

## KREDITI I GOSPODARSKI RAST:

### Od teorija do stvarnosti

#### Sažetak

Banke imaju važnu ulogu u procesu gospodarskog rasta i društvenog razvitka. Raspoloživost kredita najpoznatija je i možda najvažnija funkcija koju osiguravaju banke iako je njihova uloga važna i u obavljanju platnoga prometa, pružanju sigurnosti u štedne proizvode pa i u neizravnom poticanju socijalne kohezije (npr. osiguranje mogućnosti da se mlade obitelji stambeno osamostale).

Kvantitativna analiza pokazuje da se u Hrvatskoj očekivano ostvaruje vrlo uska pozitivna veza između promjena ponude bankarskih kredita i promjena realnog BDP-a. Međutim, redukcionizam kvantifikacija ponekad može biti kontraproduktivan. Možda je bolje i uvjerljivije reći da izravni učinci banaka na dodanu vrijednost u hrvatskom gospodarstvu iznose – kao što je pokazano u HUB Analizi br. 5. - između 4% i 5% BDP-a, dok su neizravni učinci brojni i u kvantitativnom iskazu vjerojatno puno veći od izravnih učinaka.

*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

U ekonomskoj literaturi postoji velik broj sistematiziranih nalaza o pozitivnoj vezi između financijskog razvitka i gospodarskog rasta.<sup>1</sup> Učinak razvijenih financijskih institucija i tržišta na štednju i kakvoću njene alokacije (njene transformacije u investicije) dobro je poznat. Kvalitetno upravljanje rizicima usmjerava kapital u projekte s najboljim kombinacijama očekivanih povrata i rizika. To su projekti koji osiguravaju dugoročan i stabilan gospodarski rast.

Taj opis pozitivnih učinaka financijskog razvitka na gospodarski rast prilično je općenit. Što konkretno stoji iza te pozitivne veze? U jednome od prijašnjih brojeva HUB Analiza (br. 7) promatrali smo vezu između banaka i njihove društvene uloge iz uže, mikroekonomske perspektive. Procijenili smo da *banke i s njima povezane financijske tvrtke s 1,7% udjela u ukupnoj zaposlenosti stvaraju oko 4,5% dodane vrijednosti u Hrvatskoj*. Čine to kroz isplate plaća, uplate poreza, ostvarenu dobit i druge komponente dodane vrijednosti. Međutim, to su samo izravni učinci što ih banke imaju na ekonomski rast i razvoj. Neizravni su učinci puno veći, ali i teže mjerljivi. Uključuju sve trenutne i odgođene učinke raznih aktivnosti banaka.

**Banke stvaraju više od 4% dodane vrijednosti u Hrvatskoj, no to je samo izravni doprinos. Neizravni su doprinosi još i važniji, a među njima najvažniji je onaj koji se očituje povezanošću ponude kredita i BDP-a.**

Postavlja se pitanje kako na primjer procijeniti sljedeće doprinose banaka:

- kako procijeniti doprinos usluga platnoga prometa što ih banke pružaju poduzećima i stanovništvu (drugim riječima, koliko bi BDP bio manji da se platni promet ne obavlja na način kako ga danas banke obavljaju);
- kako procijeniti doprinos usluga štednih proizvoda (depozita, otvorenih fondova) što ih banke i s njima povezane financijske tvrtke pružaju poduzećima, stanovništvu i državi;
- kako procijeniti doprinos društvenoj stabilnosti i povjerenju što ih banke i s njima povezane financijske tvrtke pružaju društvu u cjelini;
- kako procijeniti doprinos kreditiranja gospodarskom rastu u raznim sektorima;
- kako procijeniti doprinos kreditiranja individualnom i socijalnom sazrijevanju, koheziji i stabilnosti, kao na primjer u slučaju kada mlada obitelj rano dolazi u prigodu osamostaliti se kupnjom vlastitoga stana?

Spomenute poteškoće s procjenama neizravnih doprinosa jednake su kada se pokušavaju procjenjivati mogući negativni doprinosi. Pogreške pri obavljanju poslova platnoga prometa, širenje nepovjerenja u štedne proizvode, obustave kreditiranja pojedinih sektora ili skupina klijenata neizostavni su dio povijesti bankarstva. U takvim slučajevima govorimo o

<sup>1</sup> Vidjeti npr. pregled u: Šonje, V. (2005): Veza koja nedostaje. Zagreb: Arhivanalitika.

kreditnim kontrakcijama i krizama koje mogu imati velike negativne posljedice – kako izravne, tako i neizravne – na gospodarstvo i društvo u cjelini.

Prema tome, moramo se pomiriti s time da okvirno točne procjene neizravnih učinaka banaka na gospodarstvo i društvo u cjelini *nisu moguće*. Moguće su samo „educirane spekulacije“ ili „pogađanja“. Njima možemo razviti „osjećaj“ za razmjere važnosti banaka i njihovih doprinosa društvenom razvitku. Unatoč nepreciznosti, i takve su educirane spekulacije važne i mogu nas približno informirati o problemu o kojem govorimo.

Procjene kojima se ovdje bavimo iznimno su važne baš sada jer smo svjedoci rastuće sumnje u sposobnost razvojnoga modela potaknuta europskim integracijskim procesima da osigura stabilan gospodarski i društveni razvoj. To se pitanje postavlja u kontekstu sumnji u sposobnost globalnoga financijskog sustava da podrži globalni gospodarski rast. Spomenute su dileme potencirane krizom drugorazrednih hipotekarnih zajmova u SAD-u i prelijevanjem tih problema na europska financijska tržišta. Upravo epizoda s drugorazrednim hipotekarnim kreditima u SAD-u potvrđuje da bankovni sustav povremeno griješi, posebno nakon razdoblja obilježenih niskim kamatnim stopama kada se stvara iluzija trajne likvidnosti.

Riječ je o tome da banke i drugi posrednici preuzimajući rizike (koji se mogu mjeriti i predviđati) često ulaze u zonu neizvjesnosti u kojoj ne mogu u trenutku odobrenja kredita<sup>2</sup> racionalno mjeriti i predviđati moguće gubitke. Prema tome, pri odobravanju kredita povrh rizika (kojeg možemo mjeriti) postoji i inherentna neizvjesnost. Ona poziva na oprez, privlači pozornost kreatora politike i zbog nje banke moraju držati značajne iznose vlastitog kapitala koji nikada ne može biti dovoljno velik da potpuno izolira banku od negativnih učinaka neizvjesnosti. Ako se zanemari neizvjesnost, pretjerano izlaganje rizicima (kreditiranje) i neadekvatna politika održavanja kapitala mogu proizvesti financijske poteškoće, a one se u konačnici mogu preliti na realni sektor u vidu sporijega rasta ili pada proizvodnje i zaposlenosti.

