

PRILJEV KAPITALA, RAST KREDITA I RESTRIKCIJE:

Regulacijski trošak i regulacijske distorzije

Sažetak

Većina novih tržišnih ekonomija tzv. „nove Europe“ bilježi visoke stope rasta BDP-a uz razmjerno brz rast kredita što se uglavnom financira iz inozemnih izvora. Takav razvoj događaja koji je posebno izražen na Baltiku i u Jugoistočnoj Europi pobuđuje reakcije kreatora ekonomske politike. Hrvatska u tome nije iznimka iako je rast bankovnih kredita u razdoblju 2004. – 2006. bio niži od očekivanog. Ova analiza pruža okvir za međunarodnu usporedbu brzine rasta kredita te sadrži pregled reakcija regulatora u 10 tranzicijskih država. Prikazuje se i nov izračun troškova regulacije (Indeks regulacijskog opterećenja – IRO) naraslih zbog reakcija politike na priljev kapitala i rast kredita.

Analiza upozorava na nesrazmjer visokih troškova regulacije banaka naspram nužnosti njihova smanjenja u kontekstu europske integracije. Pokazuje se da u slučaju zadržavanja visokoga troška regulacije problem neće nastupiti zbog nemogućnosti udovoljavanja formalnim kriterijima monetarne regulacije (poput smanjenja stope obvezne rezerve na 2% radi ulaska u EMU), već prvenstveno zbog brzog pada stope povrata na kapital u bankama. To bi moglo potaknuti neželjene strukturne promjene na tržištu i unijeti dodatnu rigidnost u mehanizme monetarne transmisije. Zbog djelovanja takvih regulacijskih distorzija, prostor za upravljanje tempom kreditne ekspanzije sve je manji, iako nikada nije ni bio velik. Jedini trajan učinak može se postići fiskalnom prilagodbom.

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

Uvod

Iskustva mnogih zemalja pokazuju da financijske krize nastaju kada se poklopi splet okolnosti koje brzo povećaju ranjivost financijskoga sustava. Brz rast kredita sam po sebi neće dovesti do problema ako je cjelokupna gospodarska situacija stabilna. Na primjer, produktivnost brzo raste jer se ulaganja usmjeravaju u produktivne sektore, inflacija i tečaj su razmjerno stabilni, fiskalna je politika pod kontrolom, financijski posrednici i regulatori osiguravaju razborito upravljanje raznim vidovima rizika. Ako bi se u tim uvjetima pojavio financijski poremećaj, snaga i trajanje negativnog učinka bili bi ograničeni u zemlji s dobrim „fundamentima“.¹

Brz rast kredita sam po sebi ne predstavlja problem.

S druge strane, kolebanja relativnih cijena (tečaja i inflacije), dominacija ulaganja u sektore koji ne jamče brz porast produktivnosti faktora, veliki fiskalni deficit i mogući defekti u sustavu upravljanja rizicima i nadzoru financijskih posrednika i tržišta, povećavaju financijsku ranjivost. Glavno pitanje stoga glasi: *možemo li reći da zemlja ima čvrste „fundamente“ koji jamče koristi od liberalizacije i međunarodne integracije, ili slabost u „fundamentima“ poziva na oprez?*

Ekonomija nije prirodna znanost, pa na ovo pitanje nije moguće dati jednoznačan odgovor. Ova nepreciznost ostavlja širom otvorena vrata odlučivanju i djelovanju „prema osjećaju“. Oni koji fundamente doživljavaju jakima zauzimat će se za liberalizaciju, uza što manju državnu regulaciju. Oni koji ih doživljavaju slabima tražit će defanzivne taktike, ne bi li ublažili „udare vjetrova“ koji pušu s međunarodnih tržišta kapitala.

Prihvatimo li činjenicu da su objektivne ocjene financijske ranjivosti neke zemlje dvojbene (osim u ekstremnim, očitim slučajevima), i priklonimo li se – opreza radi, stajalištu da je ponekad potrebno provoditi defanzivne taktike radi djelomične izolacije nacionalne ekonomije od međunarodnih tržišta kapitala, moramo imati spreman odgovor na sljedeće pitanje: *kako postići takvu djelomičnu izolaciju i opravdava li njen trošak eventualne koristi?*

Globalizacijski i integracijski procesi postavljaju ograničenja djelomičnoj izolaciji od međunarodnog financijskog tržišta i nameću pitanje odnosa troškova i koristi takve regulacije. Različite faze političke integracije u kojima se nalaze države nove Europe s EU praćene su napredovalim gospodarskim integracijama pri čemu financijski sektor prednjači u tim procesima. Takav je razvoj događaja pogodio kreditnom i ukupnom gospodarskom rastu te doveo do ubrzanja realne konvergencije odnosno smanjenja odstupanja realnoga dohotka po stanovniku u odnosu na prosjek EU. No usporedo se otvorio i problem dugoročne održivosti toga procesa. Konkretno, postavilo se pitanje koliko je velik manevarski prostor u kojem

¹ Na primjer, Čile je od 80-tih godina dobro „podnosio“ česte južnoameričke turbulencije.

kreatori domaće ekonomske politike mogu utjecati na smanjenje rizika u tako otvorenom razvojnem modelu.

Ova su pitanja posebno teška u svjetlu niskih svjetskih kamatnih stopa koje su prevladavale do 2006. Zbog njih je međunarodno financijsko okružje pothranjivalo interpretaciju prema kojoj integracija i međunarodni tokovi kapitala donose samo dobrobit. Povijest međutim uči da je globalno financijsko tržište povremeno sklono hirovima. Zbog toga nije moguće izbjeći pitanje o tome što bi se moglo dogoditi u slučaju promjene globalne financijske klime nalik onoj potkraj 90-tih.

