, Svjetska banka, Europska komisija, Europska središnja banka (kao promatrač), regulatori i fiskalna tijela iz matičnih zemalja i zemalja domaćina velikih prekograničnih bankarskih grupa te najveće bankarske grupe koje posluju u CESEE.

Otkad je osnovana, Bečka inicijativa se prilagođavala novim rizicima i okolnostima u financijskom sustavu CESEE regije, pri čemu se razlikuju tri faze njezina razvoja:

- Bečka inicijativa 1.0, kao reakcija na svjetsku financijsku krizu koja se prelila na zemlje CESEE regije i ukazala na slobosti financijskog sustava tih zemalja (od siječnja 2009. do početka 2010. godine),
- Bečka inicijativa plus, čija je orijentacija bila prevencija financijske krize (od ožujka 2010. do kraja 2011. godine),
- Bečka inicijativa 2.0, čiji je cilj smanjenje sustavnog rizika uzrokovana posljednjom krizom u Europskoj Uniji (od siječnja 2010. godine).

Bečka inicijativa 1.0 za osnovni je cilj imala očuvanje stabilnosti financijskog sektora na tržištima CESEE, odnosno poticanje prekograničnih bankarskih grupa da zadrže svoju izloženost na tim tržištima, uz održavanje adekvatne razine solventnosti i likvidnosti njihovih podružnica

Osnovne karakteristike druge faze Bečke inicijative su:

- kao primarni cilj – koordinacija procesa razduživanja bankarskih grupa kroz suradnju nadzornih tijela matičnih država i država domaćina radi minimiziranja sistemskih rizika, koji mogu pogoditi financijske sustave država domaćina;
- snažnije uključivanje fiskalnih tijela u koordinaciju između matičnih zemalja i domaćina;
- osnutak grupa za nadzor koje trebaju pratiti razvoj situacije u pojedinim zemljama, posebno u pogledu prekograničnog razduživanja i kretanja kapitala.

Bečka inicijativa plus predstavlja međufazu Bečke inicijative. Njezin je osnovni cilj bio da se savjetovanjem i dijalogom među sudionicima analiziraju značajne teme za prevenciju financijske krize. Jedna od tema bila je i kreditiranje u stranoj valuti, o čemu je izrađena i posebna studija. Međutim, bitan razlog za nastavak funkcioniranja inicijative bio je i održavanje postojećeg foruma za slučaj realizacije sistemskih rizika u budućnosti, kada će opet biti nužna suradnja širokog kruga sudionika iz privatnog i javnog sektora. Taj se pristup pokazao ispravnim, zato što je Bečka inicijativa ubrzo prešla na fazu 2.0.

Cilj je druge faze Bečke inicijative pronalazak odgovora na obnovljene rizike iz međunarodnog okruženja koji su pogodili regiju nakon produbljanja krize u Eurozoni sredinom 2011. godine. Ona se čak pokazala ozbiljnijom nego kriza u 2008. godini, zbog čega je i formirana Bečka inicijativa. Ovog puta problem više nije bio samo u bankama, već i u javnim financijama država u kojima te banke imaju sjedište. Za razliku od prve faze Bečke inicijative, cilj druge faze nije održavanje određene razine izloženosti banaka zemljama regije. U skladu s tim, nije predviđen mehanizam financijske pomoći IFIs-a bankarskim grupama. Cilj je stvoriti održive poslovne modele banaka, a ne modele koji ovise o eksternoj pomoći. To znači i više oslanjanja na lokalne izvore financiranja, a ne na financiranje od strane matica.

Izvor: [NBS](#); [Vienna Initiative](#)

## I. Razduživanje i Calvovi „iznenadni prekidi“: ima li razlike?

Razduživanje (engl. *deleveraging*) u kontekstu ove analize označava pad relativne važnosti inozemne pasive lokalnih banaka koje posluju u zemljama CESEE i sve veće oslanjanje na financiranje iz domaće depozitne osnove.

U literaturi se ovom problemu najčešće pristupa s druge strane - kroz perspektivu međunarodnih banaka. One su se u ovoj krizi našle pod pritiskom razduživanja odnosno potrebe da povećaju kapitalnu adekvatnost – da se manje oslanjaju na dug, a više na kapital. Međunarodne banke u takvim uvjetima moraju smanjivati i/ili restrukturirati svoju aktivu, pa se postavlja pitanje kako to čine. Na primjer, ako se međunarodna banka sa sjedištem u Italiji ili Austriji nalazi u fazi razduživanja, postavlja se pitanje hoće li se ono odraziti na smanjivanje plasmana u zemlji sjedišta, ili će više trpjeti banke kćeri u međunarodnoj mreži? I hoće li sve banke kćeri u međunarodnoj mreži biti podjednako pogođene, ili će se pojaviti razlike između pojedinih banaka kćeri, odnosno zemalja u kojima posluju?

Pitanje je analogno poznatom pitanju o dominaciji činitelja privlačenja (engl. *pull factors*) naspram činitelja potiskivanja (engl. *push factors*) u objašnjenju oscilacija međunarodnih tokova kapitala. Činitelji potiskivanja (*push*) povezani su sa stanjem na međunarodnim financijskim tržištima, tj. govore o motivima međunarodnih financijskih posrednika da preusmjere kapital iz domicilnih (u pravilu razvijenih) zemalja prema tržištima u razvoju. Činitelji privlačenja povezani su sa stanjem u zemljama primateljicama kapitala (u pravilu zemlje u razvoju), odnosno s njihovim fundamentima – rastom, rizikom, fiskalnom pozicijom i drugim bitnim odrednicama ekonomskoga stanja.

Analogija s ekonomskim zapažanjima i istraživanjima starima 10 i više godina nije slučajna. Iako mnogi smatraju da je ova kriza po mnogočemu posebna, s gledišta zemalja koje apsorbiraju međunarodne tokove kapitala (u ovom slučaju CESEE), riječ je o već viđenome. Naime, devedesetih godina XX. st. skupljeno je iskustvo iz serije financijskih kriza na tržištima u razvoju (napose u Južnoj Americi, Aziji, Rusiji i Turskoj). Ono se može sažeti u sljedećem:

- Tokovi međunarodnog kapitala pokazuju velika kolebanja. Pri tome se javlja velika sličnost (korelacija) u tokovima (i posljedično u promjenama tečaja i valutnim krizama) među različitim zemljama (Eichengreen, Rose i Wyplosz, 1997).

*Na međunarodne tokove kapitala utječu činitelji privlačenja koji djeluju u zemljama primateljicama kapitala (pull factors) i činitelji potiskivanja koji djeluju u zemljama iz kojih kapital dolazi (push factors).*

- Kolebanja povremeno poprimaju ekstremne oblike – priljev kapitala se posve zaustavlja ili čak preokreće u smjeru odljeva u kratkom roku. Calvo (1998) je ovu pojavu nazvao *iznenadni prekid* (engl. *sudden stop*), pokazavši kasnijim istraživanjima da se takvi prekidi u pravilu javljaju grupirani u vremenu u većem broju zemalja, što sugerira zajedničke uzroke ovih nesretnih epizoda (Calvo, Izquierdo i Meija, 2004).
- Među ekonomistima dugo je trajala rasprava (koja nije dovršena) o tome jesu li *iznenadni prekidi* dominantno uzrokovani izvana (jesu li ih uzrokovali posrednici koji su pokrenuli pa prekinuli tokove kapitala), ili uzroke zaustavljanja treba tražiti u unutarnjim slabostima zemalja primateljica kapitala? Dvojba se svodi na pitanje dominiraju li faktori privlačenja (*pull*) ili faktori potiskivanja (*push*), pri određivanju smjerova i intenziteta tokova međunarodnog kapitala.
- O mogućoj dominaciji unutarnjih slabosti (nekonkurentnost, slabe institucije, fiskalna nedisciplina i sl.) svjedoči činjenica da su se nakon izbijanja kriza na tržištima u razvoju 90-tih u pravilu razotkrivale velike unutarnje slabosti, što je uključivalo i lažiranje fiskalnih statistika (Kopits, 1999, prema Šonje, 2000; opazite kako to neodoljivo podsjeća na Grčku 10 godina poslije). Neki su autori također ukazivali na pretjeranu ulogu vlada država primateljica kapitala: one su implicitnim i eksplicitnim jamstvima „podmazivale“ pretjerani priljev kapitala, koji se u pravilu zaustavljao i preokretao kada su slabosti postajale vidljive (McKinnon i Pill, 1995).
- O mogućoj dominaciji vanjskih šokova (rast kamatnih stopa u razvijenim zemljama, krdoliko ponašanje međunarodnih financijskih posrednika) pisali su uglavnom ekonomisti iz tržišta u razvoju, među kojima je zapamćen Ricardo Haussmann, koji je ustvrdio da je jedino zajedničko Rusiji i Brazilu – J. P. Morgan (Šonje, 2000).