Spomenuta je razlika između rizika (mjerljivoga) i neizvjesnosti (nepredvidivoga) aktualna jer je razvojni model potaknut integracijskim procesima doveo do kreditnoga rasta odnosno rasta zaduženosti svih sektora nacionalnog gospodarstva. Mnogi su društveni sudionici pa i regulatori taj tempo zaduživanja označili nepoželjnim iako je proces ubrzanoga rasta odnosno konvergencije koji je povezan s integracijskim procesima u europskom kontekstu doveo do pada cijene kapitala, rasta povjerenja u financijske institucije, rasta raspoloživosti vanjskih izvora financiranja te povećanja vrijednosti raznih oblika kolaterala. Stoga jedno od glavnih pitanja

**Sumnje u globalizaciju i međunarodne integracije u posljednje su vrijeme pojačane zbog straha od prelijevanja krize drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD-u.**

---

<sup>2</sup> Prema podacima Fitch Ratings, krivulja stope neplaćanja u portfelju drugorazrednih hipotekarnih kredita dostiže maksimum oko 5 godina po odobrenju kredita (ECB, 2007).

ekonomske politike glasi: koliko je opravdana ocjena o nepoželjnosti toga procesa, odnosno o tome da se s tim procesom pretjeralo?

Odmah treba jasno reći: posve je logično i dobro da se pitanje održivosti zaduženja postavilo kao jedno od najvažnijih pitanja ekonomske politike. Međutim, ono što nedostaje sistematičan je i na podacima zasnovan stručni dijalog o tome pitanju. Konkretno pitanje naime glasi: hoće li razvojni proces koji je profiliran u ovom desetljeću (a) neprekidno trajati kroz sljedećih nekoliko godina uz manje oscilacije, (b) nastaviti se uz povremene jače oscilacije cikličkoga karaktera, ili (c) naići na neku visoku razvojnu barijeru koju neće moći preskočiti te završiti dugotrajnom stagnacijom ili čak nazadovanjem nekih ekonomija koje su uspješno rasle od sredine 90-tih godina prošloga stoljeća naovamo? Veoma je teško pronaći racionalne argumente u prilog bilo koje od ovih mogućnosti, pa tako i one pod (c) koja poziva na akciju radi sprječavanja takve mogućnosti. Jedna od mogućih akcija je ona koja je poduzeta – ograničavanje izlaganja kreditnim rizicima.

Dok je s jedne strane upitno može li se intervencijom spriječiti prevelike cikličke amplitude i/ili dugotrajnije probleme, s druge je strane sigurno da poduzimanje koraka radi usporavanja tempa kreditne ekspanzije može imati i negativne učinke. Posebno ako takvi koraci nisu dobro tempirani u vremenu i ako nisu precizno dozirani, jer između kredita i gospodarske aktivnosti postoji vrlo uska pozitivna veza. Tu ćemo vezu detaljnije predstaviti u ovome radu.

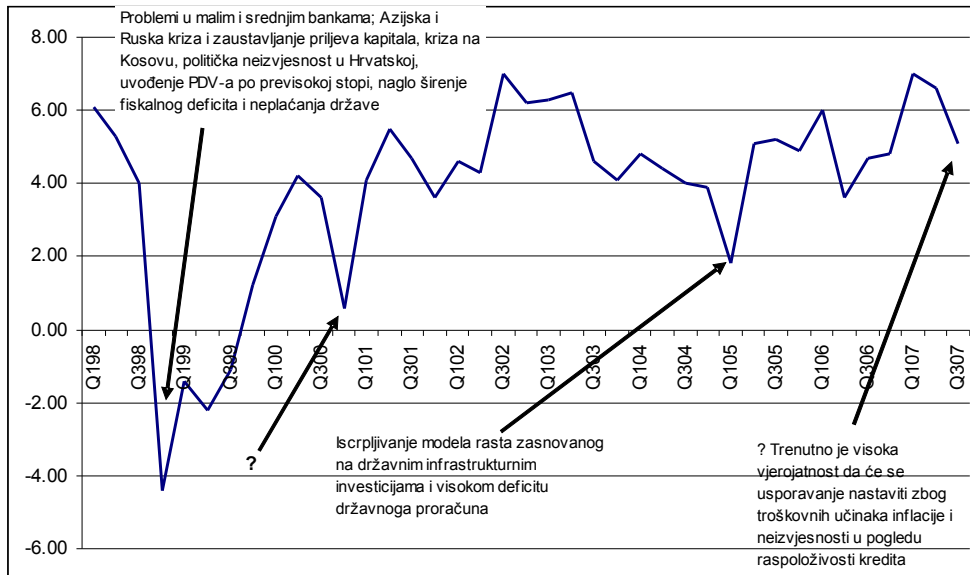
U svakom slučaju, odgovor na pitanje o održivosti razvojnog procesa u velikoj mjeri zavisi o bankovnom sustavu, njegovoj kvaliteti i sposobnosti osiguranja stabilne opskrbe gospodarstva zajmovima. Moguće je da banke griješe pri upravljanju rizicima pa njihovo ponašanje u velikoj mjeri određuje hoće li odgovor biti (a), (b) ili (c).

I u našoj su financijskoj povijesti poznate epizode tijekom kojih su pogreške u mehanizmu alokacije kredita doprinosile gospodarskim kolebanjima pa i trajnijim poteškoćama. Na primjer, slika 1 pokazuje da su problemi u bankama bili među čimbenicima recesije potkraj 90-tih. Iako se teško oteti dojmu da su drugi negativni čimbenici morali imati još i jači učinak na tadašnju recesiju od samih problema u bankama, čini se prilično sigurnim da su problemi u malim i srednjim bankama doprinijeli usporavanju i padu BDP-a potkraj 90-tih.

**Gospodarski se rast proteklih godina odvijao u kontekstu pada cijene kapitala, rasta povjerenja u financijske institucije, rasta raspoloživosti vanjskih izvora financiranja i povećanja vrijednosti kolaterala. Danas se postavlja pitanje održivosti toga procesa.**

Slika 1

Desezonirani kvartalni BDP: stopa rasta u odnosu na isti kvartal prethodne godine 1998. – 2007.



Na gornjoj slici vidimo i aktualnu situaciju. Izgleda da je usporavanje rasta započelo te nitko razuman ne može isključiti mogućnost da će se takav trend nastaviti. Hoće li to i biti tako uvelike zavisi o vezi između kredita i gospodarskog rasta. Ako su krediti – kao što smatra središnja banka – proteklih godina prebrzo rasli i ako su u ekspanzivnoj fazi poslovnoga ciklusa akumulirani rizici koji se tek trebaju očitovati, onda bi ograničenja rastu bankovnih kredita u Hrvatskoj mogla imati pozitivno djelovanje odnosno doprinijeti kratkoći i plitkoći usporavanja rasta. U tom će se slučaju tek pokazati da će manje izlaganje rizicima iz prethodnoga razdoblja omogućiti bankama da brže prebrode očekivane poteškoće i ponovno u sljedećem razdoblju budu spremne ponuditi dovoljne iznose kredita po povoljnim uvjetima.