Tražeci odgovore na to pitanje, kroz kolebanja između optimizma i budnoga opreza, gotovo su svi kreatori ekonomske politike u zemljama nove Europe poduzimali različite mjere za suzbijanje (uzroka ili posljedica) „prevelikog“ priljeva kapitala i „prebrzog“ rasta kredita. Asortiman mjera varirao je od zemlje do zemlje i razdoblja do razdoblja, poprimajući razne oblike; od onih uobičajenih, kao što je stvaranje fiskalnoga suficita u Estoniji, do onih manje očekivanih i svakako kontroverznih, kao što je slučaj s de facto limitima na rast kreditnih portfelja banaka u Bugarskoj i Hrvatskoj. Učinkovitost svih tih mjera predstavlja otvoreno pitanje.

Oetker-Robe, Polanski Topf i Vavra (2007) upozoravaju na neučinkovitost mjera u dugom roku i preporučuju kreatorima ekonomske politike da se usredotoče na stvari na koje mogu trajno utjecati. To se prvenstveno odnosi na jačanje ekonomskih i financijskih „fundamenata“ kao što su produbljivanje financijskih tržišta, jačanje nadzora i regulacije financijskoga sustava te jačanje kapaciteta za osmišljavanje i provedbu kvalitetne makroekonomske i financijske politike: *„Te će akcije pomoći pri povećanju apsorpcijskoga kapaciteta i otpornosti gospodarstava i financijskih sustava na rizike povezane s priljevom kapitala.“* (Oetker-Robe i dr., 2007: 1).

Mjere kojima se želi ometati sprega između priljeva kapitala i rasta kredita uglavnom nisu učinkovite.

Unatoč čvrstim argumentima koje iznose ovi autori, tek će se za nekoliko godina moći dobro odvagnuti integracijske koristi i troškovi. Do tada će se prilično jasno vidjeti svi pozitivni te eventualni negativni učinci mogućih kolebanja međunarodnih tokova kapitala unutar europskoga prostora. Također će se vidjeti jesu li mjere usmjerene k sprječavanju takvih tokova i usporavanju financiranja rasta bankovnih kredita iz inozemstva bile neučinkovite kao što se sada čini te će se vidjeti kakav je bio trošak tih mjera.

Hrvatska je dobar primjer koji ilustrira tu tezu. Unatoč brojnim i raznolikim mjerama središnje banke, tempo kreditne ekspanzije do sredine 2007. nije pokazao osjetljivost na promjene regulacije. Takav je ishod bio u skladu sa spomenutim zaključcima o neučinkovitosti mjera Oetker-Robe, Polanskog, Topfa i Vavre (2007). Međutim, uvođenje de facto limita na rast kredita (obvezni upis blagajničkih zapisa HNB-a) upravo počinje pokazivati snažan

učinak što se i očekuje od administrativnih mjera koje suspendiraju funkcioniranje tržišta. Već u srpnju ove godine plasmani banaka nominalno su smanjeni po prvi put nakon dužeg vremena.

O gospodarskim učincima takvoga razvoja događaja zasad se može samo nagađati. Međutim opravdanost tako radikalnih mjera dugo će ostati predmetom rasprava u svjetlu činjenice koju pokazujemo u ovoj analizi: krediti su u Hrvatskoj u razdoblju 2004. – 2006. rasli sporije od očekivanja na danoj razini financijskoga razvitka, a ne ekstremno brzo, kao što se obično misli. Iako se opravdanje za limitiranje plasmana banaka privatnom sektoru može tražiti i u razmjerno visokom vanjskom dugu, izravnu je dinamičku vezu između vanjskoga duga i kredita teško uspostaviti. Kreditni je multiplikator nestabilan kao i koeficijenta novčanoga obrtaja, a i strukturni učinci kredita (veza kredita s rastom produktivnosti) mogli bi biti podložni promjenama u vremenu. Veza između rasta kredita privatnom sektoru i neto vanjskoga duga može se dodatno problematizirati jer bi se makroekonomska korekcija trebala odvijati putem smanjenja deficita i gubitaka u nisko produktivnom javnom sektoru, a ne putem restrikcija u privatnom sektoru. Privatni sektor jedini dugoročno može povećati konkurentnost i produktivnost nacionalnog gospodarstva te tako dugoročno smanjiti deficit tekućeg računa bilance plaćanja i pritisak na rast vanjskoga duga.

Rasprava o opravdanosti i učinkovitosti mjera ne treba čekati daleku budućnost. Učinak mjera suzbijanja rasta kredita na troškove regulacije i profitabilnost banaka može se već sada egzaktno izmjeriti. Pomoću te mjere može se razglabati o spremnosti i sposobnosti banaka da u budućnosti, u eventualno promijenjenim (zaoštrenim) globalnim kreditnim uvjetima, pribave novi kapital i izvore sredstava za novi kreditni ciklus u trenutku kada će on gospodarstvu biti najpotrebniji. To je tradicionalni problem učinkovitosti anticikličke monetarne politike.

Pitanje snage i brzine zaokreta kreditnoga ciklusa pod djelovanjem promjena regulacije (u oba smjera!) tek je prvo pitanje iz asortimana rizika koje jednim imenom možemo nazvati *rizici regulacijske distorzije*. Regulacijski trošak koji prikazujemo u analizi povezan je s regulacijskim distorzijama, no on se ne može s njima poistovjetiti. *Regulacijske distorzije odnose se na puno širi pojam koji obuhvaća sve trenutne i buduće nenamjeravane negativne učinke regulacije.*² U skupinu takvih distorzija mogu se na primjer svrstati: neželjena i neočekivana kolebanja kamatnih stopa ili tečaja, slabljenje tržišnog natjecanja, promjene u strukturi aktive i pasive banaka usmjerene prema sredstvima kraće ročnosti i/ili većega rizika, prekid motiva za izvedbu novih ulaganja (npr. odgoda ulaganja u osvajanje novih tržišnih segmenata poput malih i srednjih poduzeća), prerana pojava motiva za transformaciju banaka kćeri u podružnice te spomenuto slabljenje sposobnosti za provedbu

Administrativne mjere mogu biti ograničeno učinkovite, no one izazivaju regulacijske distorzije.