U aktualnoj se krizi pojavljuje isti problem, samo u drukčijim (većim) razmjerima i drugom kontekstu. Naime, EU integracija dovela je do puno snažnije realne i financijske integracije zemalja CESEE sa starijim članicama EU, odnosno bankama koje u njima imaju sjedište. Unatoč tomu, dvojbe su iste kao na tržištima u nastanku 90-tih. S jedne strane, kriza koja je 2008./09. pogodila europske banke nakon prelijevanja posljedica hipotekarne krize iz SAD-a sugerira dominaciju faktora

*Aktualna je kriza specifična, no neka njezina obilježja podsjećaju na odavna uočene krizne mehanizme.*

potiskivanja. Na prvi pogled izgleda da je kriza dominantno uzrokovana i propagirana izvana, naglom promjenom u ponašanju krizom pogođenih europskih banaka koje više nisu u stanju ulagati u CESEE. Međutim, veoma različita iskustva pojedinih zemalja tijekom krize (uspješan oporavak od inicijalnog šoka i rast Rusije, Turske, Poljske i Slovačke naspram puzajućoj depresiji u Sloveniji, Mađarskoj i Hrvatskoj) sugerira da su se različite zemlje u krizi našle na veoma različitim razvojnim putanjama. To se može objasniti samo domaćim fundamentalnim čimbenicima, odnosno faktorima privlačenja. Moguće je da je prekid priljeva u krizi razotkrio slabosti zemalja čiji se rast zasnivao isključivo na akumulaciji kapitala pogodivši takve zemlje puno jače nego zemlje u kojima djeluju i drugi činitelji rasta – rad i rast produktivnosti činitelja.

Jevčak i drugi (2010) analizirali su *pull* i *push* činitelje kapitalnih tokova u novim članicama EU za vrijeme ove financijske krize. Među *push* činiteljima autori navode relativno niske kamatne stope u Eurozoni i percepciju niskog rizika zemalja Nove Europe među „zapadnim“ investitorima. *Push* činitelji koji su se pokazali relevantnima nakon početka krize, kada je došlo do snažnog povlačenja kapitala iz EU-10, jesu promjena percepcije rizika te pogoršanje gospodarske situacije u zemljama Eurozone. Domaći *pull* činitelji koji su se u analizi pokazali ekonomski i statistički signifikantnima za većinu zemalja, bili su rast BDP-a i kretanje (tromjesečnih) kamatnih stopa. Učinak rizičnosti zemlje primateljice tokova pokazao se značajnim u Češkoj, Mađarskoj, Rumunjskoj i Sloveniji. Učinak kretanja cijena nekretnina pokazao se relevantnim samo u Bugarskoj, Estoniji i Litvi, iako autori upozoravaju da bi mala prediktivna moć tog pokazatelja mogla biti posljedica niske kvalitete statistika i kratke vremenske serije. U svakom slučaju, dobiven je očekivan rezultat: *pull* i *push* činitelji isprepliću se i veoma je teško govoriti o dominaciji jedne ili druge strane modela ponude i potražnje za kapitalom.

Zanimljivo je i istraživanje Hermanna i Mihaljeka (2010). Oni su pronašli da porast BDP-a zemlje domaćina (*pull* činitelj) u prosjeku povećava kapitalne priljeve za 10%, te da postoji statistički signifikantan i pozitivan učinak porasta kamatnog diferencijala i diferencijala u stopama rasta između zemlje dužnika i zajmodavatelja. U radu je s visokom statističkom signifikantnošću potvrđeno i da kolebanja te averzija prema riziku na globalnom tržištu (*push* činitelji) imaju značajan utjecaj na kapitalne tokove prema zemljama u razvoju. Također je pronađeno postojanje učinka zajedničkog kreditora (engl. *common lender* – *push* faktor). Učinak zajedničkog kreditora znači da se financijski stres u zemlji kreditoru, koji je određen njegovom izloženošću zemlji u kojoj je

*Iako se može činiti da je kriza u zemljama CESEE dominantno uzrokovana eksternim financijskim šokom, različita iskustva zemalja impliciraju da je moguće da je prekid priljeva kapitala u krizi razotkrio neke unutarnje slabosti tih zemalja.*



započela kriza (npr. izloženost Njemačke SAD-u u ovoj krizi), prelijeva na zemlju dužnika (npr. priljev njemačkog kapitala u Mađarsku), jer „pogođena“ zemlja kreditor smanjuje plasmane prema zemljama u razvoju. Od ostalih rezultata važno je istaknuti i statističku signifikantnost fiskalne pozicije (i s njom povezane percepcije rizika – *pull* faktor) zemlje dužnika te zdravlja bankarskog sustava u zemlji kreditoru i dužniku. Autori (među ostalim) zaključuju kako su globalni činitelji bili temeljne odrednice smanjenja međubankovnih tokova kapitala u ovoj krizi te da se blaži odljev kapitala iz zemalja CESEE nego iz ostalih zemalja u razvoju, velikim dijelom može objasniti zdravljem njihovih bankarskih sustava<sup>1</sup>.

*Empirijska istraživanja pružaju čvrste argumente za oba stajališta, tj. da su kapitalni tokovi u zemljama CESEE podjednako određeni push i pull činiteljima.*

O dubokom ispreplitanju *pull* i *push* činitelja svjedoči i materijal Bečke inicijative (2012) u kojem se navodi kako su kroz 2011. i prvu polovicu 2012. godine glavni faktori koji su utjecali na intenzifikaciju procesa razduživanja u zemljama CESEE bile regulatorne izmjene u smjeru jačanja kapitalizacije u zemljama Stare Europe (slabljenje *push* činitelja), pad potražnje za kreditima te slabljenje određenih ekonomskih fundamenata i porast internih i eksternih neravnoteža u određenim zemljama (slabljenje *pull* činitelja). No, mnoge matične banke potiču svoje podružnice u domicilnim zemljama CESEE na promjenu poslovne politike u smjeru smanjenja ovisnosti o inozemnom financiranju i povećanja lokalnih izvora sredstava (opet *push* činitelji).

Ako je teško identificirati dominantnu ili pokretačku ulogu jedne ili druge strane tržišta kapitala, onda kriza može izgledati dominantno financijska, ali se ne može isključiti mogućnost da zbog uske trgovačke povezanosti i/ili gubitka fiskalne vjerodostojnosti (i neizbježnog povećanja premije rizika) ili nekog drugog nefinancijskog razloga, dolazi do autonomnog pada BDP-a i zaposlenosti u zemlji primateljici kapitala, što tek u drugom krugu povratnih sprega smanjuje potražnju za međunarodnim kapitalom. Riječ je o problemu identifikacije, odnosno razlikovanja čimbenika koji djeluju na strani ponude i potražnje za međunarodnim kapitalom.

---

1 U testovima robusnosti autori su u modelima zamijenili određene varijable novim varijablama poput kamatnog *spreada* između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, udjela kratkoročnog inozemnog duga u BDP-u, omjera međunarodnih rezervi i monetarnog agregata M2, stope rasta domaćih plasmana i udjela deficita tekućeg računa platne bilance u BDP-u. Rezultati upućuju da sve varijable imaju statistički signifikantan učinak na međubankarske tokove s očekivanim predznacima, osim u slučaju udjela deficita tekućeg računa u BDP-u i stope rasta kredita, gdje rezultati pokazuju da su zemlje kreditori bile spremne usmjeravati više plasmana prema zemljama s većim deficitom tekućeg računa i s većom stopom rasta domaćih plasmana.

Problemu ćemo se vratiti prema kraju rada, dok u nastavku prikazujemo razmjere problema o kojemu je ovdje riječ.

