

VANJSKI DUG:

Gdje prestaje oprez i počinje strah

Sažetak

Omjer vanjskoga duga i BDP-a strukturni je pokazatelj koji se nalazi pod utjecajem dostignute razine gospodarskog razvoja (veći razvoj znači veći omjer), veličine zemlje (manja i otvorenija gospodarstva imaju veći omjer zaduženosti) i članstva u monetarnoj uniji (članstvo može biti povezano s većom zaduženošću). Kada se uspoređuje sa *sličnim* državama, omjer u Hrvatskoj nije previsok i stabilizira se, dok u drugim zemljama nove Europe uglavnom raste. Isti zaključak vrijedi za udjel banaka u vanjskom dugu. Što je veća razina gospodarskoga razvitka, to je udjel banaka u vanjskom dugu veći. Ova pravilnost govori o produktivnoj ulozi banaka u smislu vještina upravljanja rizicima i pribavljanja kapitala kojima se osigurava stabilnost i rast cjelokupnoga gospodarstva. Udjel banaka u ukupnome vanjskom dugu Hrvatske nije velik u usporedbi sa sličnim zemljama. Taj udjel se ove godine dodatno smanjuje izravnim zaduživanjem poduzeća u inozemstvu umjesto kod banaka u Hrvatskoj (radi limitiranja plasmana u zemlji).

Kratkoročni indikatori financijske ranjivosti ne ukazuju na to da je Hrvatska neposredno ugrožena zbog globalnih financijskih kolebanja. Njen deficit na tekućem računu bilance plaćanja i fiskalni deficit ne odskaču u usporedbi s drugim zemljama koje bilježe još i veće deficite. Jer deficiti i rast inozemnih obveza neizbježni su pratitelji procesa realne konvergencije u uvjetima brze financijske integracije. Iako razmjeri financijskih poteškoća na globalnom tržištu nisu veliki i zasad se ne očekuje da bi mogli bitno usporiti rast u Europi, oprez nije naodmet. Fiskalni suficit i nastavak strukturnih i institucionalnih reformi radi povećanja konkurentnosti jedine su učinkovite mjere opreza u takvim uvjetima.

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

Uvod

Već četiri godine u Hrvatskoj se žustro raspravlja o navodno prevelikoj zaduženosti prema inozemstvu. U javnim se raspravama traže „krivci“ i licitira se s predstojećim izbijanjem financijske krize. Pred kraj je listopada gotovo u svim dnevnim listovima osvanula „vijest“ o tome da Međunarodni monetarni fond predviđa financijsku krizu u zemljama nove Europe. Iz novinskih se tekstova moglo razaznati da je riječ o dokumentu koji posebno apostrofira Hrvatsku zbog visine vanjskoga duga.¹ Nakon dugotrajnih javnih rasprava i različitih mjera – posebno onih monetarnih i deviznih – koje su uvedene radi suzbijanja rasta vanjskoga duga, mnogima se ova objava činila logičnom i očekivanom. Zbog toga već nekoliko tjedana svjedočimo povratku ove teme u novinske naslove zahvaljujući nastupima različitih sudionika javnog života.

Je li slika kakva je prevladala u našim medijima objektivna? U spomenutom slučaju čitatelji nisu informirani o tome da je riječ o „Radnom materijalu“ MMF-a (eng. IMF Working Papers) kakvih se svake godine objavljuje tristotinjak.² Riječ je o individualnim radovima analitičara povezanih s MMF-om (koji ne moraju biti djelatnici MMF-a) te ta publikacija ne predstavlja službene stavove MMF-a jer ju analitičari produciraju u vlastito ime. Još je važnije da su to *radni* materijali čija kvaliteta varira, zasnivaju se na više ili manje sofisticiranim analitičkim tehnikama i koji – s obzirom da su radni - nisu dovršeni. Za procjenu relevantnosti takvih materijala potrebna je razmjerno visoka razina tehničke osposobljenosti. U HUB Analizama (rubrika „Prikazi“) se nastojimo koristiti upravo tim kompetencijama kako bismo prikazali samo najbolje i najrelevantnije MMF-ove „radne materijale“. U nedostatku stručnoga „filtra“, oni koji su prenijeli ovu „vijest“ nisu mogli informirati čitatelje o tome da je u spomenutom radu primijenjen krajnje pojednostavljen model za predviđanje učinaka krize.³ U spomenutom se radu

¹ Radilo se o vrlo površnim i u osnovi pogrešnim interpretacijama radnog materijala MMF-a pod nazivom “Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern?” autora Piritte Sorsa i dr. (IMF Working Paper 07/236).

² I svi se mogu koristiti bez naknade na stranici http://www.imf.org/external/pubs/cat/wp1_sp.cfm?s_year=2007&e_year=2007&brtype=default Treba, međutim, istaknuti da je spomenuti rad zaslužio mjesto u našem tisku nakon što je prikazan u uglednom „Financial Times“-u. Međutim, prema naslova i podnaslova koji su se pojavili u to vrijeme u domaćem tisku bila je i više nego sugestivna: „...Prijeti vam slom.“ (VL, 24.10.2007.), „... zemlje jugoistočne Europe mogle bi se naći u većoj nevolji nego azijske zemlje 1998.“ (VL, 23.10.2007.), „Analitičari MMF-a upozoravaju na moguće teške posljedice zaduživanja jugoistočne Europe i prodaje banaka strancima: Hrvatskoj prijeti teška kriza“. (NL, 23.10.2007.).

³ Neki model može biti deskriptivno dobar (može dobro opisivati neku prošlu kriznu epizodu), no njegova predviđajuća vrijednost može biti jednaka nuli. Nekritičko korištenje dobrih deskriptivnih modela za predviđanje u bitno promijenjenim okolnostima gotovo uvijek dovodi do pogrešnih prognoza. Indikativno je da je istoga dana (1. listopada 2007.) na web stranici MMF-a objavljen radni materijal koji se bavi sličnom temom na sličnom uzorku zemalja i donosi bitno drukčije zaključke. O tome se radu nije govorilo u našim medijima i kasnijim raspravama (za detalje vidjeti dodatak na kraju rada).

vjerojatnost preokreta priljeva inozemnog kapitala (i učinci eventualnog preokreta na smanjenje BDP-a) objašnjavaju pomoću maloga broja varijabli: visine deficita tekućeg računa bilance plaćanja (veći deficit podrazumijeva veće rizike), snage priljeva izravnih stranih ulaganja (veći FDI podrazumijeva manje rizike) i udjela strane valute u izvorima sredstava banaka, tzv. „dolarizacije“ ili, u našem slučaju, „eurizacije“ (veća eurizacija podrazumijeva veće rizike). O ograničenu doseg spomenute analize svjedoči činjenica da je pri nedavnome službenom predstavljanju ekonomskoga izvješća MMF-a za Europu izostalo alarmantno upozorenje Hrvatskoj i zemljama u okruženju, ali uz jasnu naznaku nužnosti jače preventivne fiskalne prilagodbe (vidjeti HUB Analize, rubrika „Prikazi“).⁴

Pokušaji predviđanja kompleksnih događaja poput valutnih, financijskih ili kriza otplate vanjskoga duga na temelju pojednostavljenih modela, unaprijed su osuđeni na neuspjeh.

Pokušaji predviđanja kompleksnih događaja poput valutnih, financijskih ili kriza otplate vanjskoga duga na temelju pojednostavljenih modela, unaprijed su osuđeni na neuspjeh. Na primjer, promatranje eurizacije kao faktora rizika zasniva se na iskustvu kriza na tržištima u nastanku tijekom 90-tih godina i početkom ovoga desetljeća (Meksiko, Jugoistočna Azija, Rusija, Brazil, Argentina, Turska). Je li to iskustvo relevantno za države koje su politički integrirane ili su na čvrstom putu integracije u EU, i koje imaju bankovne sustave koji su već uključeni u europski bankovni sustav? Odgovor bi mogao glasiti „ne“. Upravo bankovna integracija i institucionalna reforma olakšavaju pristup dugoročnijim i kvalitetnijim izvorima sredstava. Olakšani pristup međunarodnim financijskim izvorima posebno dolazi do izražaja u uvjetima poremećaja na lokalnom tržištu, kada razlika između domaće i inozemne kamatne stope raste. Razlika prinosa brže će privući kapital i doprinijeti stabilizaciji u financijski integriranoj regiji.

Također, visoka eurizacija prisiljava kreatore politike na oprez u pogledu fluktuacija tečaja. Isključivanje mogućnosti velikih fluktuacija tečaja može imati stabilizacijsko djelovanje na cjelokupno gospodarstvo. Spomenuta publikacija „Regionalni ekonomski izgledi“ MMF-a ističe da su države s čvršćim tečajnim politikama proteklih mjeseci bile uspješnije u izolaciji domaćih ekonomija od negativnih učinaka prelijevanja problema s europskoga tržišta novca na lokalna tržišta. Zastupljenost deviznih izvora sredstava u financijskom odnosno bankovnom sustavu zbog toga može predstavljati prednost, a ne manu koja bi mogla povećati vjerojatnost izbijanja krize. Pitanje učinka je, zapravo, potpuno otvoreno i niti jedan ekonometrijski model ne može razriješiti tu dilemu.

Visok stupanj eurizacije može smanjiti opasnost od krize jer tjera kreatore politike na povećan oprez. Može biti povezan s većim stupnjem financijske integracije i manjim kolebanjima tečaja.

O opasnosti brzog zaključivanja na temelju maloga broja indikatora svjedoči i činjenica da se u nas rasprave o vanjskome dugu već godinama vode u svjetlu kretanja omjera ukupnoga vanjskoga duga i BDP-a. Premda je ovaj omjer povećan s oko 50% potkraj 90-tih na oko 85%, kreditni rejting Hrvatske (koji „mjeri“ vjerojatnost uredne otplate dugova) nije se smanjio. Također treba primijetiti da je javna rasprava o navodnoj „inozemnoj

⁴ www.bankamagazine.hr 14.11.2007. te www.hub.hr, HUB Analize, rubrika „Prikazi“.

prezaduženosti“ eskalirala upravo ove godine, nakon što su bitni indikatori inozemne zaduženosti Hrvatske *stabilizirani*.

Rasprava o stvarnim dimenzijama vanjske zaduženosti i njenim financijskim rizicima dijeli puno zajedničkoga s raspravama o brzini kreditnoga rasta. U HUB Analizama br. 5. pisali smo o poteškoćama s objektivnim određivanjem „praga“ iznad kojega brzina rasta ponude kredita postaje ekscesna i dovodi do nepotrebne akumulacije rizika.⁵ Na sličan bi se način moglo raspravljati i o visini fiskalnoga deficita. Zajedničko svim takvim raspravama veoma je teško određivanje pragova kritičnih vrijednosti pokazatelja koji ukazuju na problem i pojačan oprez.

Prema tome postoje dva problema: problem odabira pravih indikatora i problem odabira kritičnih pragova njihovih vrijednosti. Rasprava se u nas vodi kao da su ti problemi riješeni. Prevladava mišljenje da je omjer vanjskoga duga i BDP-a indikator koji treba promatrati i koji se mora stabilizirati ili smanjiti. Ovaj broj HUB Analiza govori o tome zašto bi nas takvo stajalište moglo dovesti u zabludu i zašto je potrebno stalno preispitivati odabir indikatora zaduženosti i tumačenje njihovih vrijednosti.

Vrlo je teško odabrati relevantne indikatore, a još je teže odabrati njihove kritične vrijednosti koje ukazuju na potrebu povećanoga opreza.

Dodatni je problem u tome što su sva tri problema (fiskalni deficit, kreditni rast, vanjska zaduženost) najuže povezana, a u stručnim se radovima i javnim raspravama najčešće promatraju odvojeno. Njihovo je odvojeno promatranje praćeno fokusom na mali broj parcijalnih pokazatelja s ishodom o kojem ovdje govorimo: prognoze nisu moguće, percepcija problema ostaje parcijalna i kolebljiva, a javnost, pa i struka, ostaju zbunjeni. Većina službenih i neslužbenih osvrta u takvim se uvjetima svodi na apstraktna „upozorenja na problem“ bez čvrstih naznaka o njegovim stvarnim dimenzijama, vjerojatnostima njegove eskalacije i mogućim rješenjima. U takvim uvjetima kronično nedostaje „velika slika“ koja bi omogućila objektivnije sagledavanje problema.