² S posebnom pozornošću treba odvojiti pojam regulacijskoga rizika od rizika (ne)poštivanja regulacije (eng. compliance risk).

anticikličke monetarne politike. U konačnici, najvažnija regulacijska distorzija odnosi se na dugoročni učinak regulacije na BDP i zaposlenost ako bi se pokazalo da je taj učinak negativan.

Problem je s regulacijskim distorzijama u tome što ih je teško modelirati i mjeriti. Međutim to ne znači da ih treba zanemariti. Usmjeravanje pozornosti na regulacijske troškove i regulacijske distorzije u ovoj analizi sigurno ne može pružiti cjelovitu sliku troškova i koristi od regulacije. *Tako nešto i nije cilj rada koji se ne bavi detaljno koristima od regulacije te ne ulazi duboko u bit problema – u odnos restriktivne monetarne i ekspanzivne fiskalne politike.* Međutim, u kontekstu zanemarivanja regulacijskih distorzija i s njima povezanih rizika u javnoj i stručnoj raspravi o mjerama, cilj nam je prikazati i tu, drugu stranu jednadžbe. Tek će se pomoću cjelovite jednadžbe moći izvesti objektivna računica o ukupnim neto učincima regulacije tokova kapitala od 2003. naovamo.

U prvom se poglavlju pobliže definira problem brzoga rasta kredita. Drugo poglavlje sadrži pregled reakcija regulatora na spregu između priljeva kapitala i brzoga rasta kredita u Hrvatskoj i odabranim zemljama nove Europe. Treće poglavlje prikazuje novi izračun troškova regulacije banaka u Hrvatskoj. Riječ je o metodološkoj reviziji otprije poznatoga Indeksa regulacijskog opterećenja IRO³. Revizija je izvedena tako da indeks sada uključuje učinke promjena regulacije banaka u Hrvatskoj od 2005. naovamo što obuhvaća i najnovije mjere uvođenja pomičnih (de facto) limita na rast kredita. Zaključno četvrto poglavlje sadrži raspravu o regulacijskim distorzijama.

I. Sporije od očekivanja: kako odrediti „brzi rast kredita“?

Ne postoji neki objektivni kriterij pomoću kojega bi se moglo točno utvrditi što je to brz ili „prebrz“ rast kredita. „Prebrz“ znači gospodarski štetan, onaj koji vodi u rizike čiji se krajnji učinci ne mogu predvidjeti (tj. u neizvjesnost), i koji znatno povećava financijsku ranjivost banke ili bankovnog sustava u cjelini. Dakle, „prebrzo“ se može opisati, ali je taj opis vrlo teško pretvoriti u konkretne brojeke.

„Prebrz“ rast kredita lako je opisati, lako je i zamisliti njegove negativne posljedice, ali ga je vrlo teško izmjeriti.

Postoje istraživanja koja pokazuju da brz rast kredita sam po sebi ne povećava vjerojatnost izbijanja financijskih poteškoća. Kraft i Galac (2007) pokazali su da je isključivo visina pasivnih kamatnih stopa imala individualnu moć predviđanja problema u pojedinim bankama 90-tih. Varijable na strani aktive nisu imale samostalnu moć predviđanja. Tako su uz dovoljno dug vremenski odmak i rigoroznu metodu potvrđeni raniji rezultati (Šonje, 1997; Šonje i Vujčić, 1999). Oni su ukazali na to da je brzi rast kredita problem ako se javlja u sprezi s iznimno visokim kamatnim

³ http://www.arhivanalitika.hr/IRO_glavna.pdf

stopama koje ukazuju na postojanje moralnog hazarda, a on se najčešće javlja u uvjetima slabe regulacije i slabog upravljanja rizicima u bankama. Ti su se rezultati poklopili s rezultatima inozemnih istraživača koji su analizirali veći broj zemalja kroz duža razdoblja (npr. Peria i Schmukler, 1999; Calomiris i Powel, 2000; Rojas-Suarez, 2001).

Koristeći se metodologijom navješćujućih indikatora bankovnih kriza, Ahc-Šonje (2002) ipak je pronašla da brzina rasta kredita može pomoći pri predviđanju problema u bankovnom sustavu u cjelini. Signalna vrijednost ove varijable nešto je manja od realnoga tečaja, omjera inozemne aktive banaka i M4, te omjera rezervi banaka i ukupne bankovne aktive, no ta je signalna vrijednost ipak razmjerno visoka jer je usporediva sa signalnom vrijednošću kredita HNB-a bankama i veća je od vrijednosti drugih dobrih prognostičkih varijabli kao što su multiplikator M4 i međunarodne rezerve.

U pregledima rezultata srodnih istraživanja za druge zemlje povremeno se spominje prognostička moć rasta kredita (Bell, 2000), no prema najutjecajnijem istraživanju ove vrste (Goldstein, Kaminsky i Reinhardt, 2001) najveću prognostičku moć imaju kolebanja i precijenjenost realnog tečaja, pad cijena dionica, monetarni multiplikator, pad outputa i izvoza te rast kamatnih stopa.