S druge strane, ako aktualno ometanje prirodnog tržišnog trenda rasta kredita ne predstavlja optimalnu politiku, predugo zadržavanje tih mjera odnosno određivanje preniske dopuštene (ili neoporezovane) stope rasta kredita moglo bi utjecati na sljedeće razdoblje usporavanja tako da ga produži i produbi. Mehanizam djelovanja mogao bi biti onaj kojega ističe Mishkin (2008): „...problemi na financijskim tržištima mogu se prelići na šire gospodarstvo i imati negativne učinke na proizvodnju i zaposlenost. Nadalje, negativni učinci na proizvodnju i zaposlenost imat će povratni učinak na cijene imovina i tako stvoriti zatvoreni krug ... U akademskoj literaturi ovu pojavu nazivamo financijskim akceleratorom.“ Dakle, ako se financijski akcelerator počne vrtjeti u suprotnom smjeru od dosadašnjeg, razmjeri problema mogli bi se pojačati zbog regulacijskog interveniranja u proces kreditnoga rasta.

**Usporavanje kreditnoga rasta imat će pozitivan dugoročni učinak na BDP ako su u kreditnim portfeljima akumulirani značajni rizici koji se još nisu očitovali. Ako to nije tako, usporavanje kreditnoga rasta imat će negativan dugoročni učinak na BDP.**

U svakom slučaju, krediti i njihov učinak na proizvodnju i zaposlenost predstavljaju najvažniji iskaz uloge banaka u gospodarskom sustavu. Bez dobro obavljene usluge platnoga prometa i prikupljanja štednje nema ni uloge banaka na kreditnom tržištu gdje nastaje najvažniji neizravni učinak na rast i zapošljavanje. U ovom ćemo radu pokušati čitateljima približiti razmjere toga učinka.

U prvom dijelu rada raspravljamo o mehanizmima mogućih utjecaja. U drugomu ih dijelu pokušavamo okvirno kvantificirati.

## **I. Mogući mehanizmi utjecaja banaka na rast**

Platni promet, povjerenje, štednja i uloga banaka na kreditnom tržištu glavni su mehanizmi pomoću kojih banke ostvaruju neizravan pozitivan učinak na razvoj neke zemlje. Posredovanje u obradi informacija zajednički je nazivnik tih najvažnijih bankovnih funkcija.

Banke nisu ništa drugo do specijalisti koji prikupljanjem i obradom informacija ostvaruju konkurentsku prednost. Na primjer, individualni će štediša vrlo teško pronaći dobrog dužnika kome će povjeriti višak svojega novca izvan kruga obitelji i dobrih prijatelja. U nedostatku financijskoga posrednika on će se odlučiti na kreditiranje unutar svojega kruga (što će s relativno visokom vjerojatnosti imati veoma loše ekonomske i socijalne posljedice) ili će novac zadržati „u čarapi“, „inozemstvu“ ili nekom drugom neproduktivnom obliku ulaganja (npr. kupnja plemenitih metala). Nasuprot takvoj situaciji, banke su sposobne brzo, jeftino i točno obraditi informacije o nizu osoba i poduzeća koja potražuju sredstva te plasirati viškove sredstava na mjesta njihove najproduktivnije uporabe. Na taj način banke ne potiču samo gospodarski rast već pogoduju rastu socijalne kohezije i zadovoljstva građana. Premda se osoba s viškom i osoba s manjkom sredstava nikada ne susreću, obje postižu neki važan životni, ekonomski cilj (npr. prostor za stanovanje ili sigurnije prijevozno sredstvo koje manje onečišćuje okoliš). Osoba s viškom ostvaruje sigurnost i povrat na uloženo, a druga poduzima nešto ili ostvaruje neki drugi cilj koji joj pruža više ili manje trajno zadovoljstvo. Nešto takvo ne bi bilo moguće bez banaka.

Alternativni pogled na ulogu banaka naglašava navodno „dužničko ropstvo“. Ukazuje se da banke kamatama i naknadama „eksploatiraju“ dužnike. Preporuka koja otud slijedi glasi: izbjeći zaduženje pod svaku cijenu i inkriminirati kamatu kao izvor zarade. Poznato je da je u nekim kulturama to tako. No i tamo je život nametnuo potrebu za financijskim posredovanjem pa se kamata samo drukčije naziva i obračunava.

**Alternativni pogled na ulogu banaka zasniva se na ideji „dužničkoga ropstva“.**

Niti jedna kultura, pa ni naša, nije imuna na širenje alternativnoga pogleda na ulogu banaka.<sup>3</sup> Svakome je jasno da „dužničko ropstvo“ nije izmišljotina. Ono je realna mogućnost. Postoje ljudi koji zbog nedostatka znanja, informacija, iskustva, opreza, zbog karakternih mana (npr. nekontrolirana sklonost kockanju) ili jednostavno – zbog spleta nesretnih okolnosti, upadnu u zamku dužničkoga ropstva. Zaduživanje kod lihvara neke od tih ljudi dovodi u situaciju da unatoč razmjerno maloj glavnici duga veliki dio svojega dohotka moraju izdvajati za otplatu visokih kamata.

Zbog toga većina zajednica pokušava regulirati odnos glavnice, dohotka i kamate na način da iscertaju granicu između društveno prihvatljivog i neprihvatljivog kreditnog ugovora (odnosno kamatne stope kao glavnog elementa toga ugovora). No taj problem nema jednostavno i jedinstveno rješenje. Ako je propisana granica preniska, mnogi izvrsni, ali rizični projekti u kojima se često rađaju inovacije ostat će bez vanjskih izvora financiranja ili će se njihovo financiranje preseliti u nelegalnu sivu zonu gdje su rizici financiranja neusporedivo veći.

Bez obzira na teškoću ili nemogućnost pronalaska društveno „optimalne“ ili „prihvatljive“ kombinacije dohotka, glavnice duga i kamate, banke se uvijek smještaju u zonu ispod zakonom ili običajem određene gornje granice prihvatljivoga financijskog ponašanja. One u svakom trenutku moraju izbalansirati težnju za zaradom na strani plasmana s težnjom za pružanjem usluge čuvanja viškova novca - dakle stabilnosti i povjerenja - na strani izvora sredstava. Stoga alternativni pogled na ulogu banaka promašuje bit problema i propušta naglasiti da je jedan od najvažnijih doprinosa banaka društvenom razvitku istiskivanje nereguliranih i sumnjivih posrednika i uređenje odnosa između kreditora i dužnika na jasan način koji u konačnici neizravno štiti dužnika. Taj društveni doprinos banaka nije moguće prikazati u nekom vrijednosnom ekvivalentu što je još jedna ilustracija poteškoća pri procjeni neizravnih pozitivnih učinaka banaka na društveni razvitak.