Bez takve „velike slike“ razuman oprez može prerasti u bezrazložan strah. Bezrazložan strah može postati jednako štetan u gospodarskom smislu kao i neoprezno srljanje bez pogleda unaprijed. Nepotrebne restrikcije, regulacijske distorzije, ciljanje pogrešnih pokazatelja i širenje pretjeranog pesimizma mogu imati (negativne) učinke na gospodarstvo jednako kao i pospremanje problema „pod tepih“. Zbog toga je svaki zaključak i svaku mjeru potrebno stalno preispitivati ne bismo li osigurali ravnotežu razborita opreza i izbjegli zamku nepotrebna straha.

„Velika slika“ koja bi trebala prikazati problem u njegovim realnim dimenzijama, podrazumijeva usporedno promatranje većega broja indikatora, njihove međunarodne usporedbe s drugim državama koje su *relevantne* za usporedbu te praćenje i tumačenje promjena tih indikatora u dužim

⁵ <http://www.hub.hr/default.asp?ru=150&gl=200710010000001&sid=&jezik=1>

razdobljima. Tumačenja vrijednosti indikatora u okviru „velike slike“ ne smiju se davati (samo) na tehnički način – pomoću rigidnih kvantitativnih modela. Potrebno je prikazivati i simulirati moguće scenarije odnosno mehanizme putem kojih bi veća (apsolutna ili relativna) vrijednost nekog pokazatelja vanjske zaduženosti mogla uzrokovati veću vjerojatnost izbijanja krize i/ili izazvati njene teže posljedice u vidu smanjenja rasta i zaposlenosti.

Ovaj broj HUB Analiza predstavlja pozivnicu za izgradnju takve „velike slike“ ne pretendirajući pritom da je takvu sliku u stanju pružiti. Velika se slika može izgraditi jedino stručnim dijalogom. Čitatelj će se možda u ovom trenutku začuditi zbog slanja takve pozivnice jer će pretpostaviti da iza upozorenja različitih stručnjaka i autoriteta stoje sofisticirane i višegodišnje analize. Međutim, usprkos sada već kroničnoj važnosti problema vanjske zaduženosti – koji se replicira u svim medijskim oblicima – domaća je znanstvena i stručna ekonomska literatura prilično siromašna kada je u posljednje vrijeme riječ o dubljem promišljanju ove teme.

Pregled tema koje autori obrađuju u vodećim domaćim stručnim i znanstvenim časopisima (npr. *Ekonomski pregled*, *Financijska teorija i praksa*) otkriva deficit kvalitetnih obrada tema vezanih uz probleme vanjskoga duga i financijskih kriza. Dodatnim pregledom relevantnih izvora na internetu (npr. Occasional Papers Instituta za javne financije, radnih materijala Ekonomskog instituta – Zagreb te istraživanja i pregleda HNB-a) može se također utvrditi neobična odsutnost relevantnih domaćih istraživanja i analiza nakon 2004. (kada je aktualizirana ova tema). Je li to znak da analitičari i istraživači u Hrvatskoj ne vrednuju ovaj problem tako visoko kao što to sugeriraju medijska izvješća? Je li to prešutni pristanak uz činjenicu da se o ovoj temi raspravlja u kratkim crticama u medijima? Ili je to znak da nitko nije spreman investirati novac i vrijeme u analizu problema koji je poznat po tome da je iznimno težak za istraživanje, dok su rezultati, u smislu prognostičke kvalitete, najčešće vrlo dvojbeni?

U Hrvatskoj je premalo analiza vanjske zaduženosti pa je potrebno pokrenuti istraživanja i analize te stručni dijalog o njima.

Dio odgovora mogao bi ležati u činjenici da jedan dio analitičara smatra da problem „prezaduženosti“ nije rješiv iz unutarnje perspektive nacionalne ekonomije. To je pitanje čiji odgovor navodno u konačnici zavisi o tome kako nas investitori vide izvana. Dokle god je „spread“ na državne obveznice (u usporedbi s drugim sličnim zemljama) razmjerno nizak, to je znak vjerodostojnosti i dobroga puta nacionalne ekonomije i politike koja ju vodi.

I ovo bi mogao biti još jedan previše pojednostavljen odgovor na jedno teško pitanje. Nemogućnost pronalaska jednostavnih odgovora pokazuje da će ovaj rad ispuniti svoj cilj ako potakne na daljnje analize i istraživanja te ako pokaže zašto je problematika o kojoj govorimo toliko složena.

Prvo poglavlje pokazuje međunarodnu usporedbu razine vanjske zaduženosti pomoću standardnih indikatora koji se nalaze u najširoj uporabi. S posebnom

se pozornošću obrađuje omjer vanjskoga duga i BDP-a. U drugom se poglavlju analizira dužnička sektorska struktura vanjskoga duga. U trećem se poglavlju kritizira uporaba standardnih indikatora te se prikazuju pokazatelji koji su potpunije definirani kako bi se uklonile slabosti standardnih pokazatelja. U četvrtom se poglavlju vrijednosti ovih pokazatelja tumače u kontekstu drugih relevantnih vrijednosti kao što su deficit tekućeg računa bilance plaćanja i fiskalni deficit.

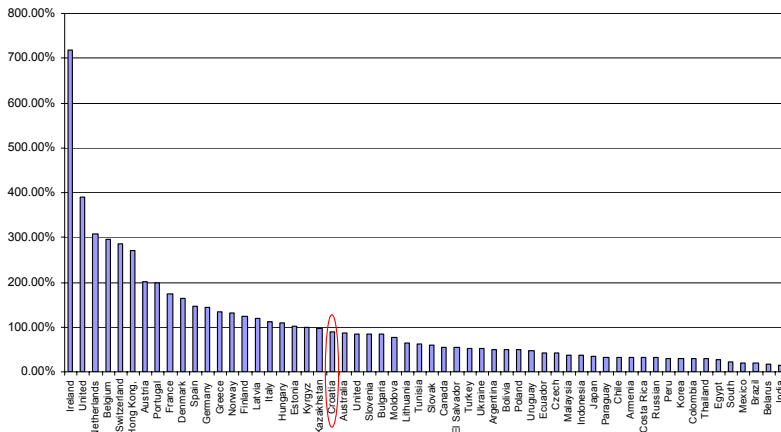
I. Pogled iz „ptičje perspektive“: standardni indikatori

Omjer vanjskoga duga i BDP-a najčešće je korišten indikator vanjske zaduženosti. Iz izjava o rastu, stabilizaciji i međunarodnim usporedbama ovoga omjera može se zaključiti da se on interpretira kao *cilj ekonomske politike*.

Omjer vanjskoga duga i BDP-a nije dobar indikator za predviđanje financijskih poteškoća, kriza ili njihova učinka na gospodarski rast i/ili dostignutu razinu gospodarskoga razvitka. On stoga ne može služiti kao dobar krajnji ili operativni cilj politike. Točno je da je većini kriznih epizoda prethodio nagli priljev kapitala i rast vanjskoga duga, no vanjski dug sam za sebe nije se nigdje pokazao kao dobar prediktor kriza. Tu je ulogu najčešće imao kratkoročni dug (Kaminsky, 1998; Manasse, Roubini i Schimmelpfening, 2003). Zemlje Južne Amerike i Jugoistočne Azije ulazile su u financijske krize uz razmjerno nizak omjer ukupnoga vanjskog duga prema BDP-u – niži i od 50%, dok su neke druge zemlje postizale razmjerno visoku razinu gospodarskoga razvitka uz puno viši omjer vanjskoga duga i BDP-a. O tome govori slika 1 koja pokazuje omjer vanjskoga duga i BDP-a za 58 razvijenih zemalja i zemalja u razvoju (prikaz obuhvaća i Hrvatsku) 2006. Slika 2 pokazuje vezu između toga omjera i razine gospodarske razvijenosti mjerene BDP-om po stanovniku prema paritetu kupovne moći. Slike pokazuju da je rast ukupnoga vanjskog duga i njegov omjera prema BDP-u prirodni (strukturni) dio razvojnoga procesa u uvjetima globalizacije.

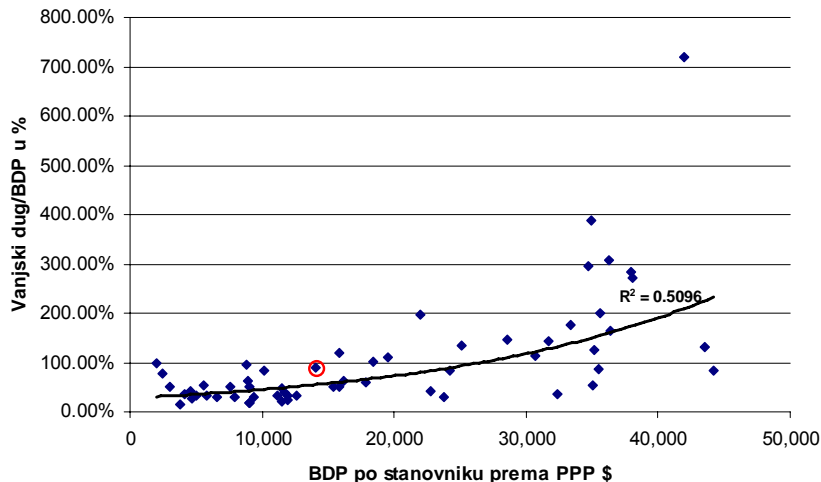
Omjer vanjskoga duga strukturni je pokazatelj koji zavisi o veličini gospodarstva i dostignutoj razini razvoja. Za procjenu mogućih financijskih poteškoća puno je važniji kratkoročni dug.

Slika 1
Omjer vanjskoga duga i BDP-a 2006. za 58 država u %



Izvor: Svjetska banka, Quarterly External Debt Statistics i World Development Indicators

Slika 2
Omjer vanjskoga duga i BDP-a i BDP po stanovniku prema paritetu kupovne moći za 58 država 2006.



Izvor: Svjetska banka, Quarterly External Debt Statistics i World Development Indicators

Najniže omjere vanjske zaduženosti susrećemo u velikim i najmanje razvijenim gospodarstvima u našem uzorku - Brazilu, Meksiku, Indoneziji, Indiji i Bjelorusiji. To sigurno nisu zemlje s najmanjim financijskim rizicima. Najveće omjere susrećemo u razvijenim ekonomijama koje su potpuno uključene u globalizacijske procese. Zaključak vrijedi gotovo bez iznimke: 15 država s najvećim omjerom vanjskoga duga i BDP-a razvijene su zemlje poput Irske, Nizozemske, Velike Britanije, Švicarske, Belgije, Austrije... Pritom treba primijetiti da je među tim zemljama i velik broj članica EMU pa se može pretpostaviti da i članstvo u monetarnoj uniji potiče

Najviše omjere vanjskoga duga i BDP-a bilježe najrazvijenije i najotvorenije države čiji su financijski sustavi potpuno integrirani s međunarodnim financijskim tržištima i institucijama.

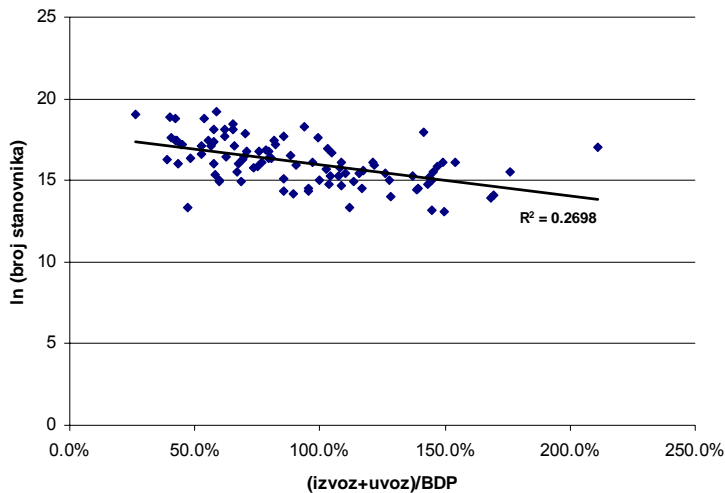
veći omjer zaduženosti (kreditori su spremniji tolerirati veću zaduženost jer nema valutnoga rizika). Među 15 zemalja s najnižim omjerom sve su zemlje u razvoju uz iznimku Južnoafričke Republike koja zbog povijesnih i zemljopisnih okolnosti predstavlja lako razumljiv izuzetak.