## **II. Međunarodni tokovi kapitala u CESEE 2006.-2012. i uloga banaka**

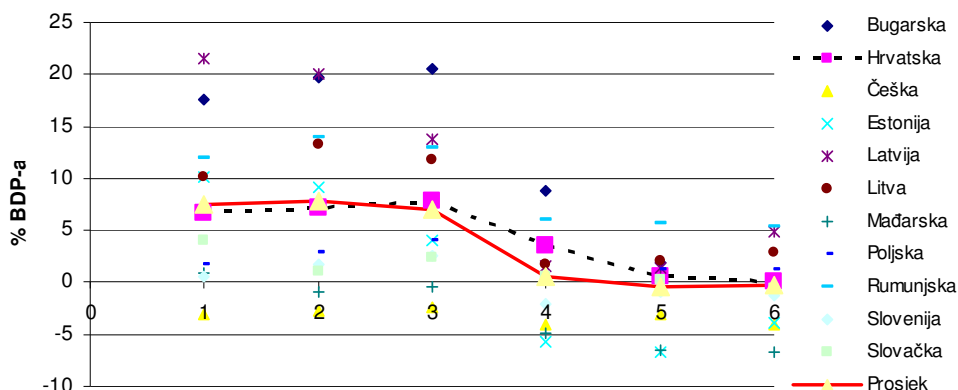
Negativni saldo tekućeg računa bilance plaćanja predstavlja dobru aproksimaciju neto priljeva kapitala. Kako pojavu analiziramo iz perspektive zemlje primateljice koja apsorbira priljev, zanima nas relativna važnost neto priljeva kapitala (u odnosu na BDP) i kolebanja toga omjera (volatilitnost neto priljeva). Kolebanja pokazuju snagu eksternog makroekonomskog šoka, bez obzira je li on dominantno potaknut na strani ponude ili potražnje za međunarodnim kapitalom.

Slika 1 pokazuje da je prosječni neto priljev kapitala u zemljama CESEE iznosio 7-8% BDP-a u razdoblju prije krize (2006.-2008.). Godine 2009. počinje snažan pad, pa od 2010. zemlje CESEE postaju neto izvoznici kapitala (saldo tekućeg računa je, u prosjeku, u blagom suficitu). Prosječna snaga šoka za pojedinu zemlju obuhvaćenu ovom analizom iznosi 8% BDP-a.

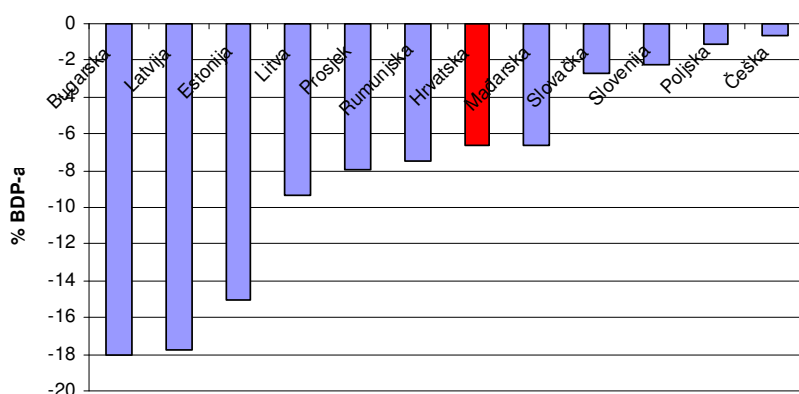
Slika 2 pokazuje snagu šoka po zemljama. Snaga šoka se mjeri kao razlika između prosječnog neto priljeva kapitala u krizi 2010.-2011. i prosječnog neto priljeva kapitala prije krize 2006.-2008. 2009. nije uzeta ni u prvi ni u drugi prosjek razdoblja, jer je bila prijelazna godina u kojoj se odvijala intenzivna prilagodba novom režimu sa zaustavljenim financijskim priljevima. Snaga šoka se kreće od 18,1% u najjače pogođenoj Bugarskoj (kojoj su najbližije Estonija, Latvija i Litva), do samo 0,7% u Češkoj (kojoj su najbližije Poljska, Slovačka i Slovenija). U Hrvatskoj je šok iznosio 6,7% BDP-a ili malo manje od prosjeka. Hrvatska je prema tom pokazatelju najbližija Mađarskoj i Rumunjskoj. Stoga se može zaključiti da je za regiju CESEE ova kriza imala obilježja Calvova iznenadnog prekida, pri čemu je kod nekih zemalja došlo do potpunog preokreta tokova (najizraženije u Estoniji, Mađarskoj i Sloveniji).

*Za regiju ova je kriza imala obilježja Calvova iznenadnog prekida. Prosječna snaga eksternog šoka (smanjenja udjela inozemnog kapitala u BDP-u) u zemljama CESEE iznosila je 8% BDP-a.*

Slika 1. Neto priljev kapitala u % BDP-a 2006. – 2011.



Slika 2. Promjena neto priljeva kapitala u % BDP-a, prosjek 2010.-2011. u odnosu na prosjek 2006.-2008.



Glavno pitanje glasi: kakvu su ulogu u prikazanim šokovima imale banke? Izravno zaduživanje banaka u inozemstvu prije krize bilo je potpomognuto visokim stupnjem njihove internacionalizacije. Priljev kroz banke izostao je u krizi, pa je za očekivati da su upravo tokovi posredovani kroz banke bili glavni pokretači preokreta neto priljeva kapitala koji je prikazan na gornjim slikama.

Slike 3 i 4 repliciraju metodu konstrukcije podataka sa slika 1 i 2, samo što obuhvaćaju tek jednu komponentu neto priljeva kapitala – tokove kroz banke. U tu je svrhu korištena stavka financijskog računa bilance plaćanja ostale investicije, neto zaduživanje ostalih financijskih posrednika iz MMF-ove baze *International Financial Statistics*.

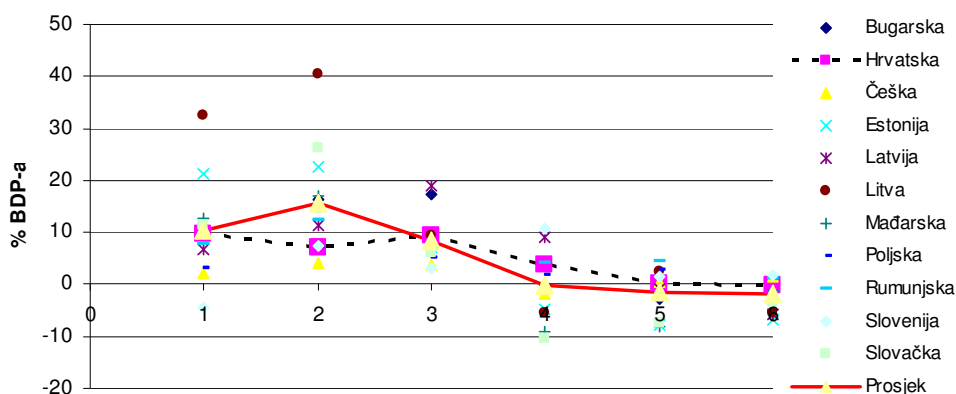
Slike 3 i 4 vizualno su veoma slične slikama 1 i 2, ali treba uočiti tri važne razlike: prvo, neto priljev kroz banke prije krize bio je u prosjeku veći od 10% BDP-a (čak 15,6% 2007.). To znači da je intenzitet priljeva kroz banke bio jači od ukupnog neto priljeva međunarodnog kapitala. Banke su uistinu bile glavni pokretači priljeva. Međutim razlika prosjeka kriznog razdoblja naprema prosjeku priljeva iz razdoblja prije krize iznosi čak 13,1% BDP-a. To je za oko 5 postotnih bodova snažniji šok od ukupnoga šoka međunarodnih tokova kapitala. Ukupni je šok bio blaži zbog protucikličke uloge države: smanjivanja rezervi središnjih banaka i zaduživanja vlada u inozemstvu.

Drugo, treba opaziti da je zaokret tokova kapitala kroz banke bio najjači u Litvi, Estoniji, Slovačkoj i Mađarskoj, što znači da u potonje dvije zemlje (Slovačka i Mađarska) negativni šok kroz banke, koji je bio vrlo velik, višestruko prelazi snagu ukupnoga šoka, koji je bio blag.

Treće, hrvatska linija na donjoj slici ima puno manju oscilaciju nego linija prosjeka: u vrijeme *booma* Hrvatska je bilježila manji intenzitet priljeva kroz bankovni sustav od prosjeka zemalja CESEE, dok je u vrijeme recesije taj intenzitet bio veći od prosjeka. To nije dovoljno za zaključak o tome da je ponašanje banaka u krizi u Hrvatskoj bilo kontracikličko, ali je dovoljno za zaključak o tome da je šok generiran kroz banke u Hrvatskoj bio puno slabiji nego u većini zemalja CESEE. Uostalom, poznato je da su na samom početku krizu banke nastavile privlačiti kapital u Hrvatsku, dok je u većini drugih zemalja već bilo došlo do *iznenadnog prekida* (kraj 2008. i prvi dio 2009. godine). Objašnjenja treba tražiti u politici HNB-a prije krize i stabilnosti bankarskog sustava u krizi. Ovoj ćemo se temi vratiti dalje u analizi.