Može se zaključiti da se rast kredita sam po sebi ne može označiti kao problem ako su drugi ekonomski i regulatorni „fundamenti“ čvrsti. Zbog toga mnoge razvijene europske zemlje povremeno bilježe izrazito visoke stope rasta kredita, što ne izaziva drastične reakcije kreatora financijske politike. Problem se javlja tek kada se kreditna ekspanzija javlja u sprezi s drugim čimbenicima rizika. Na primjer, nagla kreditna ekspanzija usmjerena kreditiranju kupnje nekretnina i dionica u uvjetima visokih pasivnih kamatnih stopa, snažnog priljeva kapitala i očite precijenjenosti tečaja koja dovodi do kolebanja ili čak pada outputa i izvoza, zasigurno predstavlja alarmantan slučaj.

Brz rast kredita nije problem ako su ekonomski i regulatorni fundamenti čvrsti.

U stvarnome se svijetu rijetko javlja tako očito opaka konstelacija. Stvarnost je najčešće mješavina pozitivnih i negativnih informacija. Na primjer, rast kredita i BDP-a, pad nezaposlenosti i rast cijena imovina i bogatstva često se miješaju s deficitom tekućega računa bilance plaćanja i rastom vanjskoga duga kao u slučaju Hrvatske. U takvim je uvjetima veoma teško racionalno predviđati putanju gospodarskoga razvitka pa vrata za različite interpretacije stanja ekonomije ostaju širom otvorena. Tek kada neki od provjerenih indikatora krize probije neki potvrđen „kritični prag“⁴, pojavit će se suglasnost u pogledu nužnosti hitnog djelovanja. Do tada će se mišljenja o „pregrijanosti“ gospodarstva razilaziti.

⁴ Takav je primjer s omjerom kratkoročnoga vanjskog duga i međunarodnih pričuva – prag je 100%, a sada je taj indikator u Hrvatskoj dva puta niži od kritičnoga praga.

Poteškoća s definiranjem „prebrzoga“ rasta kredita javlja se i ako se odgovor potraži pomoću empirijskih podataka bez apriornih teorijskih pretpostavki: Slika 1 prikazuje podatke o prosječnoj godišnjoj stopi rasta kredita privatnom sektoru u odnosu na prosječni omjer takvih kredita prema BDP-u u razdoblju 2004. – 2006. za 28 odabranih europskih zemalja.⁵ Razdoblje 2004. – 2006. odabrano je zbog toga što se u njemu dogodio gospodarski oporavak koji je bio praćen rastom tokova kapitala i bankovnih kredita u cijeloj EU.

Podatci pokazuju dvije važne stvari (podatak za Hrvatsku zaokružen je crveno). Prvo, očito je da zemlje s manjom početnom financijskom razvijenošću (nižim omjerom kredita i BDP-a) bilježe u prosjeku brži rast bankovnih kredita. Međutim, *postoji i skupina kreditno izrazito razvijenih zemalja (desni dio slike) koje također bilježe veoma brz rast kredita.* U toj skupini prednjače Irska i Španjolska. To su ujedno i zemlje koje relativno brzo rastu, koje su se tek u zadnjoj četvrtini prošloga stoljeća otisnule s europske periferije i priključile europskoj matici, i koje su – u usporedbi sa starijim članicama EU, razmjerno kasno započele s restrukturiranjem stambenih fondova.⁶ Prema tome, potražnja za kreditima, koja je povezana s gospodarskim rastom i restrukturiranjem ključnih sektora utječe na brzinu rasta kredita povrh početnih uvjeta određenih stupnjem razvoja kreditnoga tržišta.

Što je kreditno tržište slabije razvijeno, to će krediti brže rasti u „dobrim“ vremenima.

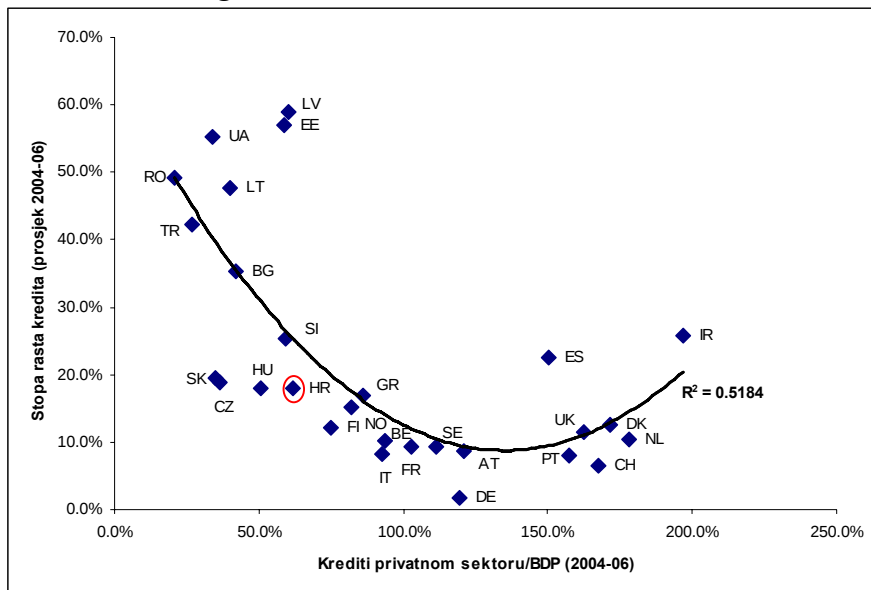
Drugo, slika pokazuje da tempo rasta kredita u Hrvatskoj u razdoblju 2004. – 2006. ni po čemu nije odskakao od podataka za druge zemlje. Naprotiv, ako regresijski polinom interpretiramo kao statistički relevantnu činjenicu, vidimo da je *rast kredita u Hrvatskoj bio sporiji od očekivane vrijednosti* (koja se nalazi na liniji okomito iznad podatka za Hrvatsku). Podatak za Hrvatsku nalazi se ispod regresijske linije. Uz prosječni omjer kredita i BDP-a od 62%, koliko iznosi prosjek za Hrvatsku u ovom razdoblju, očekivali bismo rast po prosječnoj godišnjoj stopi od oko 27%, dok je stvarni podatak iznosio 18%.