Kako je veći omjer zaduženosti očigledno povezan s većom razinom gospodarskoga razvitka, daljnji će se rast omjera zaduženosti vjerojatno nametnuti kao dio razvojnoga procesa u Hrvatskoj. Činjenicu da su visokozadužene razvijene zemlje ujedno i izvoznici kapitala zbog čega imaju vrijednu inozemnu aktivu, ne treba tumačiti kao ograničenje u izvodu ovoga zaključka. Činjenica je da će Hrvatska još dugo godina uvoziti kapital da bi, kada prijeđe odgovarajuću (puno veću) razinu razvoja, i ona postala izvoznik kapitala. Bez obzira na neto inozemnu poziciju, ukupni će vanjski dug vjerojatno dugoročno rasti brže od BDP-a. Naglašavanje ove činjenice ne treba tumačiti kao poziv na ignoriranje problema vanjske zaduženosti već kao naznaku da se visina prikazanog pokazatelja nikako ne smije interpretirati kao a priori negativna pojava odnosno najava gospodarskih poteškoća.

Drugi razlog zbog kojega omjer vanjskoga duga i BDP-a nije dobar indikator jest ignoriranje veličine domaćega tržišta. Slika 3 pokazuje da je omjer ekonomske otvorenosti (zbroy izvoza i uvoza roba i usluga u odnosu na BDP) veći u zemljama s manjim brojem stanovnika.

Slika 3

Broj stanovnika i gospodarska otvorenost za 96 država 2006.



Izvor: World Development Indicators

Veća ekonomska otvorenost malih država ima dvije važne posljedice koje imaju strukturni karakter. Prvo, međunarodni izvori financiranja za manju su zemlju razmjerno važniji nego za veliku zemlju, baš kao što su izvozna tržišta i uvozna dobra relativno važniji za male nego za velike zemlje. Drugo,

Manje su zemlje otvorenije u smislu oslanjanja na međunarodnu trgovinu, pa je u njima i oslonac na međunarodne financije veći; zbog toga one u prosjeku imaju veći omjer vanjskoga duga prema BDP-u.

manje će zemlje (u prosjeku) lakše podnositi relativno veći vanjski dug jer je - zbog relativno veće važnosti izvoza (odnosno njegova omjera prema BDP-u), njihov kapacitet za otplatu vanjskoga duga (kapacitet za zarađivanje deviza) relativno veći. Na uzorku 35 država iz našega uzorka za koje baza World Development Indicators sadrži indikator otvorenosti, *korelacija koeficijenta otvorenosti i omjera vanjskoga duga i BDP-a iznosi oko 77%*.

Zbog složenosti i različitosti strukturnih čimbenika koji utječu na visinu omjera vanjskoga duga i BDP-a preporuča se praćenje omjera vanjskoga duga prema izvozu roba i usluga te omjera otplate vanjskoga duga koji pokazuje godišnji iznos otplate glavnice i kamata u odnosu na ukupni izvoz. Za razliku od omjera vanjskoga duga i BDP-a, koji se nalazi pod utjecajem strukturnih varijabli, omjer prema izvozu i omjer otplate usmjereni su na mjerenje učinaka koji bi se mogli reflektirati na deviznomu tržištu.

Ti su podatci prikazani u tablici 1 zajedno s omjerom vanjskoga duga i BDP-a. Podatci potvrđuju hipotezu da veće zemlje imaju manji omjer vanjskoga duga i BDP-a (Rumunjska i Poljska). To znači da veći omjer u manjim zemljama barem jednim dijelom treba promatrati kao strukturni i dugoročni, a ne kao kratkoročni financijski fenomen koji bi trebao izazivati posebnu pozornost.

Tablica 1

Omjeri vanjskoga duga prema BDP-u i prema izvozu roba i usluga u zemljama u razvoju 2006.

| | Vanjski dug / izvoz u % | Vanjski dug / BDP u % | Omjer otplate |
|-------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|----------------------|
| Afrika | 66,7 | 26,7 | 14,5 |
| Zajednica nezavisnih država | 86,3 | 32,5 | 29,7 |
| Azijske zemlje u razvoju | 47,2 | 18,9 | 6,5 |
| Bliski istok | 42,8 | 25,3 | 5,3 |
| Zapadna hemisfera* | 97,7 | 25,5 | 27,4 |
| Središnja i Istočna Europa, u čemu: | 117,9 | 55,7 | 21,0 |
| Bugarska | 128,8 | 78,4 | 24,9 |
| Hrvatska | 171,0 | 85,4 | 29,2 |
| Češka | 48,5 | 38,8 | 6,6 |
| Estonija | 107,5 | 96,4 | 14,6 |
| Mađarska | 121,4 | 103,5 | 13,2 |
| Latvija | 200,7 | 111,3 | n/a |
| Litva | 81,8 | 60,6 | 16,3 |
| Poljska | 121,0 | 47,0 | n/a |
| Rumunjska | 106,1 | 34,3 | 19,5 |
| Slovačka | 63,8 | 55,7 | 5,2 |
| Slovenija | 120,8 | 78,5 | 18,4 |

* Približno Latinska amerika.

Izvor: World Economic Outlook, statistički dodatak B, listopad 2007.; EBRD Transition Report za omjer vanjskoga duga i izvoza te omjer otplate duga.

I na primjeru tranzicijskih zemalja potvrđuje se da veće zemlje imaju niže omjere zaduženosti. Tranzicijske zemlje nove Europe imaju veće omjere zaduženosti od drugih zemalja u razvoju.

Nadalje, podatci u gornjoj tablici pokazuju da zemlje Središnje i Istočne Europe imaju najviše pokazatelje vanjske zaduženosti u usporedbi s drugim zemljama u razvoju. Prvo objašnjenje ove pojave leži u činjenici da u Središnjoj i Istočnoj Europi ima relativno najviše zemalja s malim brojem stanovnika koje su otvorenije i razmjerno izloženije međunarodnim tokovima kapitala. Drugo objašnjenje leži u konvergenciji prema EU: niti jedno drugo područje svijeta koje se brzo razvija ne povezuje se takvom brzinom s nekim puno većim i razvijenijim područjem kao što je to slučaj u „novoj Europi“. Politička i financijska integracija, konvergencija regulacije, liberalizacija, strana ulaganja i međunarodno povezivanje poduzeća velikom brzinom smanjuju transakcijske troškove pa međunarodni tokovi kapitala poprimaju velike razmjere (vidjeti HUB Analize br. 5. te rubriku „Prikazi“ HUB Analiza gdje je prikazan rad Abiada i dr., 2007. o financijskoj integraciji u Europi).

U takvim je uvjetima gotovo nemoguće razlučiti dio vrijednosti indikatora vanjske zaduženosti koji je strukturno potaknut i koji ima stabilan, trajan karakter (i koji ne bi trebao brinuti kreatore gospodarske politike), od onoga dijela vrijednosti indikatora zaduženosti koji bi mogao predstavljati „višak“ odnosno koji bi mogao biti posljedica kratkoročnog (i neodrživog) pretjeranog optimizma u pogledu integracijskih i konvergencijskih procesa. Istraživanja koja bi pokušala odvojiti te dvije komponente zaduženosti još nisu poduzeta ni u nas, ni u inozemstvu, a pitanje je jesu li uopće moguća. Međutim, sasvim je sigurno da su usporedbe strukturnih indikatora zaduženosti s državama drukčijih veličina te drukčijeg političkog, gospodarskog i financijskog trenutka (poput država Jugoistočne Azije 1997.) - promašene. Zaključivanje pomoću jednostavnih analogija nije dopustivo u strukturno promijenjenim uvjetima. Drugim riječima, *relativno visok vanjski dug posve je normalna strukturna pojava u malim ekonomijama u uvjetima liberalizacije i integracije kakva sada prevladava u Europi te bi se iz te perspektive mogao interpretirati kao logična posljedica pozitivnih ekonomskih i političkih procesa.*

Relativno visok vanjski dug posve je normalna strukturna pojava u malim ekonomijama u uvjetima liberalizacije i integracije.

Ono što ima smisla činiti s ovim podacima jest usporediti podatke za Hrvatsku s drugim sličnim zemljama i pitati se pokazuju li podatci za Hrvatsku uznemirujuće vrijednosti kada se usporede s drugim *sličnim* zemljama?

Kada je riječ o omjeru vanjskoga duga i BDP-a, Hrvatska se pokazuje kao tipična mala europska zemlja u razvoju koja ni po čemu ne odstupa od sličnih zemalja. Bugarska i Slovenija imale su malo niži omjer vanjskoga duga i BDP-a, Estonija, Mađarska i Latvija nešto viši, a od manjih zemalja samo su Češka, Slovačka i Litva imale bitno niži omjer zaduženosti od Hrvatske 2006. Poljska i Rumunjska kao velika tržišta imaju očekivano

(strukturno) niže omjere. Dodajmo tome da je omjer u Hrvatskoj stabiliziran dok u većini drugih sličnih zemalja dalje raste.

Hrvatska ne stoji tako dobro prema druga dva omjera vanjske zaduženosti kod kojih se u nazivniku nalazi izvoz (roba i usluga). Prema tim indikatorima Hrvatska je pozicionirana bolje samo od Latvije. Uz to ipak postoji velika skupina država u kojima omjer vanjskoga duga i izvoza prelazi 120% (Bugarska, Mađarska, Poljska, Slovenija).

Relativnu visinu ovih pokazatelja u Hrvatskoj treba tumačiti dvojako. Prvo, Hrvatska izvozi relativno manje (u odnosu na BDP) od tipične male i otvorene tranzicijske zemlje koja je ušla u EU. To treba tumačiti težim pristupom hrvatskih izvoznika roba tržištu EU (u usporedbi s izvoznicima iz zemalja koje su članice EU od 2004. odnosno 2007.) i razmjerno manjim „green field“ izravnim stranim ulaganjima u izvozni sektor. Dakle, riječ je o strukturnim čimbenicima na koje nije moguće utjecati kratkoročnim mjerama monetarne ili devizne politike. Drugo, razmjerno veći dug i otplate jednim bi dijelom mogle biti posljedice regulacijske distorzije zbog koje su banke od 2003. započele s kratkoročnim zaduživanjem u inozemstvu.⁶ Zbog mogućeg „suvišnog zaduživanja“ vanjski su dug (i njegovo servisiranje) možda veći i skuplji nego što bi bili u hipotetičkim uvjetima bez jednoga dijela devizne regulacije. Zbog toga ima smisla pokušati identificirati taj dio „viška“ vanjskoga duga, ne bi li se procijenila njegova „normalna“ visina odnosno vrijednost odgovarajućih pokazatelja u hipotetičkim uvjetima bez jednoga dijela devizne regulacije.

Hrvatska, uz Latviju, bilježi visoke vrijednosti pokazatelja koji u nazivniku koriste izvoz. To je posljedica kasnijeg pristupa tržištu EU i neuspjeha u privlačenju izravnih stranih ulaganja u izvozni sektor.

U tu je svrhu potrebno krenuti korak dalje u analizi vanjskoga duga i pogledati njegovu sektorsku strukturu prema domaćim sektorima – primarnim dužnicima prema inozemstvu.