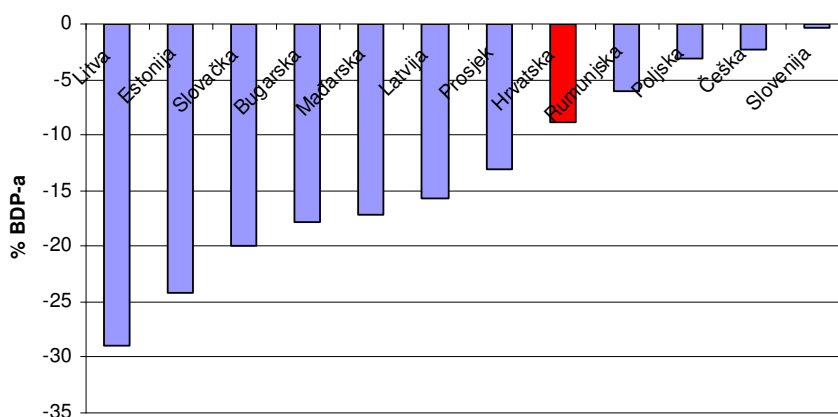
*Šok povlačenja bankarskog kapitala bio je za oko 5 postotnih bodova jači od ukupnog šoka međunarodnih tokova kapitala. Razlika je bila osobito velika u Slovačkoj i Mađarskoj.*

Slika 3. Neto priljev kapitala kroz banke u % BDP-a 2006. – 2011.



*U vrijeme booma Hrvatska je bilježila manji intenzitet priljeva kapitala kroz bankovni sustav od prosjeka zemalja CESEE, dok je u vrijeme recesije taj intenzitet bio veći od prosjeka.*

Slika 4. Promjena neto priljeva kapitala kroz banke u % BDP-a, prosjek 2010.-2011. u odnosu na prosjek 2006.-2008.



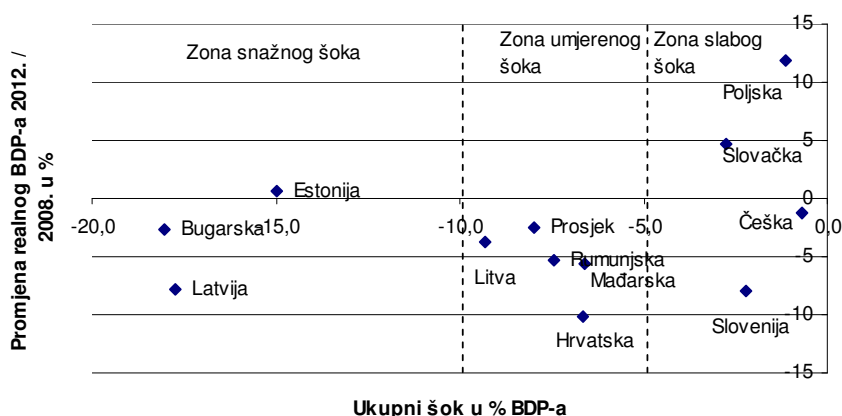
Nadalje, slika 5. pokazuje odnos između snage šoka neto tokova kapitala kroz banke i ukupnoga šoka. To nije ništa drugo nego združeni prikaz podataka sa slika 2 i 4. Prikaz je zanimljiv jer pokazuje neočekivano velike razlike među zemljama. Naime, postoje četiri zemlje (Estonija, Litva, Mađarska i Slovačka) koje su imale izrazito snažan šok zaustavljanja i preokretanja neto priljeva kapitala kroz banke (veći od 15% BDP-a). U tim je zemljama šok kroz banke bio mnogo jači od ukupnoga šoka. Ostale se zemlje pozicioniraju blizu crvene linije duž koje je snaga šoka kroz banke podjednaka ukupnom šoku, s time da je u slučaju Poljske, Češke i Slovenije snaga šokova mala, kod Hrvatske i Rumunjske umjerena, a kod Bugarske i Latvije veoma jaka.

Razlike među zemljama još više dolaze do izražaja kada se podatci prikazani na slici 5. stave u kontekst stopa promjene BDP-a u ovoj krizi (slika 6). Iako bismo očekivali da zemlje koje su bile jače pogođene šokovima tokova kapitala imaju lošije gospodarske rezultate, rasap podataka na grafikonu 6 ne otkriva nikakvu vezu između šoka tokova kapitala i promjene BDP-a u razdoblju krize. Estonija, iako u zoni najjačeg šoka, već je postigla BDP pretkrizne razine. U skupini zemalja umjerenog šoka sve zemlje bilježe značajan pad (s Hrvatskom kao neslavnom predvodnicom padajućih ekonomija), a u skupini zemalja slabog šoka vidimo i najuspješniju Poljsku, ali i uz Hrvatsku najneuspješniju Sloveniju.

Slika 5. Ukupni šok neto priljeva kapitala u % BDP-a naspram šoka neto priljeva kapitala kroz bankarske sustave u % BDP-a



Slika 6. Kumulativna stopa promjene realnog BDP-a 2012./2008. u % naspram snage ukupnog šoka međunarodnih tokova kapitala u % BDP-a

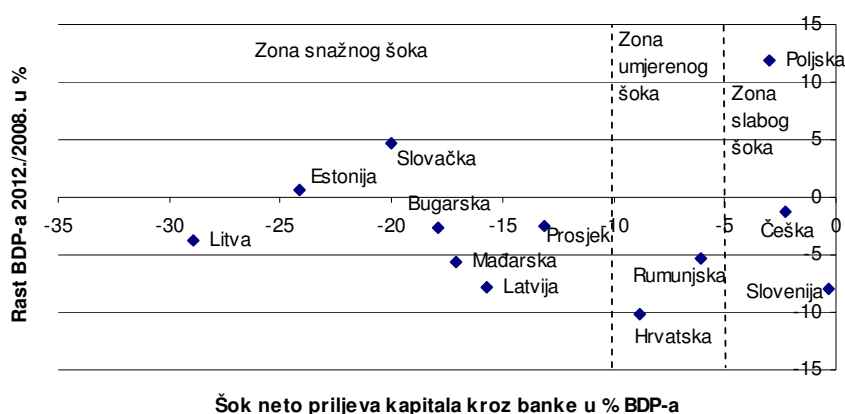


\* Uključena očekivanja Eurostata za 2012.

*Jednostavnom statističkom analizom nije moguće utvrditi vezu između intenziteta eksternog šoka i gospodarskih rezultata zemalja CESEE, mjenjenih kumulativnom promjenom BDP-a.*

Rasap podataka još je i veći ako se kao indikator snage šoka uzme zaokret neto priljeva kapitala kroz banke:

Slika 7. Kumulativna stopa promjene realnog BDP-a 2012./2008. u % naspram snage šoka međunarodnih tokova kapitala kroz banke u % BDP-a



*U Hrvatskoj je ukupni eksterni šok bio umjeren, kao i šok kroz banke.*

Prema tome, zemlje CESEE u ovoj su krizi doživjele snažan šok zaustavljanja neto priljeva kapitala, u čemu su najveću ulogu imale međunarodne banke čije banke kćeri dominiraju tržištima kredita u zemljama CESEE. Ukupni je šok bio najslabiji u Poljskoj, Češkoj i Sloveniji, a najjači na Baltiku i u Bugarskoj. Sličan je poredak zemalja i kada se promatra samo šok kroz banke, iako se u tom slučaju i Mađarska i Slovačka priključuju skupini zemalja koje su imale snažan šok. Posebno jak šok kroz banke u Mađarskoj može se tumačiti posebnim poreznim i drugim mjerama koje su destimulirale financijsko posredovanje. U Hrvatskoj je šok u svakom pogledu bio prosječna, umjerena intenziteta, u usporedbi s drugim zemljama. Štoviše, u Hrvatskoj šok kroz banke nije bio tako izražen kao u većini drugih zemalja: neto priljev prije krize bio je slabiji od prosjeka, ali se u toku krize zadržao na nešto višoj razini od prosjeka.

Kada se zaustavljanje neto priljeva kapitala u regiji stavi u širi globalni okvir, može se uočiti nekoliko karakteristika. Prvo, negativni je neto priljev kapitala banaka u zemljama CESEE prvi put zabilježen u posljednjem kvartalu 2008. godine, nakon što je prije toga već zabilježen u zemljama u razvoju Latinske Amerike, Azije i Pacifika. Takav vremenski pomak najvjerojatnije se može protumačiti izloženošću tamošnjih tržišta korporativnim i investicijskim bankama SAD-a, gdje se kriza manifestirala prije nego u EU. Drugo, najveći je odljev kapitala zabilježen također u četvrtom kvartalu 2008. godine, ali je bio manji nego

u zemljama Azije i Pacifika te nešto veći nego u zemljama Latinske Amerike. Treće, i najvažnije za našu analizu, vidljivo je kako je neto odljev u „prvom valu krize“ najdulje trajao upravo u zemljama CESEE (do sredine 2010.), nakon čega je ponovno došlo do vrlo blagog neto priljeva kapitala. Priljev kapitala bio je znatno niži nego u ostalim zemljama u razvoju. Od trećeg kvartala 2011. godine zemlje CESEE ponovno bilježe neto odljev kapitala, koji je i dalje prisutan.