⁵ Analiza obuhvaća: Austriju, Belgiju, Bugarsku, Hrvatsku, Češku, Dansku, Estoniju, Finsku, Francusku, Njemačku, Grčku, Mađarsku, Irsku, Italiju, Litvu, Latviju, Nizozemsku, Norvešku, Portugal, Rumunjsku, Slovačku, Sloveniju, Španjolsku, Švedsku, Švicarsku, Tursku, Ukrajinu i Ujedinjeno Kraljevstvo.

⁶ Dubravko Mihaljek pokazuje da je kvadrat stana u Irskoj i Španjolskoj najskuplji u Europi, uz Francusku (Banka, rujan 2007: str. 61; prikaz rada Egerta i Mihaljeka iz 2007). Utoliko se ne može isključiti interpretacija da su se u tim zemljama cijene nekretnina prenapuhale između ostaloga i radi toga jer Eurozona nije optimalno valutno područje. Prema ovom tumačenju kamatna stopa ECB-a bliža je optimalnoj za zemlje poput Italije i Njemačke, nego za zemlje poput Španjolske i Irske što bi značilo da je za zemlje poput Španjolske i Irske monetarna politika ECB-a bila preekspanzivna (kamatna stopa preniska). Naravno, kamatne su stope samo jedna od varijabli koja utječe na cijene nekretnina (Egert i Mihaljek, 2007) pa je pitanje da li su te cijene prenapuhane opet teško dovoditi samo u vezu s kamatnim stopama.

Slika 1

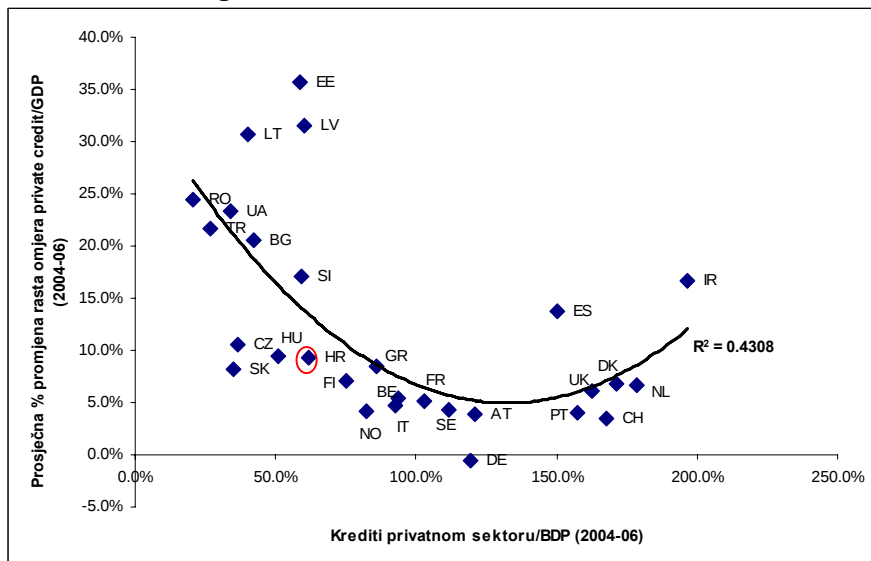
Prosječni rast bankovnih kredita u odnosu prema prosječnom stupnju razvitka kreditnoga tržišta 2004.-2006.



Izvor: izračuni Arhivanalitike na temelju International Finance Statistics MMF-a

Slika 2

Prosječni rast omjera kredita i BDP-a u odnosu prema prosječnom stupnju razvitka kreditnoga tržišta 2004.-2006.



Izvor: izračuni Arhivanalitike na temelju International Finance Statistics MMF-a

Slika 2 prikazuje istu pojavu i potvrđuje gornje rezultate, ali uz drukčije izmjerenu varijablu rasta kredita. Ovdje je na osi y umjesto rasta nominalnih kredita prikazan prosječni rast omjera kredita i BDP-a. Naime, moguće je da

je u nekim zemljama brz rast nominalnih kredita bio povezan s višom inflacijom i/ili iznimno brzim porastom realnog BDP-a. U tom bi slučaju ovaj omjer rastao bitno sporije od samoga kreditnog portfelja. To kako vidimo nije bio slučaj jer su slike 1 i 2 vrlo slične. Otud zaključujemo da razlike u stopama inflacije i brzinama gospodarskoga rasta nemaju velik učinak na rezultate ove analize.

Zaključci dakle glase da krediti u financijski slabije razvijenim zemljama rastu u prosjeku brže nego u financijski razvijenim zemljama. To je i očekivano zbog brze konvergencije prema prosjeku EU, restrukturiranja cjelokupnog stambenog sektora i buđenja potrošnje na višim razinama dohotka.⁷ Međutim, nije neobično da i financijski visoko razvijene zemlje zabilježe visoke stope rasta kreditnoga portfelja. U svjetlu tih činjenica, brzina rasta kredita u Hrvatskoj ne može se označiti iznimno visokom.

Rast bankovnih kredita u Hrvatskoj u usporedbi s drugim europskim zemljama nije bio iznimno brz na danoj razini financijskog razvitka.