Postoje još dva razloga zbog kojih alternativna preporuka „ne zadužujte se jer ćete upasti u dužničko ropstvo“ nema smisla kada su u pitanju banke. Prvo, dug zbog ulaganja može biti izvanredan izvor zarade ako vrijednost ulaganja raste. Onaj tko se zadužio za 100 novčanih jedinica radi kupnje nekretnine početkom ovoga desetljeća danas ima imovinu vrijednu najmanje 150. To je izniman kapitalni dobitak od životne važnosti, koji bez pristupa kreditu ne bi bio moguć. Desetci tisuća hrvatskih obitelji ostvarile su tu vrstu kapitalnoga dobitka tijekom ovoga desetljeća i danas se više ne može zamisliti kriza na domaćem tržištu nekretnina koja bi te kapitalne dobitke mogla izbrisati. Na tom tragu, analize su pokazale da je neto bogatstvo

**Banke istiskuju sumnjive neregulirane posrednike te uređuju odnose između kreditora i dužnika na jasan način koji u konačnici neizravno štiti dužnike.**

**Zaduživanje zbog razboritog ulaganja multiplicira kapitalne dobitke.**

---

<sup>3</sup> Raširenost alternativnoga pogleda na ulogu banaka u nas naravno nema kulturne korijene (npr. religijske) nego je uvjetovano dugogodišnjom dominacijom socijalističke financijske doktrine.

hrvatskih građana proteklih godina vrlo brzo povećavano unatoč brzom rastu zaduženosti.<sup>4</sup>

Drugo, banke su financijski posrednici koji najveći dio onoga što naplaćuju prosljeđuju dalje štedišama, drugim klijentima, dobavljačima, zaposlenicima. To ima daljnje multiplikativne učinke u cjelokupnom gospodarstvu. Prema podacima za 2006., od 100 jedinica prihoda banaka po osnovi kamata i naknada, oko 80 je u konačnici završilo kod štediša, klijenata, dobavljača, zaposlenika i države, a od preostalih 20 jedinica formirane su razne rezerve za rizike dok je država naplatila porez na dobit. Na ovom se mjestu vrijedi prisjetiti HUB Analize br. 7 o dodanoj vrijednosti u bankarstvu gdje smo prikazali procjenu da tek svaka deseta kuna dodane vrijednosti u bankarstvu završava isplatom dividende vlasnicima.

**Banke su samo posrednici, što znači da zadržavaju mali dio svojih prihoda dok veći dio prosljeđuju natprosječno obrazovanim radnicima, štedišama i dobavljačima koji u pravilu proizvode natprosječno kvalitetne i sofisticirane proizvode i usluge.**

Prema tome, izravni su doprinosi banaka relativno lako mjerljivi, no kad se povede rasprava o neizravnim doprinosima suočavamo se ne samo s metodološkim, nego i dubljim, moralnim pitanjima o kojima je prethodno bilo riječi. Taj je problem vidljiv i u poteškoćama s kojima su se ekonomisti suočavali istražujući vezu između funkcioniranja bankovnog sustava i nacionalnog gospodarstva. U nastavku ćemo kratko i u glavnim crtama prikazati razvoj ekonomske teorije koja je bitna za temu o kojoj raspravljamo.

Tradicionalna ekonomska i financijska teorija potpuno su zanemarile informacijsku, socijalnu i dinamičku (financijski akcelerator) ulogu banaka. U središtu se pozornosti našla samo veza između proizvodnje i novca. Pretpostavljalo se da država odnosno središnja banka ima potpunu kontrolu nad proizvodnjom svih oblika novca. Sve što je uz takve pretpostavke trebalo učiniti bilo je izračunati „optimalnu“ ponudu novca koja je potrebna kako bi se podržao ciljani gospodarski rast. Financijske inovacije, varijacije novčanoga obrtaja i rizici potpuno su zanemareni pa dublje razmatranje uloge banaka i nije bilo potrebno. Takvi su modeli obilježili monetarnu teoriju XX. stoljeća.

U tim su modelima banke bez ikakvih otpora, iskrivljenja ili troškova jednostavno prenosile impulse monetarne politike na realni sektor, baš kao što motor i osovine prenose impuls s papučice gasa na kotače vozila. Takav je pogled na svijet bio zajednički objema tradicionalnim školama – monetarizmu i kejnsezijanzizmu. Mehanicistički odnosno „newtonovski“ pogled na funkcioniranje financijskog sustava prevladao je nad jasnijim viđenjem stvarnosti pa su se monetarizam i kejnsezijanzizam više razlikovali na ideološkim nego na ekonomskim teorijskim osnovama.

---

<sup>4</sup> Vidjeti prezentaciju gosp. Tomislava Pustiškega na Konferenciji Tržišta novca u Opatiji u travnju 2007. (<http://www.hub.hr/default.asp?ru=150&sid=&akcija=&jezik=1>)



Izvan glavnoga toka ekonomske misli oduvijek su postojali utjecajni autori čije su ideje ukazivale na daleko važniju ulogu banaka i kredita od one koju su prikazivale glavne tradicionalne teorije. Zasiurno najvažnija osoba među njima bio je Hyman Minsky koji je osim karijere akademskog ekonomista dugo godina bio direktor banke „Mark Twain“ iz St. Louisa. Minsky je 60-tih godina prošloga stoljeća razvio teoriju prema kojoj upravo financijski ciklusi dominantno određuju poslovne cikluse nacionalnih gospodarstava. Ciklus počinje fazom „uzbuđenja“ u kojoj neki važan povijesni događaj – inovacija ili politička promjena, počnu privlačiti ulagateljevu pozornost (i novac). Slijedi uspon ili boom koji završava erupcijom i ubiranjem profita. Kada većina sudionika na tržištu shvati da se ubiranje profita bliži kraju uslijedit će panika i depresija koje će trajati sve do novoga vanjskog šoka koji će promijeniti atmosferu na financijskim tržištima.

Minsky je vjerovao da njegova hipoteza financijske nestabilnosti poziva na novu ekonomsku politiku. Ostao je, međutim, nedorečen kako bi takva politika trebala izgledati. Stoga se danas mnogi pozivaju na Minskoga<sup>5</sup>: od radikala koji se zalažu za temeljitu rekonstrukciju globalnoga financijskog sustava kako bi on „bolje služio zajednici“, do liberala koji glavne uzroke problema u SAD-u vide u Greenspanovu aktivizmu odnosno akomodirajućoj monetarnoj politici žrtvovanoj zbog fiskalne ekspanzije obaranjem kamatnih stopa na povijesni minimum od 1%.