*Objašnjenja razlika u rezultatima rasta BDP-a treba tražiti u posebnostima pojedinih zemalja, a ne u ponašanju banaka koje u njima posluju.*

Slika 8: Tokovi kapitala banaka prema zemljama u razvoju



Izvor: Avdjiev i dr. (2012)

Dakle, snaga negativnog šoka objašnjava početak krize u regiji, ali pri tome zbunjuje što nije moguće pronaći vezu između snage i trajanja šoka, i rezultata rasta u pojedinim zemljama. Sam šok je bez sumnje odigrao ulogu u pokretanju recesije kroz snažnu prilagodbu eksternih pozicija svih promatranih zemalja, no razlike u ekonomskim performansama promatranih država od 2008. do 2012. toliko su velike i neovisne od snage eksternih finansijskih šokova, da sugeriraju kako objašnjenja razlika u rezultatima rasta BDP-a treba tražiti u posebnostima pojedinih zemalja, a ne u ponašanju banaka koje u njima posluju.



### III. Ponašanje banaka

Potencijalno objašnjenje odvojenosti realnih sektora CESEE zemalja od eksternih šokova nakon početka krize moglo bi ipak ležati u složenom ponašanju samih banaka. Bankarski sustavi imaju kapitalne i likvidnosne „amortizere“ koji sprječavaju izravno i trenutačno prelijevanje eksternog šoka na strani izvora sredstava na ponudu kredita. Stoga sliku problema koji analiziramo proširujemo tako što ćemo ulogu banaka u intermedijaciji međunarodnih kapitalnih tokova promatrati kroz problem povezanosti strukture pasive s najvažnijom komponentom aktive – kreditima.

Promatranje promjena kredita važno je zbog toga što se eventualni prociklički učinak zaustavljanja međunarodnih tokova kapitala ne očituje samim razduživanjem. Negativni se efekt javlja samo ako se problemi sa strane izvora sredstava banaka preliju na stranu plasmana koji, prema pretpostavci, a kao što ćemo vidjeti i u praksi, utječu na output.

Podatci u Tablici 1. pokazuju da je negativni šok mjeren promjenom udjela inozemne pasive u ukupnoj pasivi svih banaka<sup>2</sup> djelovao u bankovnim sustavima svih 11 država. Međutim, kao i kod platno-bilančnog (ukupnog) šoka, intenzitet šoka u pasivi lokalnih banaka bio je vrlo različit: najjači u Estoniji, Slovačkoj, Bugarskoj i Litvi, a najslabiji u Hrvatskoj. Rang prema snazi utjecaja približno se poklapa s rezultatom analizu u prethodnom poglavlju. Točnije, ovi pokazatelji potvrđuju tri prijašnja nalaza:

- Negativni šok neto priljeva kapitala kroz bankarski sustav bio je posvuda prisutan, ali mu je intenzitet veoma različit od zemlje do zemlje.
- Šok je u Hrvatskoj bio puno slabiji od prosjeka. Štoviše, prema ovim je pokazateljima bio najslabiji među promatranim zemljama.
- Između snage eksternoga šoka i kretanja BDP-a ne postoji vidljiva povezanost (koeficijent korelacije iznosi -0,257 i na

*Analiza podataka iz bilanci bankovnog sustava zemalja CESEE potvrđuje prijašnje zaključke. Šok je u Hrvatskoj bio ispodprosječne snage; štoviše, prema podacima iz bilanci banaka, bio je najslabiji među promatranim zemljama.*

---

2 Korelacija različitih pokazatelja važnosti inozemne pasive iznosi visokih 0,65-0,9, što znači da oni sadrže istu informaciju (Tablica 2 niže tekstu). Grafički prikazi svih podataka nalaze se u dodatku na kraju rada.

ovako malom broju opažanja ne može se smatrati statistički značajnim)<sup>3</sup>

Tablica 1. Promjene plasmana, odnosa prema depozitima, inozemne pasive, udjela FDI i BDP-a 2012./2008.\* u %

	ΔPlasmani u %		Δ(Inozemna pasiva/UKupna pasiva) u %	Δ(Inozemna pasiva/Kredit) u %	Δ(Inozemna pasiva/BDP) u %	Δ(Omjer kredita i depozita) u %	ΔBDP u %
	Poduzećima	Stanovništvu					
Bugarska	16.04	3.44	-40.48	-37.25	-34.35	-16.18	-2.80
Hrvatska	15.44	3.20	-5.47	-10.81	1.99	-6.74	-10.00
Češka	5.61	41.05	-31.51	-32.86	-15.40	-1.01	-1.40
Estonija	-15.38	-10.41	-45.89	-44.05	-53.76	-33.37	-0.75
Mađarska	-21.18	-14.56	-30.05	-26.61	-36.71	-14.99	-5.59
Latvija	-26.73	-26.54	-13.00	0.58	-23.54	-32.52	-9.49
Litva	-24.23	-15.15	-39.53	-35.07	-40.68	-31.45	-5.19
Poljska	17.05	46.35	-15.50	-20.24	9.16	-1.61	12.32
Rumunjska	13.72	-4.66	-23.77	-10.64	-12.45	-21.61	-5.47
Slovačka	1.34	48.85	-40.67	-34.24	-51.85	-25.47	4.47
Slovenija	-9.01	18.47	-20.57	-19.67	-14.26	-5.96	-7.94

\* Sve promjene su izračunate kao kumulativne promjene od prosinca 2008. do prosinca 2012., osim za Hrvatsku (studeni 2008.-studeni 2012.); BDP, koji je izračunat kao zbir stopa promjene 2009., 2010., 2011. i 2012.

Izvori: stranice sa statistikama centralnih banaka, Eurostat za BDP

Matrica korelacija prikazanih varijabli (tablica 2) otkriva očekivano snažnu i pozitivnu vezu između rasta kredita i BDP-a. Međutim, veza je puno snažnija kod kredita stanovništvu nego kod kredita poduzećima. To je logično, s obzirom da poduzeća imaju puno veći manevarski prostor za upravljanje svojim bilancama (operacije riznica, korištenje kreditnih supstituta, izravno zaduživanje u inozemstvu i sl.) nego stanovništvo, koje se u pravilu u potpunosti oslanja na bankarski kredit. Zbog toga bankarski kredit kroz kućanstva puno izravnije utječe na (privatne) investicije i potrošnju.

3 Ako između snage šoka i rasta BDP-a ne postoji vidljiva povezanost, onda također očekujemo da nema vidljive povezanosti između snage šoka i rasta kredita. Uistinu, korelacije su, kada je riječ o rastu kredita poduzećima, prilično male (0,225)

Razlikovanje kredita poduzećima i kredita stanovništvu pokazuje se nužnim i u pogledu mjerenja učinaka razduživanja (negativnog šoka neto priljeva kapitala kroz bankovni sustav). Naime, promjena omjera inozemne pasive banaka i BDP-a (snaga šoka) korelirana je s kreditima poduzećima, ali ne i kreditima stanovništvu, što sugerira da se inozemni šok prelijeva samo na kreditni portfelj poduzeća.<sup>4</sup> Kako krediti poduzećima nisu usko povezani s razlikama u rastu BDP-a, onda ni razlike u razduživanju nemaju jaku izravnu korelaciju s promjenama BDP-a.

Prema tome, jedno od objašnjenja izostanka (dugoročne) veze između snage eksternog šoka razduživanja i promjene BDP-a u zemljama CESEE moglo bi se kriti u strukturi kreditnog portfelja: razduživanje banaka prema inozemstvu dovodi do usporena rasta ili pada kredita poduzećima, no kontrakcija te vrste kredita u dugom roku nema velik učinak na BDP; s druge strane, između promjene plasmana stanovništvu i realnog BDP-a postoji snažna pozitivna dugoročna veza, no razduživanje u inozemstvu nema jasan negativan učinak na kredite stanovništvu. Izgleda kao da su banke u stanju „braniti“ prelijevanje šoka na kreditni portfelj stanovništva, tako što eventualne negativne posljedice preusmjeravaju na kontrakciju portfelja poduzeća, koji nije tako usko koreliran s BDP-om.

Tablica 2. Koeficijenti linearne korelacije među prikazanim varijablama (u obliku stopa promjene 2012./2008.)