Ne treba zaboraviti da su ovdje prikazani tek statistički podatci koji se mogu interpretirati na različite načine, zavisno o tome kako tumačimo gospodarski kontekst u Europi tijekom protekle četiri godine. Ako procjenjujemo da je posvuda u Europi tijekom proteklih nekoliko godina došlo do neoprezne i nekontrolirane ekspanzije svih oblika potrošnje i kredita (odnosno da je jedinstvena monetarna politika za Eurozonu dovela do neželjenog „pregrijavanja“ u Irskoj, Španjolskoj, Francuskoj i još nekim zemljama), i da je međunarodni kapital tek privremeno potekao prema zemljama nove Europe nošen jednokratnim valom europskoga optimizma, onda ćemo zaključiti da su strah i oprez kreatora politike u proteklom razdoblju bili razboriti. S druge strane, ako paneuropsku ekspanziju protumačimo kao kontroliranu i održivu pojavu (koja se odvija uz manje i očekivane fluktuacije), te ako bi priljevi kapitala prema novoj Europi mogli imati trajan i stabilan karakter, onda ćemo zaključiti da su strah i oprez regulatora u pogledu brzine rasta kredita u proteklom razdoblju bili pretjerani, jednim dijelom možda čak i štetni zbog izazivanja regulacijskih distorzija koje opisujemo u završnom poglavlju.

⁷ Pregled literature o vezi između financijskog i ukupnog gospodarskog razvitka vidjeti u: Šonje (2005).

II. Pregled reakcija regulatora u Istočnoj i Jugoistočnoj Europi

Suočeni s naglim priljevom kapitala i rastom kredita, regulatori su u regiji reagirali različito. U tom je kontekstu interesantno prikazati evoluciju regulacije tokova kapitala i kredita u Hrvatskoj te ih, zahvaljujući iscrpnome prikazu Oetker-Robe, Polanskog, Topfa i Vavre (2007), usporediti sa sličnom regulacijom u drugim zemljama.

Tablica 1 daje pregled mjera poduzetih u Hrvatskoj nakon 2000. te pokazuje jesu li slične mjere poduzete u nekoj drugoj državi između njih 10 obuhvaćenih pregledom Oetker-Robe i dr. (2007).⁸ Ovaj pregled ne prikazuje sve mjere, posebno ne one monetarne, poput promjena stopa obvezne rezerve, deviznih intervencija i sl. Prikazane su samo odabrane mjere za koje se moglo zaključiti da su donošene s ciljem usporavanja rasta kredita odnosno – posredno ili neposredno, radi destimulacije priljeva kapitala iz inozemstva.

Četiri su vrste mjera kojima su regulatori reagirali na spregu priljeva kapitala i rasta kredita:

- makroekonomske
- monetarne
- devizne
- prudencijalne

Mjere su svrstane u četiri skupine:

1. Makroekonomske mjere (osim usko definiranih monetarnih)

Ove mjere obuhvaćaju: (i) veću fleksibilnost tečaja, (ii) fiskalnu prilagodbu, (iii) mjere upravljanja javnim dugom i (iv) sustavno zadržavanje kamatne stope tržišta novca iznad Euribora. Veću fleksibilnost tečaja koristile su Češka, Mađarska, Poljska i Rumunjska. Općenito se smatra da ta mjera ne rješava problem jer očekivanje aprecijacije dodatno potiče zaduživanje u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu. Destimulirajuće djelovanje na potražnju za kreditima moglo bi nastati samo u slučaju velike fluktuacije tečaja u oba smjera, što se ni u jednoj zemlji nije dogodilo u mjeri koja bi mogla snažno utjecati na ponašanje dužnika. Nadalje, fiskalna restrikcija kojom se parira ekspanziji privatne potražnje mora biti vrlo snažna da bi proizvela makroekonomske učinke. Takva je restrikcija politički teško izvediva pa je jedino Estonija uspjela proizvesti značajniji učinak. Unatoč tomu, deficiti na tekućem računu i rast vanjskoga duga bili su razmjerno visoki u toj zemlji. Treće, mnoge su zemlje pokušavale sustavno pristupiti razvitku domaćega tržišta javnog duga ne bi li smanjile potrebu za izravnim zaduživanjem vlada u inozemstvu. To je, uz fleksibilnu politiku tečaja, bila najčešće korištena makroekonomska mjera koju, osim u Hrvatskoj, susrećemo još i u Bugarskoj, Mađarskoj, Poljskoj i Turskoj. Naposljetku, samo je Latvija sustavno ciljala premiju u domaćoj kamatnoj stopi iznad Euribora, nastojeći izbjeći rast potražnje za kreditima zbog pretjeranog pada domaćih kamatnih

⁸ Do 2002. snaga priljeva kapitala nije percipirana kao problem, a visoke stope rasta kredita interpretirane su u pozitivnom svjetlu nakon pogoršanja odnosno stagnacije kreditnih uvjeta u razdoblju 1999.-2000. Pojam „previsok“ rast kredita prvi se put pojavio u priopćenju sa sjednice Savjeta HNB-a u siječnju 2003.

stopa.⁹ Hrvatska se nije služila s prve dvije i zadnjom od ovih mjera u obujmu u kojem bismo mogli govoriti o značajnom učinku. Zaduživanje države na domaćem tržištu moglo je proizvesti pozitivne učinke, no oni još nisu dovoljno istraženi.

2. Monetarne i kreditne mjere

Među monetarnim i kreditnim mjerama prevladavaju one koje se tiču osnovice i stope prosječne obvezne pričuve (granična obvezna pričuva – GOP svrstana je među devizne mjere i raspravlja se dalje u tekstu). Zadržavanje visoke stope obvezne pričuve i uvođenje deviznih izvora u osnovicu zabilježeno je i na Baltiku i u Jugoistočnoj Europi, s time da su Rumunjska, Bugarska i Srbija koristile još restriktivnije mjere uvodeći više stope obvezne rezerve na devizne nego domaće izvore. De facto limite na rast kreditnog portfelja banaka (upis obveznih zapisa ili polog obveznih depozita ako rast kredita prijeđe neki administrativno određeni prag), osim Hrvatske, uvodila je još samo Bugarska (2004 – 2006).