II. U potrazi za „krivcem“: sektorska struktura vanjskoga duga

Općenito se smatra da velik udjel države u inozemnom dugu nije poželjan jer ukazuje na nediscipliniranu fiskalnu politiku i (pre)važnu ulogu stranih investitora na tržištu državnih obveznica. Takva struktura tržišta može imati destabilizirajuće djelovanje u uvjetima fiskalne nediscipline. Naime, uloga stranih investitora može biti izrazito pozitivna ako je domaća fiskalna politika osjetljiva na visinu tzv. kreditnoga „spreada“, tj. na razliku prinosa na domaće i usporedive obveznice drugih razvijenijih država. Ako se rast „spreada“ tumači kao objektivno povećanje percepcije rizika, onda će kreatori domaće politike – posebno one fiskalne – voditi uredniju politiku. Manji će deficit povećati manevarski prostor za protucikličko djelovanje fiskalne politike u uvjetima eventualnog presušivanja tokova

⁶ Ne možemo isključiti da su i promjene statističkih metodologija i prirodni tržišni trendovi odigrali određenu ulogu u rastu kratkoročnog vanjskog duga banaka.

međunarodnoga kapitala. Uz uvjet osjetljivosti lokalne politike na međunarodne „spreadove“ ne treba se previše brinuti o indikatorima zaduženosti – dovoljno je pratiti „spreadove“ na državne obveznice i znati da će kreatori politike reagirati na rast razlike prinosa. Međutim, ako je karakter domaće fiskalne politike takav da njeni kreatori ne pokazuju osjetljivost na pokazatelje rizika, „spreadovi“ mogu značajno narasti i povećati troškove servisiranja javnoga i vanjskoga duga. U krajnjem slučaju, strani se investitori mogu povući s tržišta (prodati obveznice brže i u većim iznosima od domaćih državnih vjerovnika) uzrokujući krizu financiranja fiskalnoga deficita.

Podatci na slici 4 pokazuju da najveće udjele države u sektorskoj strukturi vanjskoga duga imaju Mađarska i Poljska (tradicionalno fiskalno nedisciplinirane države – vidi poglavlje 4), a najmanje Latvija i Estonija te Bugarska, Češka i Slovenija. Hrvatska je u „zlatnoj sredini“. Prikazani poredak zemalja približno odražava kumulativne učinke fiskalnih politika odnosno deficita u ovom desetljeću. Zanimljivo je da „spreadovi“ državnih obveznica prilično precizno odražavaju taj poredak. „Spread“ na desetogodišnju kunsku državnu obveznicu u trenutku pisanja rada kretao se oko 100 baznih bodova (1%). Isti je pokazatelj u Češkoj bio dvostruko manji (oko 50 bps), u Poljskoj 50% veći (oko 150 bps) a u Mađarskoj još i veći (oko 250 bps). Ovakav rang i razlike „spreadova“ među promatranim zemljama puno bolje opisuju rang i razlike u fiskalnoj disciplini nego u indikatorima vanjske zaduženosti. Otud možemo zaključiti da financijska tržišta (a to nije apstraktan pojam nego skupni naziv za ljude i institucije koji odlučuju o međunarodnim tokovima kapitala) puno veći ponder pri ocjeni rizika trenutno pridaju fiskalnoj disciplini nego vanjskoj zaduženosti. To je očito suprotno od percepcije u domaćoj javnosti u kojoj je tema o navodnoj prezaduženosti nametnuta kao daleko važnija tema od fiskalne discipline, transparentnosti i fleksibilnosti.

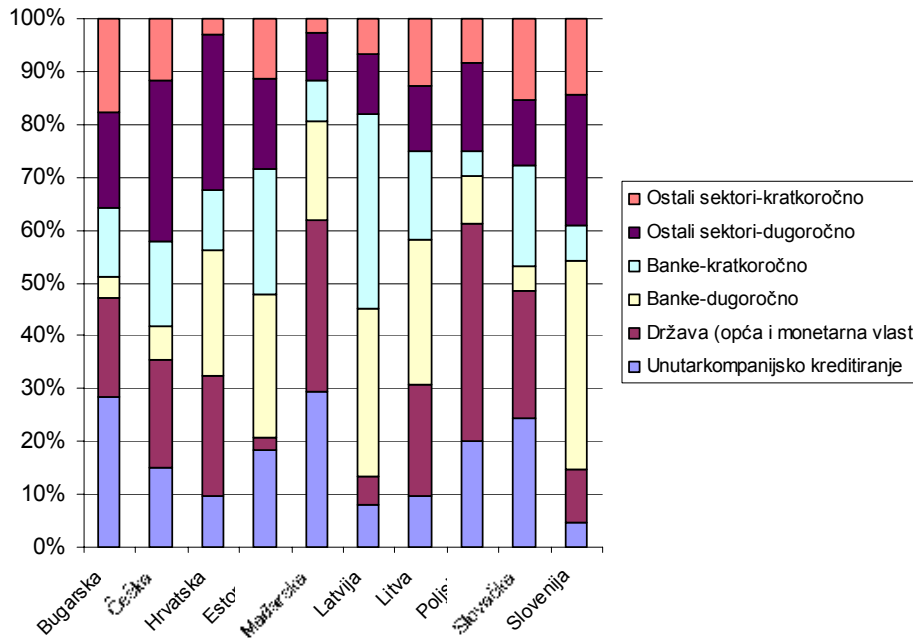
Hrvatska nema posebno visok udjel države u vanjskome dugu.

Neslaganja o ovim pitanjima postoje radi različite percepcije uzroka i posljedica. Naime, *stupanj vanjske zaduženosti predstavlja posljedicu koja se očituje zbog kumulativnih učinaka unutarnjih deficita odnosno viškova investicija nad štednjom*. S obzirom na to da su privatne investicije (koje su u pravilu veće od privatne štednje u zemljama u razvoju) glavni generator realne konvergencije odnosno bržega gospodarskog rasta, za održivost ukupne situacije veoma je važno da država dodatno ne pridonosi rastu zaduženosti povećanjem unutarnjih deficita nego da ih, po mogućnosti, korigira. Slijedom te logike, međunarodni investitori pozitivnom ocjenjuju situaciju u kojoj privatni sektor ima velika ulaganja - jer vjeruje u učinkovitost tih ulaganja odnosno njihov doprinos konvergenciji i rastu - a država pokazuje disciplinu i sposobnost da sufcitom na svojim računima kontrolira ukupnu potražnju kako ona ne bi imala nepoželjan učinak na eventualno pretjeran rast vanjske zaduženosti i/ili inflaciju. Prema tome, u

domaćim se raspravama o politikama fokusiramo na posljedice, dok međunarodni akteri više vrednuju uzroke deficita.

Slika 4

Struktura vanjskoga duga potkraj 2006. prema domaćim sektorima – dužnicima



Izvor: Svjetska banka, Quarterly External Debt Statistics

Nadalje, velik udjel unutarkompanijskog međunarodnog kreditiranja u sklopu međunarodnih korporacija smatra se poželjnom pojavom jer kredit kompanije matice iz inozemstva kompaniji kćeri u zemlji ima narav kvaziglavnice. Drugim riječima, očekuje se da će kompanija matica uvijek stajati iza kompanije kćeri, tj. da neće dopustiti stečaj ili likvidaciju u slučaju poslovnih poteškoća tvrtke - kćeri. Ako bi se stečaj ili likvidacija ipak dogodili, posljedice se ne bi prelile na širu populaciju investitora i štediša u zemlji nego bi gubitci bili koncentrirani kod vlasnika i vjerovnika kompanije na međunarodnoj razini. Slijedom te logike, smatra se da unutarkompanijski krediti između međunarodnih jedinica multinacionalnih korporacija podrazumijevaju čvršći angažman i veću odgovornost vjerovnika odnosno vlasnika te manju opasnost za financijsku stabilnost u zemlji od običnih međunarodnih kredita tvrtkama (koji su klasificirani u stavku dug ostalih sektora). Podatci pokazuju da Hrvatska, uz Sloveniju, Litvu i Latviju, ima udjel ovih kredita u ukupnom vanjskom dugu manji od 10%. „Rekorderi“ su Mađarska i Bugarska s gotovo 30% udjela unutarkompanijskih kredita, što bitno mijenja sliku koja se o tim zemljama stječe na temelju promatranja ukupnog vanjskog duga (rizici su manji nego što ukazuje ukupni pokazatelj). Razlike među zemljama posljedica su relativne važnosti izravnih stranih

Kredit poduzeća – matica „kćerima“ imaju narav kvazi-glavnice pa se taj dio vanjskoga duga ne smatra prijetnjom financijskoj stabilnosti.

ulaganja u odnosu na druge tokove kapitala pa je prikazani rezultat očekivan u svjetlu rezultata u privlačenju stranih ulaganja, posebno u Mađarskoj.

Zanimljivo je da statističke konvencije ne preslikavaju istu ekonomsku logiku na slučaj kada banka matica kreditira ili odobrava depozit banci kćeri u drugoj zemlji. Kumulativni učinci međunarodnih tokova kapitala u kojima posreduju banke klasificiraju se odvojeno od unutarkompanijskih međunarodnih kredita - u okviru bankarskoga sektora, bez obzira pribavlja li domaća banka sredstva na tržištu ili se zadužuje unutar grupacije, kod matice. Takva statistička konvencija propušta naglasiti stabilnost međunarodnih financijskih tokova u kojima posreduju međunarodne bankovne grupacije koje su putem izravnih ulaganja uspostavile trajnu prisutnost na tržištima Središnje i Istočne Europe. Dio toga razvojnog i stabilizacijskog učinka očituje se u velikoj važnosti duga banaka i njegovoj povoljnoj ročnosti u gotovo svim zemljama. *S oko 35% udjela u ukupnome vanjskom dugu 2006, hrvatske banke imaju manju ulogu u formiranju vanjskoga duga od banaka u Litvi (44,1%), Sloveniji (46,1%), Estoniji (50,8%) i Latviji (68,8%). Prema posljednjim je podacima udjel banaka u Hrvatskoj smanjen na 27%. Udjel banaka u vanjskom dugu manji od 20% susreće se samo u Bugarskoj i Poljskoj, što je i očekivano jer su to zemlje s relativno najslabije razvijenim bankovnim sustavima među promatranim zemljama. Zanimljivo je primijetiti da je udjel banaka u vanjskom dugu u Sloveniji – unatoč manjemu vlasničkom udjelu stranih banaka, veći nego u Hrvatskoj. Nakon ulaska Slovenije u EMU iznos vanjskoga duga kojeg posreduju banke i dalje brzo raste: prema bazi podataka Svjetske banke, u prvih šest mjeseci 2007. povećan je s 15,1 na 17,7 milijardi dolara (znatno više od učinka deprecijacije dolara).*

Iako se međunarodni krediti kompanija matica kompanijama kćerima klasificiraju odvojeno i ne smatraju rizičnima, ta se metodološka logika ne preslikava na isti takav međunarodni dug banaka. Udjel banaka u ukupnome vanjskom dugu u Hrvatskoj je relativno nizak i u padu.

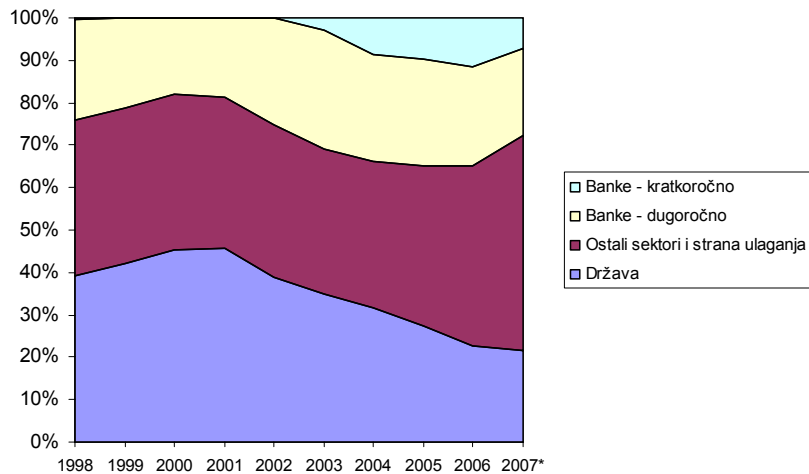
Razvojna uloga tokova međunarodnog kapitala koji se odvijaju posredstvom banaka jasno se vidi u ročnoj strukturi duga banaka. Kratkoročni dug banaka predstavlja samo 11,5% ukupnoga vanjskog duga u Hrvatskoj. To je nešto veći udjel nego u Poljskoj (4,8%), Sloveniji (6,7%) i Mađarskoj (7,7%), ali je značajno manji nego u drugim tranzicijskim zemljama (najveći je u Latviji – 37% i Estoniji – 24%).

Kratkoročni vanjski dug banaka u Hrvatskoj dostiže umjerene razine. Odgovor na regulaciju mogao bi biti jedan od uzroka dijela toga duga.