	Plasmani poduzećima	Plasmani stanovništvu	Udjel inozemne u ukupnoj pasivi	Omjer inozemne pasive i kredita	Omjer inozemne pasive i BDP-a	Omjer kredita i depozita (LTD)	Rast BDP-a
Plasmani poduzećima		0,590	0,225	0,040	0,552	0,611	0,382
Plasmani stanovništvu			-0,016	-0,235	0,272	0,611	0,713
Udjel inozemne u ukupnoj pasivi				0,895	0,852	0,458	-0,257
Omjer inozemne pasive i kredita					0,646	0,125	-0,395
Omjer inozemne pasive i BDP-a						0,737	0,039
Omjer kredita i depozita (LTD)							0,214
Rast BDP-a							

4 Čitatelj mora imati u vidu da je ovdje teško govoriti o uzročno-posljedičnim vezama. Korelacije nemaju za cilj služiti kao statistički „argument“, već isključivo kao ilustracija teorijske priče koja je narativna.

*Negativni šok neto priljeva kapitala kroz bankovni sustav uže je povezan s kreditima poduzećima nego s kreditima stanovništvu.*

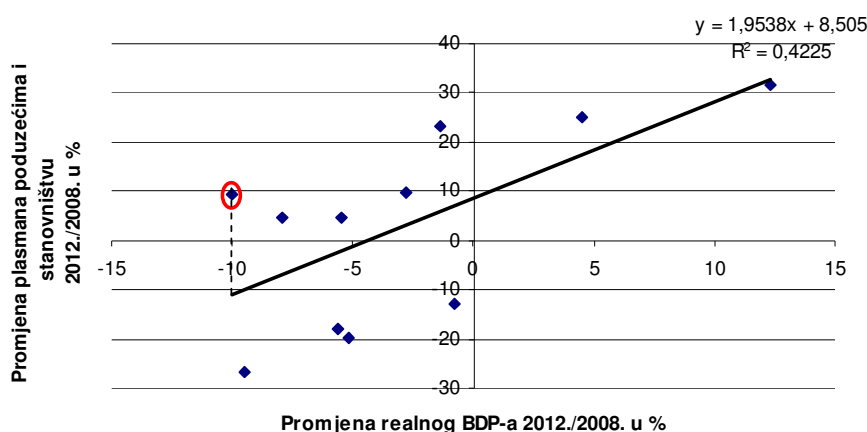
No, to nije jedini način kako banke reagiraju na vanjski šok razduživanja. Uska pozitivna korelacija između indikatora razduživanja (omjera inozemne pasive) i omjera kredita i depozita (engl. loan to deposit – LTD) znači da smanjenje omjera inozemne pasive (eksterni šok) dovodi do smanjenja LTD-a, što ne mora značiti samo kontrakciju zajmova nego i relativni rast depozita.

Zanimljivo je pri tom opaziti da je Hrvatska u krizi zabilježila atipična kretanja; riječ je o rastu kredita u kojemu je dominirao rast kredita poduzećima, dakle, onih kredita kod kojih postoji slabija veza s rastom BDP-a. Na slici 8., koja pokazuje vezu između rasta kredita i BDP-a, Hrvatska je najdalje od regresijske linije s gornje strane (označeno crvenom kružnicom), što znači da je imala rast kredita kao da se BDP 2012. vratio na razinu iz 2008. (no stvarni jaz BDP-a iznosi -10%).

Prema tome, hrvatske su banke proizvele najmanji šok razduživanja (negativan šok neto tokova kapitala kroz banke), zadržale su komparativno visok tempo kreditiranja poduzeća kroz godine krize, i sve to nije spriječilo da Hrvatska zabilježi najveći pad BDP-a u CESEE u ovoj krizi.

*Hrvatska je specifičnost što su od početka krize banke snažnije kreditirale poduzeća nego stanovništvo.*

Slika 8. Veza između rasta BDP-a i kredita (Hrvatska zaokružena crvenim)



\* prosječna stopa rasta kredita poduzećima i stanovništvu

Stoga se postavljaju dva ključna pitanja: kako to da su Hrvatske banke bile u prilici nastaviti s kreditiranjem unatoč snažnoj kontrakciji BDP-a, i kako je moguće da nastavak kreditiranja poduzeća nije proizveo pozitivan odnosno makar malo bolji učinak na BDP?

#### **IV. Banke, potražnja za kreditima i gospodarski oporavak: rasprava**

Zdravlje banaka, odnosno njihova visoka kapitalna adekvatnost, mogli bi objasniti sposobnost banaka da amortiziraju eksterne šokove i zadrže tempo kreditiranja. Istraživanje (Avdjiev i dr., 2012) je pokazalo da kapitalna adekvatnost međunarodnih banaka u drugoj fazi krize (2011.-2012.) objašnjava tempo razduživanja odnosno sposobnost održavanja priljeva međunarodnog kapitala. Ovdje nas je zanimalo može li se primijetiti isti učinak ako se promatra kapitalna adekvatnost bankovnih sustava domicilnih zemalja – primateljica tokova kapitala.

Problem je s ispitivanjem izravnih veza u tome što smanjenje plasmana (rizične izloženosti), osobito loših plasmana, vodi rastu adekvatnosti kapitala. Stoga je za očekivati pojavu negativne veze između rasta kredita i kapitalne adekvatnosti. Otud bi se moglo (dobrim dijelom pogrešno) zaključiti da veća kapitalna adekvatnost uzrokuje kontrakciju kredita, ili obratno. Problem smo pokušali riješiti tako što smo analizirali vezu između kapitalne adekvatnosti i reziduala jednadžbe na slici 8. Analiza nije pokazala povezanost kapitalne adekvatnosti lokalnih bankovnih sustava i kreditnog rasta nakon kontrole za učinak potražnje.<sup>5</sup>

Moguće je da je problem s rezultatom u tome što su kapitalna adekvatnost i kreditni rejting međunarodnih banaka dominantni čimbenici u odnosu na kapitalnu adekvatnost i kreditni rejting lokalnih banaka. Ako je tako, to bi potvrdilo Haussmanovu primjedbu spomenutu na početku rada o tome da Rusija i Brazil nemaju ništa zajedničko osim J. P. Morgana. Međutim, odnosi bi mogli biti puno složeniji.

Naime, riječ je o nejasnu rezultatu koji je tipičan za ovu vrstu analize; veoma je teško napraviti preciznu dekompoziciju čimbenika ponude i potražnje na tržištu kredita te njihovu dinamiku povezati s jedne strane s utjecajima na BDP, a s druge strane s učincima međunarodnog razduživanja. Model je sada postao kompleksan, jer smo početne probleme dekompozicije čimbenika na strani ponude (push činitelji) i potražnje (pull činitelji) međunarodnog kapitala stavili u kontekst sličnoga problema dekompozicije (tj. identifikacije) pomaka ponude i

*Veoma je teško napraviti preciznu dekompoziciju čimbenika ponude i potražnje na tržištu kredita te njihovu dinamiku povezati s jedne strane s utjecajima na BDP, a s druge strane s učincima međunarodnog razduživanja.*

---

<sup>5</sup> Rezidual jednadžbe na slici 8 aproksimira višak ponude kredita iznad potražnje za koju je procijenjeno da zavisi samo o BDP-u.

potražnje na lokalnom tržištu kredita. Pri tome su problemi povezani preko učinaka na strukturu pasive lokalnih banaka koje posreduju međunarodne tokove kapitala i preko mehanizma prijenosa na kreditnu stranu koji funkcionira kroz bankarske bilance.

Interpretacijske su pogreške u tako složenom modelu vrlo vjerojatne, pogotovo ako se neki dio kompleksnog modela promatra izolirano od ostalih dijelova. Na primjer, Čeh i dr. (2011) ocijenili su model neravnoteže na tržištu kredita u Hrvatskoj od 2000. do početka 2010. Primjenom tog modela dobiva se značajan višak potražnje za kreditima. Problem je u tome što pogrešna procjena (precjenjivanje) jaza dohotka ili elastičnosti potražnje na kamatnu stopu i premiju rizika (koja se u krizi sigurno smanjuje) može stvoriti iskrivljenu sliku o višku potražnje, dok je u biti riječ o nekvalificiranoj potražnji nesolventnih poduzeća, koju je i bolje ne zadovoljavati. U prilog tome tumačenju govori i jedno staro zapažanje iz HUB Analize br. 25 (2010), o tome da je kreditna kontrakcija u Hrvatskoj 2009. bila manja od očekivane s obzirom na intenzitet pada BDP-a, što je potvrdila i ova analiza.