Tablica 1
Pregled mjera financijske politike

MJERA	VRIJEME	NAPOMENE i PODATCI ZA DRUGE ZEMLJE*
Makroekonomske mjere (osim monetarnih) - smanjenje fiskalnog deficita ili fiskalni suficit - financiranje fiskalnoga deficita u većoj mjeri putem domaćeg tržišta kapitala	2005 – 2004 -	Neke su zemlje na priljev kapitala odgovorile većom fleksibilnošću tečaja (Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska od 11/04) Estonija je nastojala učvrstiti fiskalnu disciplinu Bugarska, Mađarska, Poljska, Turska Latvija nije dopuštala pad kamatne stope tržišta novca ispod Euribora (održavana je premija 150-200 bps).
Monetarne i kreditne mjere - Uključivanje deviznih depozita u osnovicu za obračun obvezne rezerve - Uključivanje primljenih deviznih kredita u osnovicu za obračun OR - Održavanje obvezne rezerve temeljem devizne osnovice u kunama (10% + 10%+5%) - 100% obvezne pričuve na devizne izvore sredstava od osoba u posebnom odnosu s bankom - Povećanje kunskog održavanja devizne obvezne rezerve s 35% na 40% pa na 42% - Povećanje kunskog održavanja devizne obvezne rezerve s 42% na 50% - Upis obveznih blagajničkih zapisa	Listopad 2000. Lipanj 2001. Rujan 2001. Listopad 2001. Studenj 2001. Siječanj 2004. Rujan 2003. Studenj 2003. Prosinac 2003. Svibanj 2005.	Baltičke zemlje. Uz to, te su zemlje nastojale što duže odgađati prilagodbu sustava obvezne rezerve kriterijima EMU. U Bugarskoj, Srbiji i Rumunjskoj također, s tim da su u tim zemljama obračunate diferencirane stope obvezne rezerve (više na inozemne izvore) N/A N/A N/A N/A

⁹ Učinkovitost je ove mjere upitna jer je upitna čvrstina veze između kamatnih stopa na tržištu novca i kamatnih stopa na kredite. HNB očigledno nije vjerovala u važnost te veze pa je i kamatna stopa na obratnim repo aukcijama u posljednje vrijeme zadržana ispod razine kamatnih stopa ECB-a. Također, upravljanje kamatnim stopama može se pokazati nemogućim zadatkom kada zemlja u isto vrijeme ima slobodne tokove kapitala i stabilan tečaj (tzv. „nemoguće trojstvo“). U takvim uvjetima postoji realna opasnost da više kamatne stope potaknu novi priljev kapitala pa se problem ponavlja u začaranom krugu (ponegdje se u literaturi problem naziva još i „dilema Tošovskog“ prema bivšem češkom guverneru).

MJERA	VRIJEME	NAPOMENE I PODATCI ZA DRUGE ZEMLJE*
HNB-a za banke čiji rast kredita prijeđe 12% godišnje - Promjena izračuna osnovice kredita i uvođenje praga za izračun od 0.5% mjesečno za drugu polovicu 2007.	Siječanj 2007. Srpanj 2007.	Slične su mjere korištene u Bugarskoj 2004-2006. Najradikalniju je mjeru koristila Poljska gdje je središnja banka prikupljala depozite kako bi smanjila likvidnost banaka i utjecala na kamatne stope.
Devizne mjere - Ukidanje omjera pokriva kratkoročne devizne pasive kratkoročnom deviznom aktivom (53%) i zamjena toga omjera omjerom od 35% koji se obračunava na cjelokupnu deviznu pasivu - Smanjenje gornjega omjera na 32% - Uključivanje depozita s valutnom klauzulom u osnovicu za obračun gornjega omjera - Granična obvezna pričuva (GOP) na nove inozemne izvore sredstava 24% 30% 40% 55% - Proširenje osnovice za obračun GOP-a garancijama i jamstvima za račun stranih osoba zbog zaduživanja domaćih osoba u inozemstvu te sredstvima primljenima od lizinga - Proširenje osnovice za obračun GOP-a na obveze banaka temeljem izdanih dužničkih vrijednosnih papira - Proširenje osnovice za obračun GOP-a bilancom mandatnih poslova	Veljača 2003. Veljača 2005. Rujan 2006. Srpanj 2004. Veljača 2005. Svibanj 2005. Prosinac 2005. Siječanj 2006. Veljača 2006. Srpanj 2006.	N/A
<i>(nastavak s prethodne stranice)</i> Prudencijalne mjere - Obvezni upis blagajničkih zapisa HNB-a u iznosu 200% prekoračenja kvartalne stope rasta aktive od 4% - Formiranje posebnih rezervi za opće bankovne rizike od 0.1% - 0.7% zavisno o godišnjem rastu izloženosti prema dekadnoj skali iznad 20% - smanjenje stope premije osiguranja štednje s 0.8% na 0.5% osiguranih depozita - Uvođenje viših pondera (25 bodova) pri izračunu kapitalne adekvatnosti za izloženost prema klijentima koji su izloženi valutno induciranom kreditnom riziku	2003. Siječanj 2004. Prosinac 2004. Svibanj 2006.	Kako bi suzbila pretjeranu ekspanziju hipotekarnih kredita i napuhavanje cijena nekretnina, Estonija je povećala ponder rizika za izračun kapitalne adekvatnosti stambenih hipotekarnih kredita s 50% na 100% (ožujak 2006.). Pisma s „moralnim apelima“ koja pozivaju na povećan oprez zbog rasta kredita, poslana su bankama i njihovim maticama u skandinavskim zemljama. Slične su mjere uvedene u Litvi i Rumunjskoj. Zbog brzog rasta deviznih kredita rezidentima, mađarska središnja banka provodila je edukacijske i informacijske kampanje o valutno induciranom kreditnom riziku. Mađarska središnja banka prijetila je i da će smanjiti stopu remuneracije rezervi ako otvorene devizne pozicije banaka prijeđu 30% kapitala, no prijetnju nikada nije ostvarila.