Bez obzira na to u što je vjerovao sam Minsky i bez obzira na to koji se zastupnici različitih svjetonazora na njega pozivaju, danas postoji prilično rašireno uvjerenje o tome da kreditni ciklus predstavlja važnu odrednicu cjelokupnoga poslovnog ciklusa. Zaključujemo: *Kreditni su važna odrednica razine, rasta ali i kolebanja proizvodnje i zaposlenosti.*

Puno godina nakon što je Minsky formulirao svoju hipotezu financijske nestabilnosti, točnije, nakon objavljivanja radova Diamonda i Dybviga (1983) i Diamonda (1984), započelo je brzo širenje razumijevanja informacijske uloge banaka i detaljnije sagledavanje njihove uloge u transformaciji likvidnosti. Zahvaljujući sve dubljem razumijevanju, tijekom devedesetih godina definitivno je u sklopu makroekonomske teorije afirmiran novi pogled na problem nazvan „kanal bankovnog kreditiranja“. Započela je izgradnja teorija koje odbacuju mističnu vezu između novca (čiji nastanak po pretpostavci u cijelosti kontrolira država) i proizvodnje, te koje

**Ekonomska je teorija odavno prepoznala kreditni ciklus kao važnu odrednicu poslovnoga ciklusa.**

---

<sup>5</sup> Koristan novinarski prikaz rada Hymana P. Minskoga može se pronaći u jednom od novijih brojeva New Yorkera ([http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco\\_talk\\_cassidy](http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy)), a za čitatelje koji se žele detaljnije upoznati s njegovim radom preporučamo zbirku eseja iz 1982. pod zanimljivim naslovom „Can It Happen Again?“ Minsky naravno nije bio prvi koji je ukazao na važnost kreditnoga ciklusa. Pripadnici različitih ekonomskih škola bili su svjesni postojanja i važnosti kreditnih ciklusa i nemoguće je tvrditi tko je bio prvi koji je precizno formulirao tu teoriju. Na primjer, Michael J. Gootzeit (1993) nedavno je pronašao takvu formulaciju u ranijemu radu slavnoga švedskog ekonomista Knuta Wicksella (1851.-1926.).

nastoje integrirati stvarno ponašanje banaka u makroekonomske modele (Kashyap i Stein, 1995). Ekonomisti do danas nisu taj posao dovršili na zadovoljavajući način.

Tako smo se početkom XXI. stoljeća našli u situaciji u kojoj znamo što ne valja s našim razumijevanjem funkcioniranja gospodarstva, ali još ne znamo kako bi valjalo gledati na problem. Najmanje što znamo jest precizno kvantificirati odnose o kojima govorimo. Ipak, jasno je da jednostavna tradicionalna veza novac – proizvodnja ne predstavlja dobar opis stvarnosti. Današnji novac više nije dominantno „vanjski novac“ (ili gotov novac) i državne ga institucije ne kontroliraju u potpunosti. Najveći je dio novca u optjecaju unutarnji novac stvoren procesom multiplikacije kao nusproizvod ciklusa odobravanja kredita u usko povezanom sustavu mnoštva banaka. Stoga je sve raširenije uvjerenje da je uloga banaka u procesu proizvodnje novca barem jednako važna kao i uloga centralne banke.

Na primjer, ako centralna banka poveća osnovnu kamatnu stopu s ciljem „hlađenja“ pregrijane ekonomije, a banke raspoložu viškovima likvidnosti i ne mijenjaju svoje procjene rizika klijenata, možda osnovna kamatna stopa koju podigne središnja banka neće biti dovoljno snažna da promijeni ponašanje banaka i konstelaciju na tržištu kredita. I obratno, ako središnja banka spusti kamatnu stopu s ciljem anticikličkoga djelovanja kako bi se potaknula kreditna aktivnost, a banke i dalje kreditne rizike ocjenjuju previsokima, potez centralne banke možda neće biti učinkovit.

**Kreditna politika poslovnih banaka može imati autonomno djelovanje koje je neovisno o željama centralnih bankara.**

Prevedemo li ovaj problem na jezik našega monetarnog sustava u kojem se regulacija novčanih i kreditnih tokova ne obavlja promjenama kamatnih stopa središnje banke nego monetarnim i deviznim ograničenjima i raznim oblicima rezervi, primijetit ćemo veliku sličnost gornjih opažanja s tezama koje smo iznosili u ranijim brojevima HUB Analiza: „...iskustvo od 2003. naovamo pokazuje da su monetarne i devizne mjere neučinkovite sve dok je stopa povrata na kapital dovoljno visoka da banke nastave s kreditnom ekspanzijom i amortiziraju povećani trošak regulacije kroz niži ROE. Mjere postaju naglo učinkovite kad regulacijski trošak spusti ROE ispod praga nakon kojeg banke odustaju od daljnje ekspanzije... Primjenom iste logike može se zamisliti postojanje praga koji bi djelovao anticiklički u suprotnom smjeru...: uvijek je moguće izvesti smanjenje troška regulacije koje će biti dovoljno snažno da potakne novi kreditni ciklus.“ (HUB Analize br. 5: str. 21). Prema ovome, u nas razlika između stvarne i očekivane stope povrata na kapital ima ulogu amortizera državne intervencije. Sve što može utjecati na tu razliku (npr. promjene strukture aktive i pasive, organizacijske promjene u bankovnom sustavu i sl.) ujedno će utjecati i na sposobnost banaka da amortiziraju učinke državne intervencije i nastave poslovati prema vlastitom nahodađu.

Na ovome mjestu možemo povući paralelu između političke i gospodarske demokratizacije. Kao što se politički sustavi demokratiziraju, tako se i gospodarska politika demokratizira. Newtonovsko razumijevanje funkcioniranja sustava prema kojemu je dovoljno pritisnuti gumb (na primjer, promijeniti osnovnu kamatnu stopu središnje banke) da bi se promijenilo ponašanje sustava - više ne predstavlja dobar opis stvarnosti. Odnos kreatora monetarne politike i financijskog sustava više nije mehanički odnos poput odnosa vozača i automobila. Svijet „ispod“ kreatora ekonomske politike dobio je pamet, osobnost i moć. Stoga je taj odnos danas puno složeniji i opterećeniji rizicima i neizvjesnostima.<sup>6</sup>

Možemo zaključiti kako nije sporno da su krediti važni za gospodarski razvoj. Nesporno je i to da banke mogu pogriješiti u alokaciji kredita jer ih povremeno iznenade događaji iz sive zone neizvjesnosti koji izazivaju kreditne cikluse. Kreditni ciklusi mogu potaknuti kolebanja proizvodnje i zaposlenosti koje nazivamo poslovnim ciklusom. I dalje je, međutim, sporno može li kreditni ciklus imati tako snažan utjecaj da objasni najveći dio kolebanja gospodarske aktivnosti? Ako je odgovor na to pitanje da, sporno je mogu li kreatori ekonomske politike ublažiti taj učinak?