Međutim, i tako umjeren udjel kratkoročnog bankovnog duga u ukupnom vanjskom dugu u Hrvatskoj ne predstavlja trajnu pojavu. Podatci koji su prikazani na slici 5 pokazuju da je kratkoročni vanjski dug banaka pojava koja se prvi put javila tek potkraj 2003. da bi sve do 2006. važnost ove komponente vanjskoga duga rasla. Potom tijekom 2007. dolazi do smanjenja udjela kratkoročnog duga banaka u ukupnome vanjskom dugu.

Slika 5

Sektorska struktura vanjskoga duga u Hrvatskoj 1998.-2007.*



* Podatak za 2007. odnosi se na kraj kolovoza. Za sve druge godine podatak se odnosi na kraj prosinca. Vanjski dug HNB-a pribrojen je vanjskom dugu države, a vanjski dug nastao na osnovi unutarkompanijskog kreditiranja pribrojen je dugu ostalih sektora radi preglednosti prikaza.

Izvor: www.hnb.hr, statistički pregled, izračun na temelju podataka iz tablice H12.

Kako objasniti ovu pojavu? 2003. i 2004. kada se kratkoročni dug banaka prvi put javio u značajnijim iznosima, zabilježen je početak zaoštavanja monetarne i devizne regulacije u Hrvatskoj (v. HUB Analize br. 5). Banke su se tada znatnije počele koristiti kratkoročnim financiranjem u inozemstvu, uglavnom na unutarkompanijskoj osnovi, kako bi optimizirale strukturu aktive i pasive i zadovoljile nove regulacijske omjere radi neutralizacije njihova utjecaja na tekuće poslovanje. Premda nije moguće tvrditi da je cjelokupni kratkoročni vanjski dug banaka (koji ionako nije velik) induciran regulacijskom distorzijom, zasad ne možemo odbaciti hipotezu da je značajan dio toga vanjskoga duga (koji je potkraj 2006. iznosio 3,4 milijarde eura) nastao kao reakcija na regulaciju uvedenu tijekom proteklih nekoliko godina. Ilustracije radi, *da je kratkoročni vanjski dug banaka proteklih godina bio manji za 90% iznosa kratkoročnog inozemnog duga banaka, omjer vanjskoga duga i BDP-a iznosio bi manje od 80%, kao u Sloveniji, a omjer prema izvozu oko 150%.*⁷

Ove godine bilježimo smanjenje udjela banaka i povećanje udjela poduzeća u vanjskom dugu. Izravno zaduživanje poduzeća u inozemstvu umjesto kod banaka u Hrvatskoj moglo bi smanjiti zarade i povećati rizike u zemlji.

⁷ Radi se o statičkom ilustrativnom izračunu a ne o analitičkoj procjeni. Za daljnja istraživanja ostaje otvoreno pitanje bi li ukupni vanjski dug bio manji da nekih drugih dijelova monetarne i devizne regulacije nije bilo. Na primjer, mišljenje je autora da je granična obvezna pričuva 2006. i 2007. utjecala na smanjenje vanjskoga duga u kojem posreduju banke. Obvezni upis blagajničkih zapisa za kreditni rast iznad dozvoljenog limita djeluje u istom smjeru. Međutim, učinak na ukupni vanjski dug ostaje dvojben zbog učinka supstitucije kanala zaduživanja u inozemstvu.

Smanjenje udjela države u vanjskome dugu, koje je započelo još 2002., bilo je korelirano s rastom udjela banaka u vanjskom dugu do 2004. Do tada dakle možemo govoriti o tome da je smanjeno zaduživanje države samo zamijenjeno povećanim zaduživanjem banaka. Kako je fiskalni deficit u istom razdoblju bio vrlo visok, ostala je sumnja da je time doprinos države vanjskom dugu samo preusmjeren na financijski sustav. Udjel sektora poduzeća pritom se nije bitno mijenjao. Od 2004. nadalje stvari se počinju mijenjati: rast udjela sektora banaka u vanjskom dugu počinje usporavati, dok se udjel sektora poduzeća počinje povećavati. Taj je proces dosegnuo vrhunac 2007.: udjel banaka u vanjskome dugu iznenadno se smanjuje, ali samo da bi bio zamijenjen povećanim udjelom sektora poduzeća. Ta je promjena potaknuta regulacijom, odnosno de facto limitima na rast kreditiranja u zemlji zbog kojih se poduzeća okreću izravnom zaduživanju u inozemstvu. Došlo je samo do očigledne zamjene uloga dvaju srodnih kanala putem kojih se odvijaju međunarodni tokovi kapitala: umjesto neizravno putem domaćih banaka, poduzeća se izravno zadužuju u inozemstvu.

Nije jednostavno ocijeniti konačne učinke ove pojave. Ako su poduzeća, koja su se prije zaduživala kod domaćih banaka, a sada izravno u inozemstvu, rizična i predstoje im poteškoće, onda će ova distorzija imati pozitivne učinke jer će budući gubitci zaobići banke u Hrvatskoj i svaliti se na strane banke, tj. matice međunarodnih bankovnih grupacija. Ako se u inozemstvu najlakše i najviše zadužuju najbolja poduzeća, onda će ova distorzija imati negativne učinke jer će se zarade od poslova s najboljim klijentima preseliti u inozemstvo, a u domaćim će bankama kćerima doći do pogoršanja prosječne kvalitete aktive. O tome nema javnih podataka, ali može se nagađati da je na djelu druga situacija.

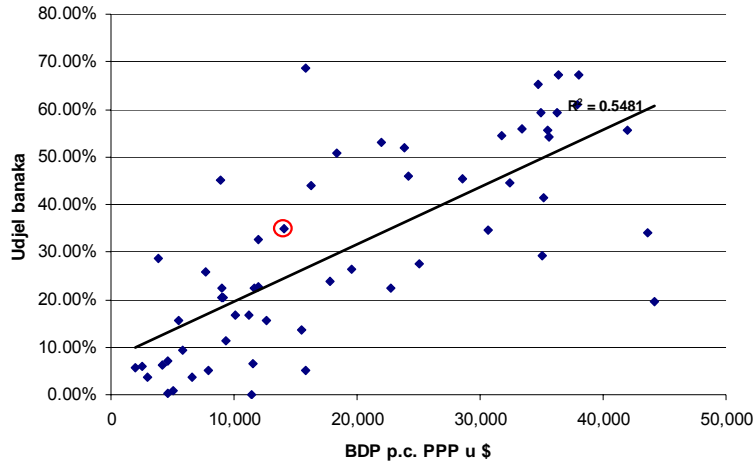
U svakom slučaju, prvi se put javlja opasnost od regulacijom potaknute bankovne disintermedijacije. Uloga se banaka u intermedijaciji međunarodnih tokova kapitala ne može prenaglasiti jer ona raste s gospodarskim razvojem. Pritom općenito rastu omjeri vanjske zaduženosti, a usporedo raste i financijska dubina – omjer bankovne aktive i BDP-a. Slika 6 pokazuje strukturnu povezanost između udjela banaka u ukupnome vanjskom dugu i razine gospodarske razvijenosti. Riječ je o razmjerno čvrstoj vezi koja pokazuje da je gospodarski razvitak u prosjeku povezan ne samo s relativno većim vanjskim dugom (slika 2), nego i s relativno većom važnošću banaka u njegovu posredovanju prema klijentima (slika 6). Postoje, naravno, iznimke poput SAD-a i Norveške koje su zbog nekoliko razloga (kao što je puno veće oslanjanje na razvoj tržišta kapitala i veličina domaćega tržišta u SAD-u te veća uloga međunarodno utrživog prirodnog rerursa – nafte u Norveškoj) uspjele dosegnuti iznimno visok razvojni stupanj bez posebno važne uloge banaka u intermedijaciji međunarodnog kapitala. Međutim, u najvećem broju slučajeva, *bez uloge banaka u posredovanju međunarodnoga kapitala nema dostizanja visoke razine ekonomskoga razvitka. To treba pripisati širenju financijskog povjerenja,*

stabilnosti i umijeću upravljanja rizicima zbog čega banke predstavljaju ključnu kariku za postizanje kvalitetne alokacije kapitala odnosno efikasnih investicija u uvjetima globalizacije. Zbog toga se financijska integracija može promatrati kao važan mehanizam za poticanje realne konvergencije (Abiad i dr., 2007).⁸

Udjel banaka u vanjskom dugu također predstavlja strukturni indikator, a ne indikator ranjivosti. Što je razina razvoja veća, to je i udjel banaka u vanjskom dugu veći. To je potvrda važne razvojne uloge banaka.

Slika 6

Razina gospodarskoga razvitka i udjel banaka u vanjskom dugu za 58 država 2006.



Izvor: Svjetska banka, Quarterly External Debt Statistics i World Development Indicators

Kvaliteta i financijska stabilnost bankovnog sustava u ovoj se perspektivi pokazuje ključnom odrednicom dugoročnoga rasta u uvjetima globalizacije. Svaka pogrešna dijagnoza uloge bankovnog sektora u razvojnim procesima mogla bi usporiti proces realne konvergencije kroz primjenu politika koje će u sustav unijeti prevelike distorzije. U Hrvatskoj je to posebno važno zbog dvaju razloga. Prvo, Hrvatska ima bankocentričan financijski sustav. Takva će situacija potrajati još najmanje jedno desetljeće unatoč ubrzanom razvitku tržišta kapitala u posljednje vrijeme. Drugo, Hrvatska zbog naslijeđa ima velik udjel devizne u ukupnoj štednji („eurizacija“). Teško je zamisliti da bi eventualni poremećaj koji bi mogao dovesti do značajnijeg povlačenja devizne štednje mogao biti potaknut makroekonomskim promjenama poput kolebanja tečaja ili kamatnih stopa. Jedino kriza u nekoj banci ili bankama može dovesti do takvoga ishoda, no vjerojatnost takvoga događaja bitno je umanjena nakon završetka procesa konsolidacije bankovnog sustava kroz njegovu međunarodnu integraciju.

⁸ Realnu konvergenciju definiramo kao približavanje realnog dohotka po stanovniku zemlje koja konvergira zemlji ili prosjeku zemalja koje predstavljaju središte šire ekonomske regije (u našem slučaju, EU).

III. „Izoštavanje“ pogleda: potpuniji kratkoročni pokazatelji ranjivosti

Najrašireniji pokazatelji vanjske zaduženosti, poput omjera vanjskoga duga i BDP-a, mjere strukturne razvojne procese, a ne vjerojatnost izbijanja financijske krize i/ili ranjivost u smislu mogućih posljedica financijske krize po gospodarstvo. Kako onda pristupiti analizi financijske ranjivosti?

Neposredna ranjivost na financijske poremećaje ovisi o kratkoročnome, a ne o ukupnome vanjskom dugu.

Analiza sektorske strukture duga ukazala je na *tri bitna pitanja financijske ranjivosti odnosno stabilnosti*:

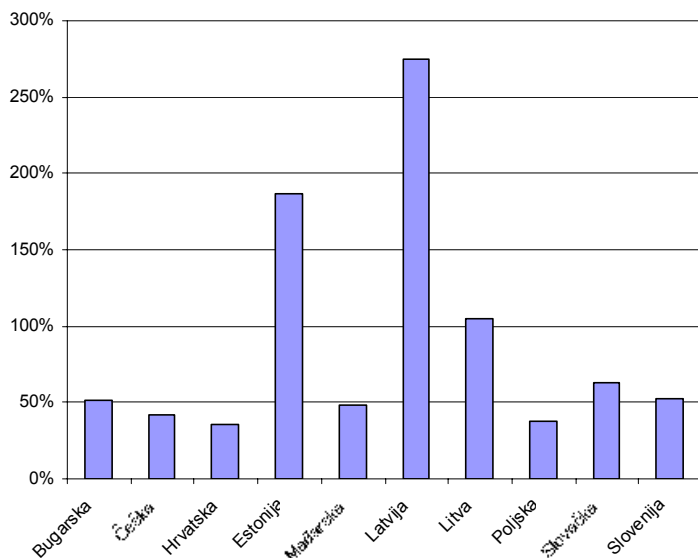
1. Kakva je ročnost vanjskoga duga odnosno kolika je neposredna opasnost izbijanja dužničke krize ako bi sav kratkoročni dug trenutno dospio na naplatu?
2. Kakva je pokrivenost kratkoročnoga duga rezervama odnosno deviznim likvidnim sredstvima?
3. Kakvo bi se ponašanje glavnih aktera koji odlučuju o međunarodnim tokovima kapitala moglo očekivati u slučaju prijetnje financijske krize?