Također, za potvrdu o višku potražnje trebali bismo i neke očite dokaze, kao npr. rast kamatnih stopa i/ili probleme banaka s likvidnošću. Stvarnost je obratna: nema rasta kamatnih stopa, a likvidnost je izdašna. Stoga nije isključeno da su banke, kao i spomenuti istraživači HNB-a, precijenili jaz dohotka i elastičnost potražnje na kamatne stope odnosno premije rizika, što se prevodi u tezu da su i banke precijenile sposobnost nekih poduzeća da stvaraju rast u budućnosti. Štoviše, ako je teško objašnjiv rast kreditnog portfelja poduzeća u krizi bio povezan s kreditiranjem besperspektivnih poduzeća, onda se može govoriti o potpunoj suprotnosti od inicijalne teze o nezadovoljenom višku potražnje: može se govoriti o višku ponude kredita, koji je bio pogrešno alociran nesolventnim tvrtkama, čime je usporeno njihovo restrukturiranje i/ili izlazak s tržišta. Na taj je način možda došlo do pogreške u alokaciji kapitala koja bi, makar jednim dijelom, mogla objasniti veoma loš rezultat kretanja BDP-a.

Ako bi to bilo točno, dobili bismo paradoksalan zaključak da su solidne banke, koje su otporne na krizu, iskoristile svoje rezerve kapitala i likvidnosti produživši život staroj i besperspektivnoj gospodarskoj strukturi, na sličan način kao što su u krizi godinama financirale narasli fiskalni deficit koji se zbog toga nije morao prilagođavati. Naravno, riječ je o pukoj spekulaciji koja je ovdje prezentirana u formi hipoteze, a ne zaključka. Veoma smo daleko od podataka i metoda analize kojima bismo se mogli upustiti u njeno testiranje. No, hipoteza je interesantna jer

*Za uvjerljivost teze o višku potražnje za kreditima, koji nije zadovoljen zbog međunarodnog razduživanja, nedostaju neke očite potpore, kao npr. problemi s likvidnošću i/ili rast kamatnih stopa.*

potencijalno objašnjava paradoksalan nerazmjer između kretanja BDP-a i kretanja kredita poduzećima u Hrvatskoj.

Čitatelj međutim treba imati na umu da postoje i alternativna tumačenja koja mogu objasniti iste podatke. Ova je analiza pokazala da su hrvatske banke u proteklih pet godina bile suočene s najslabijim negativnim eksternim šokom, a na usporednim je podacima pokazano da postoji korelacija između eksternoga šoka koji djeluje kroz banke i kreditnog portfelja poduzeća. Osim toga, Hrvatska je imala vrlo specifičnu epizodu s promjenama regulacije (granične obvezne pričuve), zbog čijeg je prohibitivnog regulatornog troška dio velikih kreditnih poslova s poduzećima preusmjeren na inozemne banke majke prije krize. Ne može se isključiti da se dio tih poslova vratio u lokalne bankarske bilance nakon što je posebna pričuva ukinuta u listopadu 2008. Naposljetku, ne može se isključiti da je u ovoj krizi došlo do razilaženja između realnih i financijskih trendova u svim promatranim zemljama, čime je otvoren jaz između država koje su ovisne o akumulaciji kapitala kao jedinom činitelju rasta i koje bez priljeva kapitala jednostavno ne mogu rasti, i država koje su u stanju koristiti i druge činitelje rasta – rad i ukupnu produktivnost faktora, i koje su u stanju postići ekonomski rast bez obzira na trendove na tržištu kredita. Hrvatska očigledno pripada prvoj skupini.

## **V. Zaključak**

Negativni šok priljeva kapitala, osobito kroz banke, pogodio je sve zemlje regije CESEE na početku krize potkraj 2008. i 2009. Međutim, šok je među zemljama bio veoma neravnomjerno raspoređen. Najjače je pogodio Baltičke zemlje, Bugarsku i Slovačku, a najmanje Hrvatsku.

Sam šok je bez sumnje odigrao ulogu u pokretanju recesije kroz snažnu prilagodbu eksternih pozicija svih promatranih zemalja. Međutim, razlike u ekonomskim performansama promatranih država u toku krize toliko su velike i neovisne od snage eksternih financijskih šokova, da sugeriraju kako objašnjenja razlika u rezultatima rasta BDP-a treba tražiti u posebnostima pojedinih zemalja, a ne u ponašanju banaka koje u njima posluju.

Odvojenost kretanja BDP-a (tj. razlike u kretanju BDP-a po zemljama) od razlike u snazi eksternih šokova jednim je dijelom uzrokovana nesavršenim prijenosom šokova koji udaraju na strani pasive banaka (pad omjera inozemne pasive i BDP-a) i prenose se na kreditne portfelje. Naime, u prijenosu između eksternog šoka koji se očituje na

međubankovnom tržištu i BDP-a posreduju dvije vrste prijenosa: osim prijenosa kroz bankarske bilance na kredite, tu je i krajnji prijenos promjene kredita na promjenu BDP-a.

Kada je riječ o prijenosu kroz bilance banaka na kreditnu stranu, očito je da banke koriste amortizere pomoću kojih ublažavaju izravan udar na kreditne portfelje. Supstitucija izvora u korist domaćih depozita i korištenje rezervi likvidnosti i kapitala neki su od takvih amortizera. Čini se da banke mogu pribjeći i strategiji obrane kreditnog portfelja stanovništva, koji nije fleksibilan i koji ima snažan učinak na BDP, tako što će sav ili većinu tereta prilagodbe prevaliti na kreditni portfelj poduzeća. Poduzeća su naime klijenti kod kojih sukob dužnik-vjerovnik u pravilu nosi manji reputacijski rizik, a ozbiljna poduzeća uvijek imaju na raspolaganju kreditne supstitute i druge strategije financijskog prilagođavanja kada osjete pogoršanje uvjeta ili nedostupnost bankovnih kredita. Zbog toga varijacija kredita poduzećima među zemljama objašnjava puno manji dio varijacije promjena BDP-a od varijacija kredita stanovništva.

Hrvatska se u ovoj krizi pokazala posebnim slučajem, ne samo po tome što je imala najmanji eksterni šok smanjenja udjela inozemne pasive u ukupnoj pasivi, nego i po tome što ima najveći nerazmjer između ponude kredita (poduzećima) i potražnje za kreditima (aproksimirane pomoću promjene BDP-a koja za Hrvatsku pokazuje najveći pad u regiji CESEE u ovoj krizi). Moguće je da je „razlaz“ ponude kredita poduzećima i rasta (tj. pada) BDP-a u Hrvatskoj samo ekstremni primjer „razlaza“ kreditnih i realnih tokova koji je zahvatio sve promatrane zemlje. Naime, bilježimo slučajevne zemalja koje unatoč kreditnoj kontrakciji veoma uspješno izlaze iz krize (npr. Estonija).

Druga je mogućnost da je u Hrvatskoj, umjesto viška potražnje (manjka ponude) za kreditima, zapravo postojao višak ponude kredita koji je doveo do pogrešne alokacije, tj. do kreditne podrške nesolventnim poduzećima čime je odgođeno njihovo restrukturiranje, a recesija pretvorena u depresiju zbog pogreške u alokaciji kapitala.

Treća je mogućnost da su kreditni trendovi u Hrvatskoj očuvani zbog činjenice da je eksterni šok bio relativno blag u uvjetima u kojima su banke mogle izvršiti supstituciju izvora računajući na razmjerno bogat *pool* domaćih depozita, pri čemu su određenu ulogu u generiranju pozitivnoga rasta kredita poduzećima mogle imati i specifične lokalne regulatorne izmjene (povratak kredita koji su ranije „pobjegli“ u inozemstvo pred graničnom obveznom pričuvom).



U svakom slučaju, testiranje ovih potencijalnih objašnjenja ostaje zadatak za neka buduća istraživanja i analize koja će, osim usporedne metode, koristiti i podatke kroz dulje razdoblje iz kojih bi se mogli izvući vjerodostojniji zaključci.

## Literatura:

Allen, F. et al (2011) *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*, London, Center for Economic and Policy Research (CEPR)

Avdjiev, S.; Kuti, Z.; Takats, E. (2012) „The euro area crisis and cross-border bank lending to emerging markets“, *BIS Quarterly Review*

Calvo, G. (1998) Capital Flows and Capital-Market Crises.: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics* I(1): 35-54.

Calvo, G., A. Izquierdo i L.-F. Meija (2004): „On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects“, NBER Working Paper No. 10520.