## II. Procjene utjecaja banaka na rast

Ako je prvi dio ovoga teksta previše apstraktan te još uvijek niste uvjereni u pozitivnu vezu između kredita i gospodarskoga rasta, pogledajte slike 2 i 3. Obje slike prikazuju tromjesečne podatke iz kojih su primjenom programa Demetra isključene sezonske oscilacije. Podatci se odnose na ponudu kredita i BDP. Slika 2 jasno pokazuje kreditni ciklus koji je započeo potkraj 1999. i početkom 2000. To se razdoblje podudara sa smanjenjem političkog rizika nakon izbora 3. siječnja 2000. te konsolidacijom i privatizacijom bankovnog sustava. Faza brzog uspona trajala je potom sve do 2002. Potkraj te godine započelo je usporavanje koje je trajalo do 2004. Kreditni je ciklus tada dostigao dno. Novi se uzlet kreditnoga ciklusa učvrstio u drugom kvartalu 2005. da bi u drugom kvartalu 2007. definitivno dosegnuo svoj kraj. Od početka trećeg kvartala 2007. na djelu su zaoštrene mjere HNB-a koje djeluju u smjeru novog usporavanja rasta kredita.

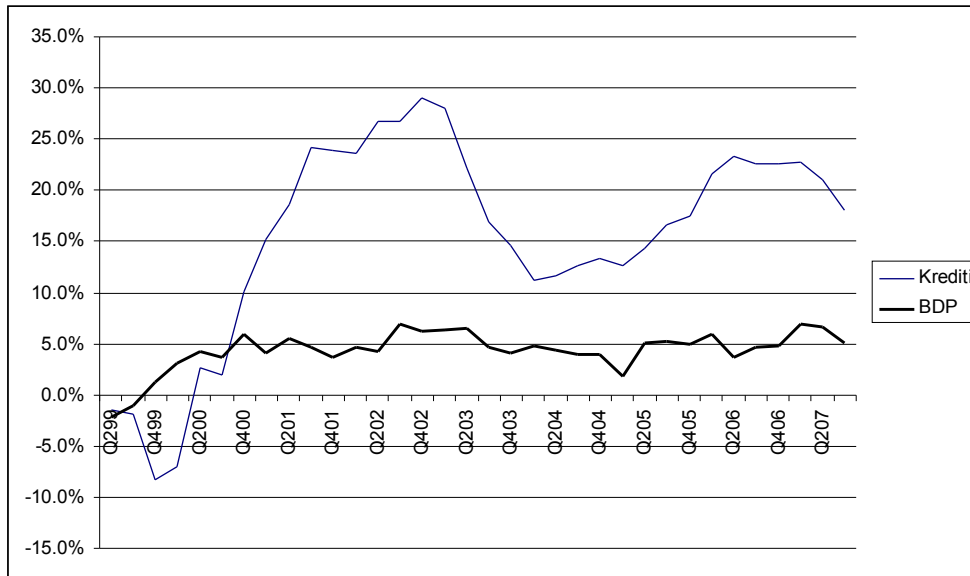
**Kreditni je ciklus u Hrvatskoj prilično jasno profiliran.**

---

<sup>6</sup> Taj je odnos dodatno zakompliciran sekuritizacijom. Mogućnost prodaje kreditnog portfelja putem tržišta kapitala odnosno mogućnost alternativnih putova pribave likvidnih sredstava i oslobađanja kapitala dovela je do uske integracije ranije odvojenih tržišta kredita i vrijednosnih papira i smanjenja učinkovitosti monetarne politike. Prve su studije ukazivale na radikalno smanjenje učinkovitosti monetarne politike radi sekuritizacije, dok su novije studije pokazale da taj učinak ipak nije tako izražen i da monetarna politika još uvijek može donekle utjecati na stanje na tržištu kredita (Altunbas i dr., 2007). Prikaz ovoga rada nalazi se na stranici HUB Analiza [www.hub.hr](http://www.hub.hr) u rubrici „Prikazi“.

Slika 2

Stopa rasta potraživanja banaka od ostalih domaćih sektora<sup>7</sup> i BDP-a u odnosu na isto tromjesečje prethodne prošle godine: tromjesečni sezonski prilagođeni podatci Q2:1999 – Q3:2007



Kako stopa rasta kredita na gornjoj slici varira puno jače od stope rasta realnog BDP-a, tu se njihova povezanost ne vidi najbolje. Zbog toga slika 3 pokazuje iste vremenske serije podijeljene njihovim standardnim devijacijama. Na toj se slici puno lakše mogu uspoređivati varijacije, a vide se i neke zanimljivosti koje na gornjoj slici ostaju skrivene. Ono što se najprije vidi jest da su dvije vremenske serije očigledno povezane. Drugo je da potkraj 1999. i početkom 2000. međukvartalna godišnja stopa rasta kredita zaostaje za istom takvom stopom rasta BDP-a. Potkraj 1999. iz monetarne su statistike izmješteni dijelovi kreditnih portfelja banaka nad kojima je do tada pokrenut stečajni postupak kao i dijelovi kreditnog portfelja jedne banke u sanaciji. Utoliko je „minus“, zabilježen u rastu kredita u odnosu na isti kvartal prethodne godine, umjetna statistička pojava. Na toj slici pomak krivulje rasta kredita udesno (taj pomak možemo nazvati vremenskim zaostatkom) u odnosu na krivulju rasta BDP-a koji se u podacima vidi do kraja 2000. treba interpretirati kao problem statističke konvencije, a ne kao problem koji traži ekonomsko objašnjenje. Da je to tako možemo se uvjeriti prekrivanjem podataka do kraja 2000. i lakim uočavanjem trenutne povezanosti između kredita i BDP-a od 2001.

**Ponuda kredita i BDP usko su i pozitivno povezani.**

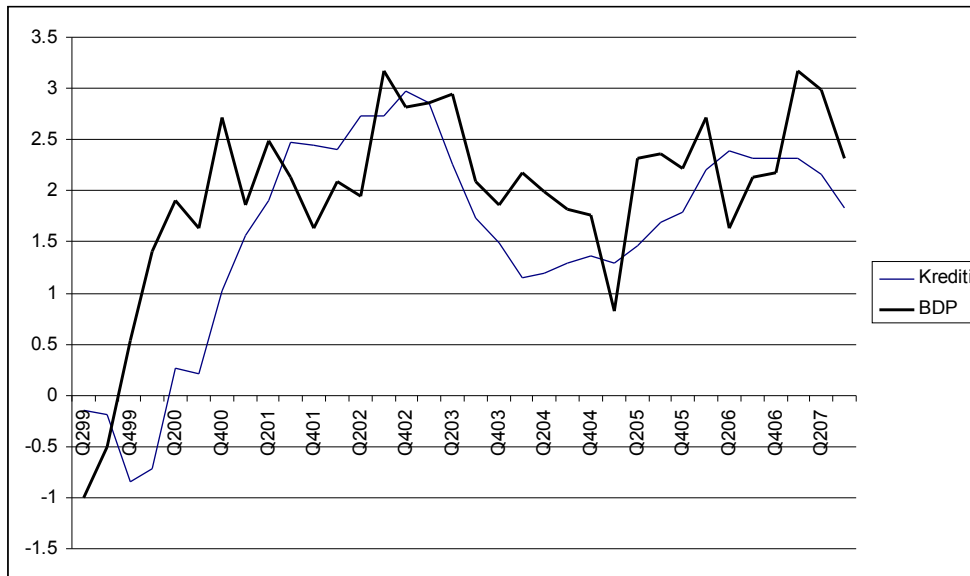
Ono što vidimo na donjoj slici potvrđuje i koeficijent linearne korelacije koji iznosi 70% na izvornim desezoniranim podacima. Na temelju tih rezultata mogli bismo zaključiti da su *kreditni i BDP tijekom ovoga desetljeća bili vrlo*