Ova pitanja jasno upućuju na to koji bi indikatori mogli biti relevantni za procjenu izbijanja krize odnosno procjenu ranjivosti i sposobnosti zemlje da prebrodi njene posljedice. Pokazatelji koji kombiniraju ročnost duga i njegovu pokrivenost deviznim likvidnim sredstvima uzimaju u obzir stabilnost izvora financiranja i deviznih potraživanja u uvjetima eventualne krize. Takvi pokazatelji bolje reprezentiraju problem od standardnih pokazatelja vanjske zaduženosti prikazanih na početku rada. Stoga ne čudi da su u dosadašnjim istraživanjima financijskih kriza najbolju prognostičku moć pokazali indikatori koji su se zasnivali na konceptu kratkoročnoga duga.

Slika 7 pokazuje da Hrvatska prema ovome pokazatelju izgleda odlično jer kratkoročni vanjski dug predstavlja jedva trećinu ukupnoga iznosa deviznih likvidnih sredstava svih banaka (poslovnih i središnje). Pokazatelj bi bio još povoljniji da nije bilo rasta kratkoročnoga vanjskog duga banaka. I druge države (osim baltičkih) imaju vrlo povoljnu vrijednost ovoga indikatora. S izuzetkom Baltika, čitava se regija pokazuje međunarodno vrlo likvidnom i prilično otpornom na neposredne međunarodne financijske poremećaje. S druge strane, financijska je ranjivost na Baltiku razmjerno visoka.

Slika 7

Kratkoročni vanjski dug kao % deviznih likvidnih sredstava središnje banke i poslovnih banaka 2006. – pokazatelj ranjivosti



Izvor: EBRD Transition Report, vlastiti izračuni

Je li ovaj indikator stabilan i kako se kreću njegove vrijednosti u Hrvatskoj u dužem roku? Odgovor na to pitanje potražili smo pomoću najrestriktivnije moguće definicije deviznih likvidnih sredstava. Zanimljivo je da su devizna likvidna sredstva banaka, a od ukupne vrijednosti međunarodnih pričuva HNB-a oduzete su sve devizne obveze središnje banke. Tako su dobivene neto međunarodne pričuve središnje banke. Kratkoročni vanjski dug stavljen je u odnos prema neto pričuvama. Koncept neto međunarodnih pričuva izrazito je restriktivan jer pokazuje slobodna devizna sredstva koja stoje na raspolaganju središnjoj banci u najgorem mogućem kriznom scenariju.

Pokazatelj ranjivosti za Hrvatsku bilježi najnižu vrijednost u grupi sličnih zemalja.

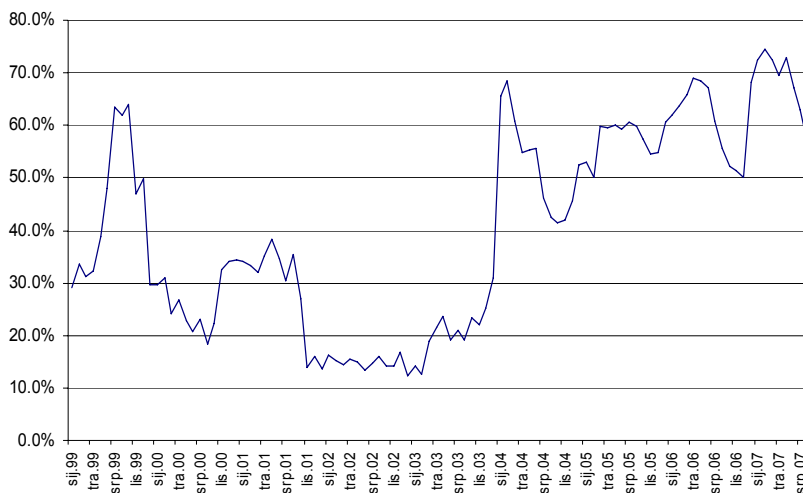
Navedimo sastavne elemente toga scenarija da bismo stekli osjećaj o kako se nevjerojatnom razvoju događaja uistinu radi: kada bi se poslovnim bankama na duži rok potpuno zatvorio svaki pristup izvorima likvidnosti na međunarodnom tržištu; kada bi one uz to potrošile sva vlastita devizna sredstva po osnovi raznih plaćanja prema inozemstvu (a ta sredstva trenutno iznose oko 40 milijardi kuna, od čega je oko 30 milijardi potpuno likvidno, i pokrivaju oko 40% ukupnih deviznih depozita!), kada bi banke dodatno povukle sva sredstva deviznih rezervi koje drže kod središnje banke (a koja trenutno iznose oko 17 milijardi kuna i zajedno sa slobodnim deviznim sredstvima banaka pokrivaju gotovo 60% iznosa svih deviznih depozita); dakle, uza sve te gotovo nevjerojatne pretpostavke središnjoj bi banci ostalo dovoljno sredstava da intervenira na tržištu radi otplate cjelokupnoga

kratkoročnog duga svih sektora hrvatskoga gospodarstva (pod pretpostavkom da niti jedan sektor ne bi mogao refinancirati svoj dospjeli dug); čak i nakon takvoga šoka ne bi se iscrpili svi devizni izvori središnje banke.

Prema tome, indikator na slici 8 treba interpretirati kao pokazatelj ranjivosti na *ekstremne* uvjete financijske krize (a ne kao vjerojatnost da će ona izbiti!). Krizni uvjeti koji leže u pretpostavci ovoga pokazatelja toliko su ekstremni da se i najpesimističniji scenariji koji se trenutno mogu zamisliti nakon poremećaja na globalnom financijskom tržištu ne mogu usporediti s njima. Vidimo da se vrijednost ovoga pokazatelja od 2004. naovamo nije bitno mijenjala te da je proteklih mjeseci taj indikator ranjivosti čak i u padu. Kritičnu vrijednost pokazatelja veoma je teško odrediti, no vrijedi spomenuti da se u slučaju puno „komotnije“ definicije pokazatelja (kratkoročni dug prema ukupnim pričuvama središnje banke) smatra da je kritična vrijednost indikatora ranjivosti iznad 100%. Zadnja vrijednost ovako restriktivno definiranog pokazatelja ranjivosti gotovo je dvaput manja, a posljednji je podatak iznosio 56%.

Slika 8

Kratkoročni vanjski dug kao % neto međunarodnih pričuva 1999.-2007.



Izvor: www.hnb.hr, statistički pregled, razne tablice i vlastiti izračuni

Važno je naglasiti da je relevantnost ovakvih pokazatelja za usporedbe ranjivosti u dugim razdobljima ograničena. Financijski se sustavi razvijaju i sazrijevaju. Razvoj financijskih tržišta stalno stvara nove instrumente i kanale putem kojih se gospodarstvo može financirati. Krize gotovo nikada ne pogađaju sve kanale odjednom, tako da se poremećaj u jednom kanalu uvijek barem jednim dijelom može nadoknaditi djelovanjem u drugom kanalu financijskog posredovanja. Kako tržišta postaju dublja, transparentnija i stabilnija, potreba za pričuvama se smanjuje. Usporedo s gospodarskim i

Rigorožno definirani indikator ranjivosti ne pruža osnovu za zabrinutost. S daljnjim jačanjem strukturne stabilnosti i širenjem financijske integracije važnost ovakvih pokazatelja dodatno će se smanjivati.

financijskim razvitkom raste omjer vanjskoga duga i BDP-a, a kako se istom razvojnom logikom smanjuje važnost pričuva, tehnički indikatori ranjivosti rastu. Međutim, usporedo se razvija kapacitet tržišnih sudionika da samostalno – kroz naraslu vrijednost kapitala i sve veću sposobnost upravljanja rizicima, apsorbiraju negativne financijske šokove. Statističkim jezikom rečeno, financijski razvitak možemo interpretirati i kao smanjenje vjerojatnosti ekstremnih kriznih scenarija do vrlo malih vrijednosti. Zbog toga se usporedo s gospodarskim razvojem razmjerno smanjuje potražnja za likvidnim pričuvama kao i važnost kratkoročnih indikatora ranjivosti.

Ako se u tom kontekstu na trenutak vratimo prikazu na slici 7, možemo postaviti pitanje ukazuje li visoka vrijednost pokazatelja ranjivosti u Estoniji i Latviji na realnu opasnost od izbijanja financijske krize? Ili te zemlje – zahvaljujući izvanredno brzom rastu BDP-a od gotovo 10% prosječno godišnje i višegodišnjoj konzistentnoj liberalizaciji, dostižu prag razvijenosti i integriranosti na kojem klasični indikatori za njih više nisu relevantni? Iako je vjerojatniji odgovor da bi ove zemlje trebale povesti više računa o vrijednostima indikatora financijske ranjivosti, poglavlje ćemo zaključiti konstatacijom da *kratkoročni pokazatelji ukazuju na vrlo nizak stupanj neposredne ranjivosti hrvatskoga gospodarstva na financijsku krizu.*

IV. „Širenje“ pogleda: novi pokazatelji i uvod u analizu promjena

Ako će vanjski dug nastaviti rasti u dugom roku zbog strukturnih čimbenika u kontekstu europske integracije i globalizacije, i ako je kratkoročna ranjivost Hrvatske na financijsku krizu relativno niska, problem inozemne zaduženosti smješta se u okvir srednjega roka. Srednji rok od jedne do tri godine dovoljno je dug da se u njemu – u slučaju lošeg razvoja događaja - indikatori ranjivosti znatno pogoršaju. U isto vrijeme, srednji je rok dovoljno kratak da se u njemu dogodi negativan šok koji bi na neko vrijeme mogao prekinuti realnu konvergenciju (brži gospodarski rast od europskoga prosjeka). Bilo bi uistinu kratkovidno ignorirati takvu mogućnost i vjerovati da je nastupio najbolji od svih mogućih svjetova u kojem neka „viša sila“ jamči neprekidnu konvergenciju realnih dohodaka prema prosjeku EU.

U tom kontekstu moramo preciznije progovoriti o tome kakva je kriza moguća ma kako bila mala vjerojatnost njena izbijanja. Kriza ima raznih. Imaju različite uzroke, različite mehanizme prijenosa i različite posljedice. Najpoznatije su valutne krize pri kojima dolazi do naglog pada vrijednosti domaće valute koji kreatori gospodarske politike ne mogu spriječiti (jer bi inače morali prodati cjelokupne devizne pričuve). Modeli prve generacije⁹ objašnjavali su valutne krize neskladom između domaće ekspanzivne fiskalne i/ili monetarne politike i fiksnoga tečaja domaće valute. Vanjski je

Potrebno je puno preciznije i racionalnije progovarati o mogućim ranjivostima, poremećajima i krizama.

⁹ Za preglede modela i rasprave o njima u domaćoj literaturi vidjeti: Babić i Žigman (2000), Šonje (2000), Ahec-Šonje (2002) te Krznar (2004).

dug u tim modelima igrao sekundarnu ulogu jer se izvorište poremećaja nalazilo u rukama (neodgovornih) kreatora ekspanzivne gospodarske politike. Modeli druge generacije uveli su očekivanja među objašnjenja. Domaća, posebno fiskalna politika, pada u drugi plan pa izbijanje valutne krize određuju očekivanja. Ona pak u konačnici zavise i o načinu vođenja najšire definirane ekonomske politike pa modele iz ove skupine nikako ne treba tumačiti kao da negiraju važnost politika. U modelima treće generacije, razvijenima nakon Azijske krize 1997./98., uloge igraju druge unutarnje slabosti kao što su: slabost (gubitci) u financijskom sustavu (npr. bankovna kriza) i fiskalni deficit koji je prikriven u eksplicitnim i implicitnim državnim jamstvima za privatni javni dug. Naglašavaju se i druge vanjske slabosti kao što su „ponašanje krda“ odnosno međusobne imitacije menadžera velikih međunarodnih financijskih portfelja koji naglo odlučuju napustiti financijsko tržište zemlje u razvoju i pritom se međusobno slijede u nedostatku boljih informacija. Kroz tumačenje kriza treće generacije ponovo se (djelomično) problematizira financijska globalizacija jer je postalo očito da se unutarnji i vanjski čimbenici financijskih rizika javljaju istovremeno. Modeli treće generacije pokazuju da međunarodna financijska tržišta ne funkcioniraju savršeno, pa ponašanja međunarodnih financijskih posrednika mogu promicati krizu.