Čeh, A. M.; Dumičić, M; Krznar, I. (2011) „Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog loma“, *Istraživanja I-30*, Hrvatska narodna banka

Eichengreen, B., A. Rose i C. Wyplosz (1997) „Contagious Currency Crises.“ dostupno na: <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/pre5681.pdf>

Europska komisija (2010) „Capital flows to converging European economies – from boom to drought and beyond“, *Proceeding to the workshop held on 1 October 2010*, dostupno na: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2011/pdf/ocp75\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp75_en.pdf)

Hermann, S.; Mihaljek, D. (2010) „The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises“, *BIS Working Papers No 315*

HNB (2012): Financijska stabilnost br. 10. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Publikacije.

HUB Analize (2010) „Profitabilnost banaka i krediti: kako su banke ublažile krizu 2008.-2010.“, dostupno na: <http://www.arhivanalitika.hr/dat/hubanalize%2025%20trigodinekrize%20lekt.pdf>

Jevčak, A.; Setzer, R.; Suardi, M. (2010) „The Determinants of Capital Flows to the New EU Member States Before and During the Financial Crisis“, *Economic Papers* 425, European Economy

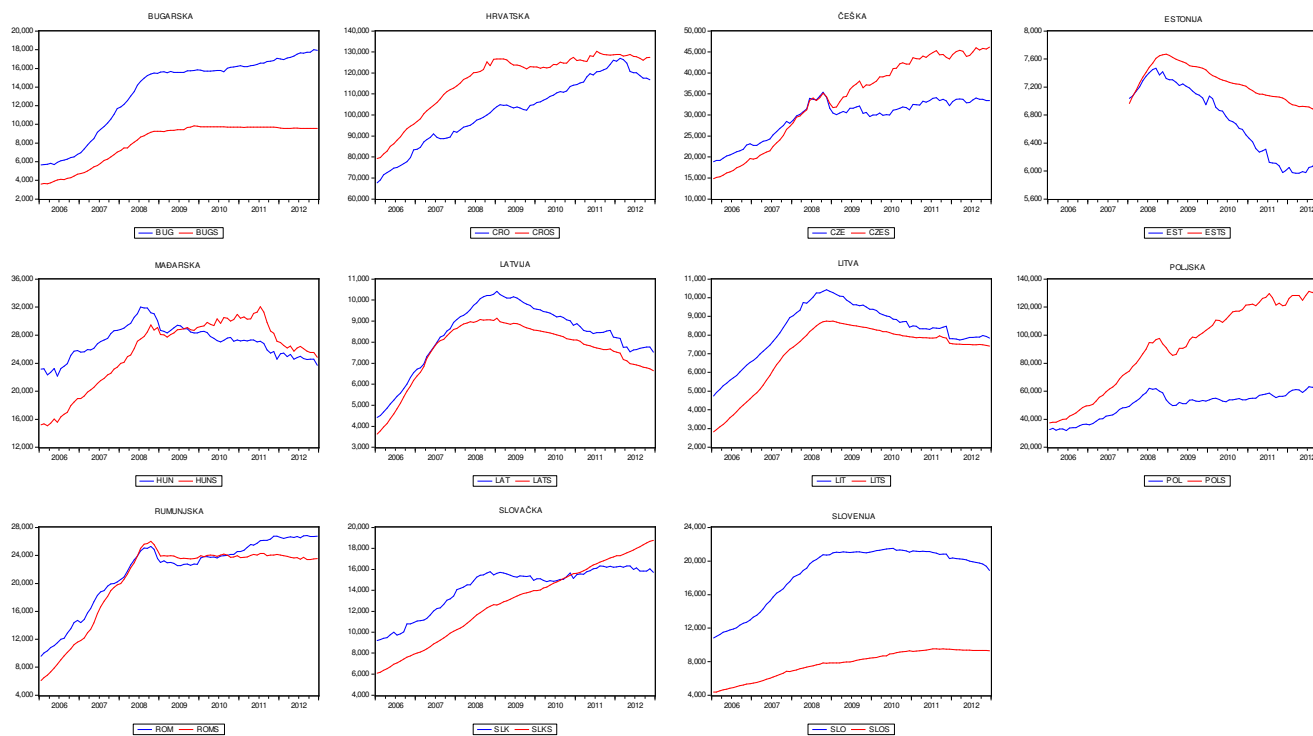
McKinnon, R. i H. Pill (1995) *Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome*. NBER Working Paper No. 8557.

Šonje, V. (2000): „Financijska kriza: beskonačna priča.“ HNB Rasprave R-1, dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/rasprave/r-001.pdf>

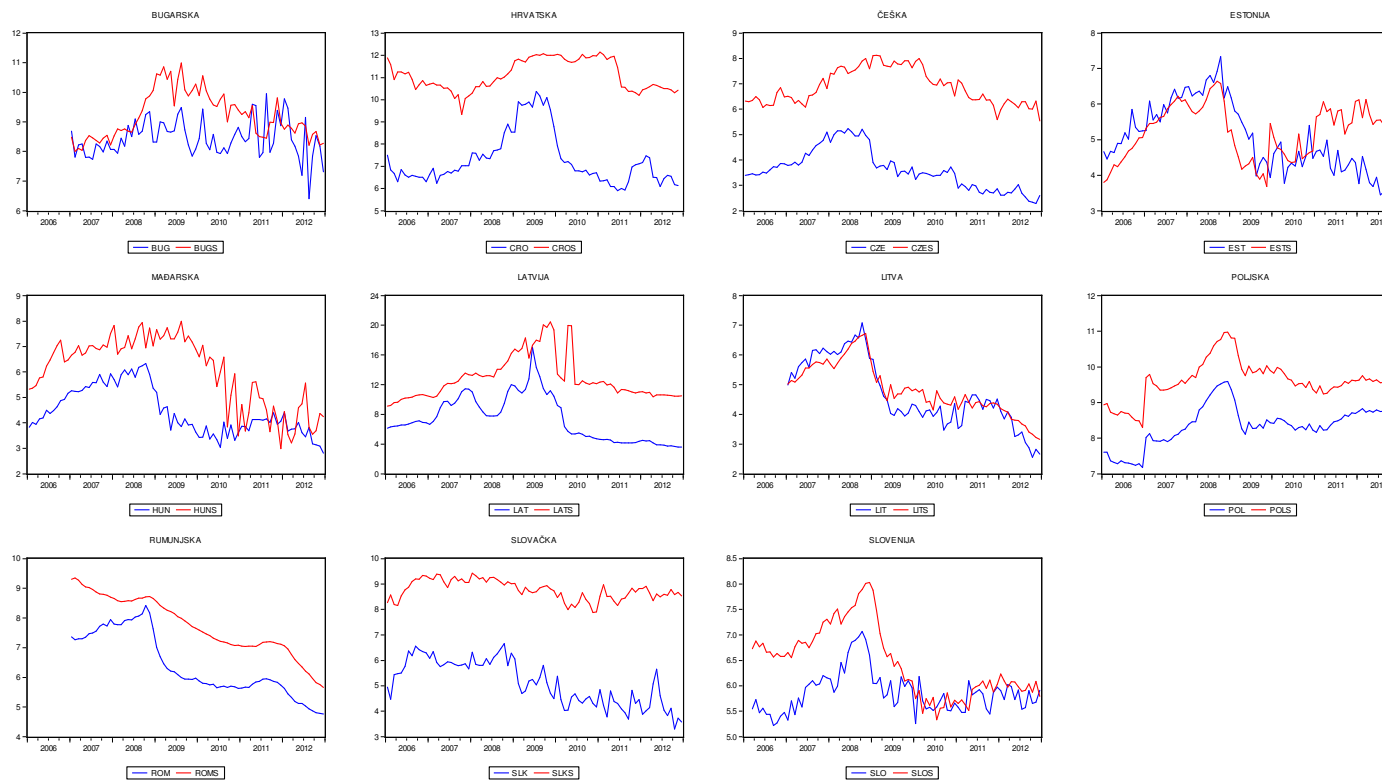
Vienna Initiative (V.I.) (2012) „CESEE Deleveraging Monitor Q1 2012“, dostupno na: <http://vienna-initiative.com/wp-content/uploads/2012/08/July-2012-Deleveraging-Monitor.pdf>

Vienna Initiative (V.I.) (2013) „CESEE Deleveraging Monitor, January 24th“, dostupno na: <http://vienna-initiative.com/wp-content/uploads/2012/08/July-2012-Deleveraging-Monitor.pdf>

## Dodatak 1: Kretanje plasmana poduzećima i stanovništvu\*plavo – poduzeća; crveno-stanovništvo



**Dodatak 2: Kretanje kamatnih stopa na kredite poduzećima i stanovništvu\*plavo – poduzeća; crveno-stanovništvo**



### Dodatak 3: Kretanje udjela inozemne pasive u ukupnoj pasivi banaka