<sup>7</sup> Statistički pojam „ostali domaći sektori“ uključuje poduzeća, stanovništvo, lokalnu državu i ostale financijske institucije pri čemu krediti poduzećima i stanovništvu čine preko 95% toga kreditnog agregata.

usko povezani. Sposobnost banaka za opskrbu kućanstava i poduzeća odgovarajućom količinom kredita odigrala je važnu ulogu u ostvarenju gospodarskoga rasta.<sup>8</sup>

### Slika 3

Stopa rasta kredita i BDP-a u odnosu na isto tromjesečje prošle godine: tromjesečni sezonski prilagođeni podatci podijeljeni vlastitim standardnim devijacijama Q2:1999 – Q3:2007



Prisjeti li se čitatelj rasprave iz prvoga poglavlja možda će se zapitati kakva je veza između novčane mase i BDP-a. U prvom je poglavlju objašnjeno da je stari deterministički svjetonazor - prema kojemu ponuda novca određuje proizvodnju, zamijenjen pogledom koji u središte pozornosti dovodi kanal bankovnog kreditiranja. Prema tome bismo mogli očekivati da ponuda kredita pokazuje puno užu korelaciju s BDP-om nego novčana masa. Uistinu, dok se trenutna korelacija između kredita i realnog BDP-a na ovako definiranim podacima kreće oko 70%, ista se takva korelacija između novca M1 i BDP-a kreće oko 40%.

Kako izgledaju rezultati kad se vremenske serije transformiraju? Stope promjene u odnosu na isti kvartal prošle godine mjere odnose razina vrijednosti vremenskih serija tijekom dvanaestmjesčnih razdoblja. Dužina razdoblja mjerenja čini podatak podložnijim vanjskim utjecajima trećih varijabli nego što je slučaj kod podataka više frekvencije. Naime, ako u periodu od jedne godine neki vanjski utjecaj (npr. poboljšanje političke i/ili

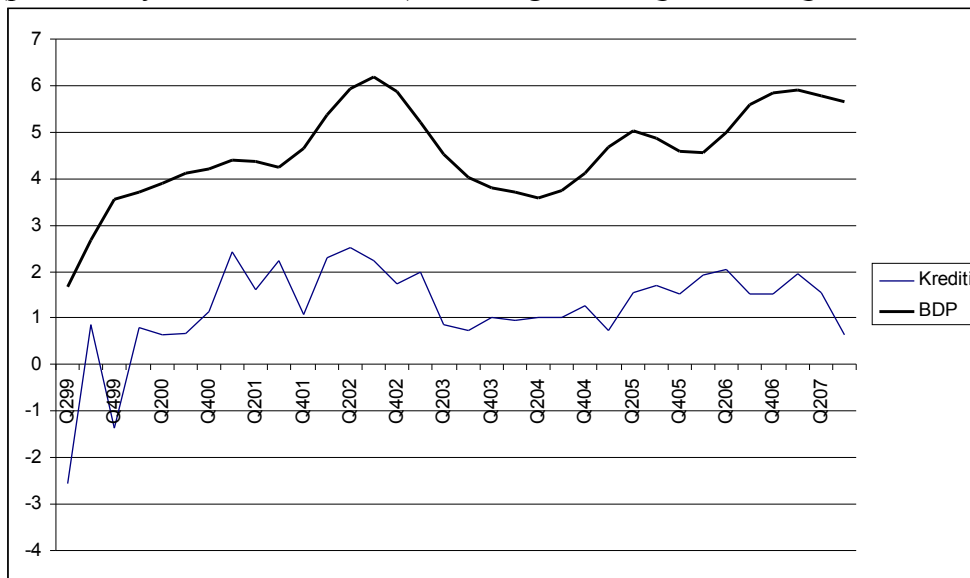
<sup>8</sup> Pažljiviji je čitatelj vjerojatno već opazio da ovdje uspoređujemo nominalnu ponudu kredita s realnim BDP-om. Provjerom je dokazan očekivan rezultat da inflacija u promatranom periodu nije imala važan učinak na profiliranje veze između kredita i BDP-a. Taj je rezultat očekivan jer su varijacije ponude kredita očigledno bile višestruko veće od varijacija razine cijena u promatranom razdoblju. Konkretno, koeficijent linearne korelacije realnih kredita i realnog BDP-a iznosio je 70%.

investicijske klime, pristup novome tržištu, tehnološka inovacija i sl.) proizvede pozitivan učinak i na kredite i na BDP, gornji će podatci signalizirati visoku korelaciju premda zbog toga ne možemo govoriti o snažnom utjecaju kredita na BDP. Jer, krediti i BDP možda se „slučajno“ kreću zajedno pod utjecajem iste vanjske, treće varijable (ili skupa takvih vanjskih varijabli). Zbog toga je zanimljivo pogledati što pokazuju podatci kada se prikažu u obliku kvartalnih stopa promjene: tekući kvartal u odnosu na prošli. Sada korelaciju promatramo u kontekstu puno kraćih razdoblja od tri mjeseca. U tako kratkim periodima malo je vjerojatno da će se mijenjati vanjski čimbenici, a kada se i promjene, malo je vjerojatno da će brzo i podjednako utjecati i na kredite i na BDP. Stoga je veća vjerojatnost da ćemo na podacima više frekvencije imati čišće signale čija korelacija vjerojatno razotkriva međusobni utjecaj.

Podatci na slici 4 i analiza kovarijance potvrđuju da s visokim stupnjem sigurnosti možemo zaključiti o tome da se radi o varijablama u čijem kretanju postoji relativno jak međusobni utjecaj. Normalizirane kvartalne stope promjene kojih su prikazane na slici 4 najuvjerljivije pokazuju da se radi o ciklički povezanim kretanjima. Koeficijent korelacije ovako definiranih vremenskih serija iznosi 71%.