Vanjska zaduženost prema ovim teorijama ne može odigrati ulogu *uzroka* krize. Vanjska je zaduženost posljedica. Uzrok je domaći gospodarski poremećaj (npr. preveliki fiskalni deficit ili pretjerano ekspanzivna monetarna politika) ili međunarodni poremećaj koji se prelijeva na domaće gospodarstvo (npr. nagla promjena kamatnih stopa na međunarodnom tržištu, bankovna kriza i sl.). Učinak poremećaja – ma otkud on dolazio, bit će jači ako je gospodarstvo *ranjivije*. Prema tome, vanjski dug može samo povećati *ranjivost*.

Vanjska zaduženost je posljedica, a ne uzrok ekonomskih i financijskih procesa. Utoliko ona nije dobar cilj politike. To je poput liječenja simptoma, a ne uzroka.

Znači li to da vanjski dug treba svesti na minimum kako bi se minimalizirala ranjivost? Problem nije tako jednostavan. Pokazali smo da je vanjski dug prirodni dio razvojnoga procesa u malim i otvorenim ekonomijama u uvjetima globalizacije. Štoviše postoje naznake da realna konvergencija zavisi o brzini financijske integracije s kojom se neizbježno javlja i brz porast vanjskoga duga (Abiad, 2007). U takvim se uvjetima problem svodi na pronalazak prave ravnoteže: *kako osigurati brzu financijsku integraciju i s njome povezan gospodarski rast, ali pritom u najvećoj mogućoj mjeri umanjiti financijsku ranjivost?*

Dobar nadzor banaka, financijska transparentnost i razvoj tržišta kapitala, fiskalna fleksibilnost, disciplina i transparentnost te nastavak strukturnih i institucionalnih reformi pogodovat će brzoj financijskoj integraciji i umanjiti financijsku ranjivost. Međutim, u domaćim se raspravama zanemaruju ove činjenice i sve se češće javlja jednostran pogled na problem. Želi se umanjiti ranjivost tako što se želi ukloniti deficit tekućeg računa bilance plaćanja i s

njime povezana financijska integracija odnosno priljev kapitala. To se ponekad opravdava tvrdnjama koje su, zbog upornog ponavljanja, do danas možda već postale dijelom „općeprihvaćene istine“. Primjeri takvih tvrdnji su one o tome da banke u stranom vlasništvu preferiraju financiranje projekata kojima se potiče uvoz iz njihovih domicilnih zemalja ili tvrdnje da banke financiraju potrošnju. U novije vrijeme, točnije, nakon kolovoza 2007., sve se češće može čuti tvrdnja da na europskom financijskom tržištu prevladava kriza koja bi se mogla preliti na Hrvatsku jer se najveće banke nalaze u stranom vlasništvu. Prema tom pogledu na problem, bankovna bi kriza mogla poprimiti paneuropske razmjere i preliti se na Hrvatsku putem međunarodnih banaka, a to bi moglo zaustaviti priljev kapitala i rast te dovesti pod znak pitanja cjelokupan razvojni model.

Uzroci, razmjeri i moguće posljedice financijskih poteškoća na europskom tržištu u domaćoj stručnoj i široj javnosti nisu dovoljno dobro predstavljani.

S takvim je gledanjem povezano nekoliko problema. Prvo, razmjeri trenutnih financijskih poteškoća u Europi nisu ni izbliza onakvi kakvima se ponekad prikazuju (vidjeti okvir). Drugo, kada bi poteškoće uistinu poprimile razmjere kakve im se pripisuje one ne bi pogodile samo Hrvatsku jer je duboka financijska integracija zahvatila sve zemlje nove Europe (Abiad i dr., 2007). To znači da bi se vrlo brzo stvorio pritisak za koordiniranu međunarodnu akciju radi otklanjanja posljedica takve krize. Treće i najvažnije, realna konvergencija bez financijske integracije još nije zabilježena, pogotovo ne među manjim zemljama bez izrazito vrijednih prirodnih resursa (npr. nafte), što znači da barem zasad još nije osmišljen model ubrzanoga gospodarskog rasta bez preuzimanja međunarodnih financijskih rizika. Kao dokaz ove tvrdnje u nastavku ćemo prvo prikazati konvergencijska iskustva Irske, Grčke, Španjolske i Portugala. Ona pružaju pogodan okvir za raspravu o problemu održivosti tokova kapitala u srednjem roku u zemljama nove Europe koja potom slijedi.

Poremećaj na europskom financijskom tržištu 2007.

Donekle neočekivano, u kolovozu 2007. došlo je do nagloga skoka kamatnih stopa na europskom tržištu novca. Dio europskih banaka morao je financirati razne investicijske tvrtke (eng. SIV – special investment vehicles) koje su izravno ili neizravno preuzimale izloženost prema portfeljima drugorazrednih američkih hipotekarnih kredita, pri čemu su takve kupnje financirale izdavanjem osiguranih kratkoročnih komercijalnih zapisa (eng. Asset Backed Commercial Papers – ABCP). Kada su podatci počeli pokazivati da će gubitci po takvim kreditnim portfeljima biti veći od očekivanja (što znači da su agencije za kreditni rejting inicijalno podcijenile njihove rizike) investitori su likvidirali svoja ulaganja u SIV-ove i odbili dalje financirati kupnju ABCP-a. Započelo je i povlačenje novca iz fondova za koje se sumnjalo da su izloženi riziku američkog hipotekarnog tržišta. Problem likvidnosti morale su riješiti banke. Narasla je potražnja za novcem i kamatne stope. Problem se tako pojavio u dva oblika. Prvi se oblik svodi na pitanje solventnosti: koliki će biti konačni gubitci i tko će ih snositi? Procjene govore o gubitcima reda veličine 200 milijardi EUR. Dio velikih banaka već je otpisao potraživanja u ukupnome iznosu od nekoliko desetaka milijardi eura i otišli su direktori mnogih velikih financijskih kuća poput UBS i Citibank. Očekuje se da će još nekoliko mjeseci trajati proces razotkrivanja gubitaka tijekom kojega će na tržištu vladati nervoza. Ipak, iznosi o kojima govorimo premaleni su da bi ozbiljnije uzdrnali europski financijski sustav te se očekuje da će gubitci bez većih posljedica biti amortizirani. Dosad su u Europi uzdrmane samo tri banke: marginalna njemačka banka IKB, državna regionalna banka Saske i specijalistička britanska banka Northern Rock koja je svoje hipotekarne kredite financirala izdanjima ABCP-a na tržištu novca, što je bila pomalo neobična i jedinstvena poslovna strategija. Univerzalne banke koje posluju sa stanovništvom u većem broju zemalja i koje nisu tako usko povezane s tržištem kapitala (a to su banke kakve posluju u novoj Europi i u Hrvatskoj) do sada nisu snažnije pogođene američkom hipotekarnom krizom. Drugi oblik u kojem se problem pojavio je problem likvidnosti. Opisani porast potražnje za novcem i rast kamatnih stopa prisilili su ECB na intervenciju i odgodili prije najavljeno povećanje kamatnih stopa. Akcije koje je ECB poduzela stabilizirale su tržište novca i zasad se ne očekuju trajnije posljedice. Procjene govore o tome da je pozitivni impuls gospodarskoga rasta sačuvan u Europi. Premda rizik usporavanja rasta kredita nije u potpunosti otklonjen, zasad prevladavaju očekivanja koja upućuju na to da će Europa prevladati ovaj poremećaj prije nego što preraste u krizu. Detaljniji prikaz razvitka u Europi i učinka najnovijega financijskoga poremećaja nalazi se u prikazu publikacije „Regionalni ekonomski izgledi“ za Europu MMF-a te u „vijestima iz EU“ - obje su publikacije sastavni dio internetskih stranica HUB Analiza www.hub.hr.

Još jednim pogledom na sliku 1 uvjerit ćemo se da Irska, Španjolska, Grčka i Portugal imaju neusporedivo veće omjere vanjskoga duga i BDP-a nego Hrvatska. Omjer varira od 135% u Grčkoj preko 162% u Španjolskoj, 199% u Portugalu do maksimalnih 719% u Irskoj. Udjel banaka u tome visokom vanjskom dugu također je relativno visok osim u Grčkoj gdje iznosi razmjerno niskih 27% (približno kao u Hrvatskoj). Udjel u Španjolskoj iznosi 46%, Portugalu 53% i Irskoj 56%. Prema tome, inozemno zaduživanje i više nego važna uloga banaka u posredovanju toga duga bili su dijelom konvergencijskoga procesa ovih zemalja, jednako kao što su danas dijelom konvergencijskoga procesa nove Europe, pa tako i Hrvatske.

Sličnosti tu ne prestaju. Podatci u tablici 2 pokazuju tri važna podatka za ove zemlje: fiskalni saldo opće države kao % BDP-a, deficit tekućeg računa bilance plaćanja kao % BDP-a i razinu realnog BDP-a u % od prosjeka EU 1997. i 2006.

Tablica 2

Odabrani podatci za Grčku, Irsku, Portugal i Španjolsku

| | Razina razvoja u % prosjeka EU27 | | Prosječni saldo tekućeg računa bilance plaćanja u % BDP-a 2001 - 2006 | Prosječni saldo državnoga proračuna u % BDP-a 2001 - 2006 |
|-------------------|-------------------------------------|-------|---|---|
| | 1997 | 2006 | | |
| Grčka | 85.0 | 96.9 | -6.4 | -4.3 |
| Irska | 115.4 | 142.8 | -1.7 | 1.0 |
| Portugal | 76.5 | 74.4 | -8.5 | -2.6 |
| Španjolska | 93.7 | 102.4 | -5.3 | 0.3 |

Izvor: IMF World Economic Outlook Database, Eurostat.

Vidimo da veliki deficiti tekućih računa bilance plaćanja nisu specifičnost samo tranzicijskih zemalja nove Europe. Deficiti su u Grčkoj, Portugalu i Španjolskoj također razmjerno veliki, pri čemu su u Grčkoj i Portugalu praćeni relativno velikim fiskalnim deficitima (takozvani problem dvostrukoga deficita). U Španjolskoj je fiskalnom disciplinom očigledno smanjen pritisak potražnje nastao uslijed priljeva kapitala i širenja deficita na tekućem računu, no taj fiskalni oprez nije spriječio Španjolsku da u proteklih 10 godina uspješno prijeđe prosjek razvijenosti EU 27. Grčka je također uredno napredovala, dok je Portugal „zaglavio“ u razvojnoj zamci. Njegova se razvojna distanca u odnosu na prosjek EU nije bitno promijenila tijekom čitavoga desetljeća 1997. - 2006. Premda možemo sumnjati u to da je problem dvostrukoga deficita u tome odigrao određenu ulogu, neprijeporna je činjenica da dvostruki deficit nije spriječio Grčku u njezinu razvojnom napredovanju. Razlike između Grčke i Portugala, koje bi mogle objasniti veliku razliku ishoda u pogledu gospodarskoga rasta očito se kriju iza makroekonomskih varijabli, vjerojatno u tempu i dubini strukturnih i institucionalnih reformi. Irska je bitno drukčiji slučaj; ona se nalazi na puno

Deficit na tekućem računu najčešći je pratilac procesa realne konvergencije – procesa bržega gospodarskog rasta od rasta zemlje ili regije s kojom država ima razvijene gospodarske tokove, ali se nalazi na nižem stupnju razvitka.

višem stupnju gospodarskog razvitka od druge tri zemlje. Taj je razvojni stupanj toliko visok da ona više od jednog desetljeća ne bilježi deficit na tekućem računu bilance plaćanja. Irska je, kao i većina drugih visokorazvijenih zemalja - neto izvoznik, a ne neto uvoznik kapitala.

Premda se i za zemlje „nove Europe“ može tvrditi da fiskalni suficit predstavlja koristan alat za sprječavanje pregrijavanja ekonomije tijekom konvergenzijskoga procesa u kojem dolazi do velikog priljeva kapitala, makroekonomske su varijable u ovom trenutku tako podešene da je iz njih gotovo nemoguće izvlačiti čvrste zaključke. Baltičke se države čine prvim kandidatima za krize zbog visine deficita tekućih računa i razmjerno velike zaduženosti – pogotovo kratkoročne prikazane u trećem poglavlju. Međutim, te države (uz velike razlike među njima) uspijevaju fiskalnom disciplinom, brзом integracijom, liberalizacijom i strukturnim te institucionalnim reformama održati izniman tempo konvergencije. To se posebno odnosi na Estoniju koja uz veliki deficit na tekućem računu bilance plaćanja te relativno visoku ranjivost i zaduženost bilježi osjetan fiskalni suficit i vrlo brz gospodarski rast. Financijska ranjivost baltičkih zemalja ipak je neprijeporna činjenica (kao što je pokazala analiza kratkoročnih indikatora), no čak i u slučaju pojave poremećaja, dubina realne i financijske integracije s europskim prostorom mogla bi poslužiti kao amortizer protiv trajnije stagnacije. I dobra startna fiskalna pozicija mogla bi povećati stupanj slobode u vođenju fiskalne politike u slučaju makroekonomskoga poremećaja. Slično bi se moglo zaključiti za Bugarsku koja također ima fiskalni suficit iako se u toj zemlji može donekle sumnjati u brzinu strukturnih i institucionalnih reformi i njihov učinak na gospodarstvo.

Unatoč razmjerno velikoj financijskoj ranjivosti države na Baltiku nastoje neutralizirati tu ranjivost brzim reformama, brzim rastom i fiskalnom disciplinom. Njihovo iskustvo potvrđuje da bez napora i rizika nema vrlo brzog rasta. Vrijeme će pokazati je li takav odabir razvojne strategije bio ispravan.

*Tablica 3
Odabrani podatci za države „nove Europe“*

| | Razina razvoja u % prosjeka EU27 | | Prosječni saldo tekućeg računa bilance plaćanja u % BDP-a 2001. – 2006. | Prosječni saldo državnoga proračuna u % BDP-a 2001. – 2006. |
|-----------|----------------------------------|------|---|---|
| | 1997 | 2006 | | |
| Bugarska | 26.6 | 37.1 | -9.0 | 1.4 |
| Hrvatska* | 50.0 | 57.5 | -6.1 | -5.0 |
| Češka | 73.3 | 79.3 | -4.9 | -4.9 |
| Estonija | 41.2 | 67.9 | -10.8 | 1.9 |
| Mađarska | 51.7 | 65.3 | -7.3 | -7.1 |
| Latvija | 34.7 | 55.8 | -11.4 | -1.3 |
| Litva | 38.3 | 57.7 | -6.7 | -1.1 |
| Poljska | 47.0 | 52.9 | -2.6 | -5.1 |
| Rumunjska | 26.0 | 37.6 | -7.5 | -1.9 |
| Slovačka | 52.0 | 62.7 | -6.0 | -4.3 |
| Slovenija | 76.0 | 88.8 | -1.1 | -2.4 |

* Nakon korekcije za procijenjeni učinak sive ekonomije od 15% prema Lovrinčević i dr. (2007).

Izvor: IMF World Economic Outlook Database, EBRD Transition Report, Eurostat

Nadalje, treba primijetiti da je *hrvatski deficit tekućeg računa bilance plaćanja manji nego u većini usporedivih zemalja (samo su Poljska, Češka i Slovenija zabilježile manji prosječni deficit u ovom desetljeću)*. Promotri li se taj podatak u svjetlu vrlo male kratkoročne ranjivosti Hrvatske na financijsku krizu, Hrvatska se u ovoj skupini država pozicionira kao prilično stabilno gospodarstvo kojem ne prijete neposredna kriza. Međutim, Hrvatska je proteklih godina, uz Poljsku, Češku i Mađarsku, bilježila najveće fiskalne deficite. Ujedno je uz Poljsku i Češku zabilježila najsporiju realnu konvergenciju (za 7,5 postotnih bodova; usporedbe radi, Estonija je u istom razdoblju konvergirala prema prosjeku za 26,7 postotnih bodova i uvjerljivo prestigla Hrvatsku). Skupini zemalja koje sporo konvergiraju mogli bismo dodati i Mađarsku, iako podatci na to ne ukazuju. U Mađarskoj je tek u posljednje dvije godine rast bitno usporen tako da je ta država danas najsporije rastuća ekonomija iz ove skupine jer se još uvijek bori s nevjerojatno visokim fiskalnim deficitom koji se u jednom trenutku približio granici od 10% BDP-a (!).

U tom se smislu fiskalna politika odnosno fiskalna disciplina pokazuje kao najvažniji sastojak ukupnoga spleta ekonomskih politika. Dobra fiskalna politika može umanjiti pritiske agregatne potražnje povezane s priljevom kapitala i signalizirati kvalitetu ukupne vladine politike. Također, veća restriktivnost u fazi ekspanzije poslovnoga ciklusa (anticikličnost) može otvoriti prostor za ekspanzivniju politiku ako bi došlo do prevrata u tokovima međunarodnog kapitala. Rast javne potrošnje tada bi mogao zamijeniti dio rasta ukupne potražnje ako bi došlo do privremenog presušivanja inozemnih izvora financiranja. Zemlja koja zadrži takav manevarski prostor za fiskalnu politiku ima veće šanse amortizirati negativan učinak na ukupnu potražnju i proizvodnju u slučaju smanjenja priljeva kapitala. Kreatori gospodarske politike ne bi smjeli propustiti priliku za otvaranje toga manevarskog prostora u razdoblju u kojem robustan rast (proizvodnje i fiskalnih prihoda) još uvijek omogućava nastavak fiskalne prilagodbe.

Pored fiskalne discipline dugoročan će rast zavisiti o strukturnim i institucionalnim reformama te uspješnosti u iskorištavanju prigoda koje se otvaraju pristupanjem EU, kako u pogledu privlačenja izravnih stranih ulaganja u izvozni sektor, tako i u pogledu osvajanja novih tržišta na otvorenom tržištu Unije. Tijekom toga razvojnog procesa ključno je osigurati financijski razvitak u uvjetima financijske stabilnosti. U takvim uvjetima ukazivati na vanjski dug, tempo kreditne ekspanzije i vlasništvo nad bankarskim sektorom - kao da su to primarni gospodarski problemi - znači pomiješati rang prioriteta u gospodarskoj politici (odnosno pomiješati uzroke i posljedice) i otvoriti opasnost da se izravnom političkom intervencijom u segment tržišnoga gospodarstva koji dobro funkcionira pokrenu distorzije koje će u končanici usporiti gospodarski rast.

***Fiskalna politika
odnosno fiskalna
disciplina najvažniji je
sastojak spleta
gospodarskih politika u
uvjetima naglog priljeva
kapitala. U dugome
roku samo strukturne i
institucionalne reforme
potiču rast.***

Recept za uspjeh svodi se na fiskalnu disciplinu, strukturne i institucionalne reforme usmjerene povećanju konkurentnosti i poticanje ulaganja u sektorima u kojima produktivnost može brzo rasti i koji su izravno usmjereni na međunarodnu razmjenu. Takve će politike osigurati visok i stabilan rejting, a visok će rejting jamčiti financijsku stabilnost bez obzira na visinu indikatora međunarodne zaduženosti. Drukčije bi gospodarske politike mogle ugroziti kreditni rejting. U tom bi se slučaju financijska nestabilnost mogla pojaviti bez obzira na visinu indikatora međunarodne zaduženosti.

Literatura

Abiad, A., D. Leigh i A. Mody (2007): „International Finance and Income Convergence: Europe is Different.“ IMF Working Paper 64/07.

Ahec-Šonje, A. (2002): Pokazatelji valutnih i bankarskih kriza: Hrvatska i svijet. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu, doktorska disertacija.

Babić, A. i A. Žigman (2000): „Valutne krize: pregledi teorije i iskustva 1990-tih.“ HNB Pregledi P-3.

Kaminsky, G. (1998): „Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress.“ International Finance Discussion Paper No. 629. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve.

Krznar, I. (2004): „Valutna kriza: teorija i praksa s primjenom na Hrvatsku.“ HNB Istraživanja I-13.

Maechler, A. M. (2007): „Decomposing Financial Risks and Vulnerabilities in Eastern Europe.“ IMF Working Paper 07/248.

Manasse, P., N. Roubini i A. Schimmelpfening (2003): „Predicting Sovereign Debt Crises.“ IMF Working Paper 03/221.

Međunarodni monetarni fond (2007): „Regional Economic Outlook: Europe – Strengthening Financial Systems“
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ere01107.htm>

Sorsa, P. i dr. (2007): „Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern?“ IMF Working Paper 07/236.

Šonje, V. (2000): „Financijska kriza: beskonačna priča?“ HNB Rasprave R-1.

Dodatak

Istoga dana kada je na stranicama MMF-a (www.imf.org) objavljen rad Sorse i dr. (2007) koji je naišao na snažan odjek u domaćim medijima, tamo je objavljen i rad Maechler i dr. (2007) koji u domaćoj javnosti nije zaslužio pažnju. Premda je riječ o radnome materijalu objavljenom u okviru iste institucije (MMF-a), premda je tema gotovo ista (rad Maechlerove i drugih nosi naziv „*Decomposing Financial Risks and Vulnerabilities in Eastern Europe*“) i premda je Maechlerova sudjelovala u izradi obaju radova, o radu koji ovdje prikazujemo nije bilo niti riječi. Vjerojatno zato što u njemu nema nijedne rečenice koja bi se nategnutom interpretacijom mogla prikazati kao najava nekakve krize.

Rad Maechlerove i suradnika istražuje kako različiti oblici rizika (kreditnog, tržišnog i likvidnosnog) utječu na stabilnost banaka u 18 država nove Europe. Rad polazi od dobro poznate činjenice da brz rast ponude kredita otvara opasnost pretjerane akumulacije rizika zbog čega bi posebnu pozornost trebalo posvetiti razvoju financijske regulacije i napretku u nadzoru banaka. Autori primjećuju da su indikatori financijske stabilnosti na zadovoljavajućim vrijednostima, dok tempo kreditnoga rasta sam po sebi ne bi trebao zabrinjavati. Naravno, pogoršanje indikatora financijske stabilnosti zahtijevalo bi reakciju regulatora, no to je trenutak kada započinju problemi jer klasična monetarna politika nije učinkovita u uvjetima stabilnog tečaja i otvorenog kapitalnog računa bilance plaćanja. Prema autorima, manevarski prostor za kreatore ekonomske politike u takvim uvjetima ostaje otvoren na području fiskalne politike i prudencijalne regulative. Pritom nema naznaka da bi prudencijalne mjere mogle usporiti kreditni rast, iako bi mogle ublažiti posljedice eventualne krize.

Maechler i dr. ističu važnost uloge banaka u stranom vlasništvu. One su „...*utjecale na stabilnost i učinkovitost kroz temeljitu rekonstrukciju bankovnih sustava u mnogim državama Središnje i Istočne Europe te su pomogle u obnovi povjerenja javnosti u financijske sustave tih zemalja. Međutim, nazočnost ovih banaka donijela je i nove izazove za nadzornike banaka u ovim zemljama jer oni sada moraju procjenjivati rizike koji mogu proizaći iz promjena strategije ili apetita za rizikom banaka matica...*“ (2007: 7).

U dijelu kvantitativne analize autori uzimaju u obzir šest varijabli: brzinu rasta kredita, režim i kolebanja tečaja, raširenost stranoga vlasništva u bankovnom sustavu, veličinu financijskih institucija, makroekonomsku stabilnost te kakvoću regulacijskog odnosno nadzornog institucionalnog okvira. Promatraju kako ove varijable utječu na ranjivost odnosno stabilnost banaka koju mjere kolebanjima profitabilnosti. Najvažniji rezultat koji ujedno poziva na daljnja istraživanja odnosi se na činjenicu da brzina kreditnoga rasta ne utječe na veće varijacije dobiti banaka. Ranjivost se povećava samo u slučaju ubrzanja stope rasta kredita bez obzira na „normalnu“ brzinu rasta.