*Slika 4*

*Kvartalne stope promjene sezonski prilagođenih i normaliziranih kredita (potraživanja od ostalih sektora) i realnog BDP-a Q2:1999 – Q3:1997*



Koliko je rezultat o uskoj vezi kredita i BDP-a osjetljiv na odabir razdoblja analize? Serije nemaju konstantnu varijancu u vremenu pa bi prvo razdoblje (1999) u kojem vidimo veće varijacije vremenskih serija moglo uzrokovati veću korelaciju od korelacije na ostatku uzorka. Kada se eliminiraju prva tri opažanja koeficijent linearne korelacije pada na 51%, no daljnje skraćivanje

razdoblja analize nema statistički značajan učinak na koeficijent. Kako je i korelacija od 51% prilično jaka, možemo zaključiti da je veza između kredita i BDP-a jaka i – stabilna.

U ovoj se vrsti analize često postavlja pitanje uzročnosti. Na prvi se pogled čini da je pronalazak korelacije „manje vrijedan“ od pronalaska uzročnosti. Izgleda da teza „kredit i BDP usko su povezani“ nema težinu kao teza „kredit uzrokuje promjene BDP-a“. Međutim, takvo je gledanje pogrešno. *Povezanost je dovoljna za dokazivanje važnosti.* Konkretno, moguće je da povećana ponuda kredita uzrokuje rast BDP-a: primjerice, poduzimanje nekih aktivnosti dogodit će se upravo stoga što se nudi kredit za pokretanje te aktivnosti. Međutim, isto je tako moguće da povećanje aktivnosti dovodi do povećanja potražnje za kreditima: primjerice, neke se aktivnosti ne bi mogle održati ako ne bi bile praćene kreditnom podrškom. Ima li između ta dva slučaja ikakve razlike u pogledu važnosti kredita za gospodarski rast? Nema. Konceptualno odvajanje ponude i potražnje ima dublji analitički značaj no u stvarnosti su i ponuda i potražnja dio simultanoga procesa koji se ne bi mogao odvijati bez obiju strana, bez obzira na to s koje strane priča o rastu počinje.

Alternativno, uzročnost bi se mogla testirati ekonometrijski. Međutim, tridesetak kvaratalnih opažanja u strukturalno stabilnom okružju nije dovoljno za pouzdane ekonometrijske testove uzročnosti. Prijelazom na frekventnije mjesečne podatke mogao bi se razriješiti problem veličine uzorka, međutim, u mjesečnim se podacima kriju statistički i drugi nesistematski šumovi, a BDP se i ne mjeri na mjesečnoj razini. Stoga se, ilustracije radi, mogu predstaviti dvije najjednostavnije moguće jednadžbe koje pokazuju odnos ponude kredita i rasta BDP-a. Prva jednadžba pokazuje njihov odnos na godišnjim podacima (promjena u odnosu na isti kvartal prošle godine, a druga na kvartalnim podacima (promjena u odnosu na prošli kvartal). Obje jednadžbe pokazuju očitu pozitivnu vezu (parametri su uvjerljivo signifikantni) i objašnjavaju više od 25% varijance stope rasta. Parametri pokazuju da je 10%-tni nominalni rast kredita povezan s rastom realnog BDP-a 0,6 – 0,8 posto.

#### **Jednadžba 1: godišnja promjena**

$$\text{BDP} = 0,035 + 0,075 * \text{KREDITI} \quad R^2 = 0,26$$

(7,85) (3,21)

#### **Jednadžba 2: kvartalna promjena**

$$\text{BDP} = 0,009 + 0,063 * \text{KREDITI} \quad R^2 = 0,29$$

(11,11) (3,51)

Ove se jednadžbe ne mogu tumačiti kao nešto više od deskriptivne statistike koja potvrđuje prijašnje nalaze. Možda se u njima kriju dugoročni odnosi između ponude kredita i BDP-a i možda su ocijenjeni parametri približno točni, no to na ovoj razini ne možemo znati sa zadovoljavajućim stupnjem sigurnosti. Tek će produžetak vremenskih serija i sofisticiraniji testovi razotkriti prikazuju li gornje jednadžbe približno točne dugoročne odnose.

Ta rezultatska ograničenja nisu toliko bitna za suštinu naše rasprave. Cilj nam je bio raspraviti o vezi između banaka, odnosno kredita kao njihova najvažnijeg proizvoda, i rasta te pokušati procijeniti snagu te veze. Analiza je pokazala da je ta veza uska te da nije slaba već je prilično jaka i stabilna.

Kvantitativna je analiza po svojoj naravi redukcionistička. Ona odabire samo jednu dimenziju odnosno jedan segment i nastoji produbiti saznanja o njemu. Međutim, odnos banaka i gospodarskoga odnosno društvenog razvoja puno je kompleksniji od onoga koji je prikazan ovom analizom. Zamislimo, na primjer, što bi se dogodilo da banke u trenutku konverzije DM u EURO nisu građanima uspjele pružiti osjećaj sigurnosti i da se 2 milijarde eura nisu zadržale u sustavu i vratile se u sive tokove? Oportunitetni bi trošak samo za štediše iznosio 4% toga iznosa ili 80 milijuna eura ili oko 0,4% BDP-a. I taj se učinak ponavljao svake godine. Općenito, usluga sigurnosti za štednju uvijek je jednaka oportunitetnom trošku odnosno kamatnoj stopi koju bi štediše propustili zaraditi da je kod banaka manje štednje zbog manjeg povjerenja u banke. Iznos je očito teško odnosno nemoguće izmjeriti. Isto je s doprinosom usluge platnoga prometa i socijalnom kohezijom i zadovoljstvom koju bankarske usluge proizvode po raznim osnovama.

Redukcionizam kvantifikacija zbog toga ponekad može biti kontraproduktivan. Možda je bolje i uvjerljivije reći da izravni učinci banaka na dodanu vrijednost u hrvatskom gospodarstvu iznose između 4% i 5% BDP-a dok su neizravni učinci brojni i u kvantitativnom iskazu vjerojatno puno veći od izravnih.

**Odnos banaka i društvenog razvitka puno je složeniji od onoga što se može prikazati kvantitativnom analizom.**



## Literatura

Altunbas, Y., L. Gambacorta i D. Marques (2007): „Securitization and the Bank Lending Channel.“ ECB Working Paper Series No. 838.

Cassidy, John (2008): „The Minsky Moment.“ The New Yorker, [http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco\\_talk\\_cassidy](http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy)

Diamond, D. W. i P. H. Dybvig (1983): „Bank runs, deposit insurance and liquidity.“ Journal of Political Economy, 91: 401-419.

Diamond, D. W. (1984): „Financial Intermediation and Delegated Monitoring.“ The Review of Economic Studies, 51(3): 393-414.

Gootzeit, M. J. (1993): „Wicksell's Inflationary Credit Cycle.“ Metroeconomica, 44(2): 146-166.

Kashyap, A. K. i J. C. Stein (1995): „The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets.“ Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 42: 151-195.

Minsky, H. P. (1982): Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance.

Šonje, V. (2005): Veza koja nedostaje. Zagreb: Arhivanalitika.