* Oznaka N/A ne znači da mjera nije primijenjena već znači samo da mjera nije spomenuta u prikazu Oetker-Robe i dr.

Izvor: www.hnb.hr Godišnja izvješća i Priopćenja za javnost te Oetker-Robe, Polanski, Topf i Vavra (2007).

3. Devizne mjere

Devizne su mjere hrvatska posebnost što se objašnjava sporijim tempom pristupanja EU. Zemlje koje su ranije pristupile EU nisu koristile izravne devizne mjere kako se one ne bi protumačile kao narušavanje načela slobode kretanja kapitala. Stoga hrvatsku financijsku politiku možemo označiti najaktivnijom u promatranoj skupini zemalja zbog ekstenzivnog korištenja deviznih mjera, poglavito zbog granične obvezne pričuve.

4. Prudencijalne mjere

Sve zemlje osim Češke i Poljske koristile su izravne ili neizravne prudencijalne mjere. One se najčešće javljaju u vidu povećanog kapitalnog zahtjeva za izloženost dijelovima aktive gdje bi se u uvjetima neoprezne kreditne ekspanzije mogli akumulirati veći rizici od onih koje predviđa standardna regulativa Bazel I ili II. Na Baltiku su hipotekarni stambeni krediti ocijenjeni takvima, dok su u drugim zemljama – pa tako i u Hrvatskoj, takvima ocijenjeni krediti klijentima koji nose valutno inducirani kreditni rizik. Hrvatska se pokazuje kao tipičan slučaj u pogledu ove skupine mjera.

Pregled četiriju vrsta mjera ukazuje na tri važna zaključka:

- a) Hrvatska nije dovoljno koristila snažnu makroekonomsku prilagodbu osim u dijelu politike razvitka domaćeg tržišta javnog duga.¹⁰
- b) U prudencijalnom dijelu Hrvatska je koristila tipične mjere koje susrećemo i kod većeg broja drugih sličnih zemalja.
- c) U monetarnom i deviznom dijelu Hrvatska se služila najrestriktivnijim mjerama u promatranoj skupini zemalja.¹¹

Hrvatska je, komparativno gledano, koristila vrlo restriktivne mjere u deviznom i, u novije vrijeme, u monetarnome dijelu.

III. Mjerenje regulacijskog opterećenja: revidirani indeks IRO

Izrazita snaga deviznih mjera u Hrvatskoj nameće pitanje o troškovima i distorzijama (iskrivljenjima djelovanja tržišta) što nastaju uslijed djelovanja regulacije. Indeks regulacijskog opterećenja (IRO)¹² pokazuje da su se troškovi regulacije do druge polovice 2003. nalazili u blagom padu.¹³

¹⁰ Ipak se u većoj mjeri radilo o prirodnoj tendenciji vođenoj pritiskom potražnje nego o svjesnoj akciji usmjerenoj prema strukturnim promjenama na tržištu sa strane ponude.

¹¹ Jedina je iznimka u tome što je Hrvatska konzistentno unificirala stopu obvezne rezerve dok su neke zemlje – zbog nemogućnosti primjene granične pričuve, diferencirale stope primjenjujući višu stopu na inozemne izvore sredstava banaka.

¹² Detaljniji uvid u metodologiju IRO-a čitatelj će pronaći u materijalu napisanom 2005. kada je ovaj indeks prvi puta objavljen (http://www.arhivanalitika.hr/IRO_glavna.pdf)

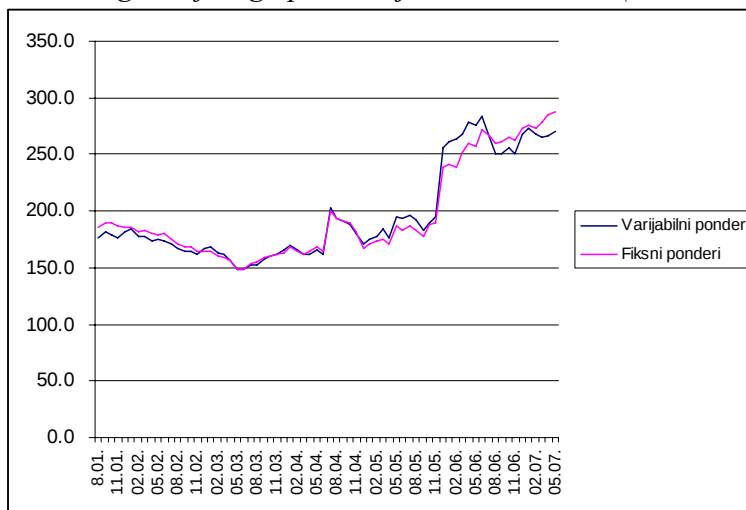
¹³ To se podudara s razdobljem u kojem rast kredita nije percipiran kao problem. Podsjetimo da se riječ „previsok“ rast kredita u priopćenjima HNB-a počinje javljati tek od 2003.

Međutim, u izvornoj je studiji IRO-a¹⁴ pokazano da je već tada regulacijsko opterećenje u Hrvatskoj bilo 4-5 puta veće nego u drugim zemljama.

Od kraja 2003. započinje rast IRO-a koji je bio naročito izražen u razdobljima podizanja stope granične obvezne pričuve: u srpnju 2004. i prosincu 2005. Gotovo *udvostručenje* vrijednosti IRO-a od sredine 2003. do sredine 2007. nastalo je zbog brige regulatora za prebrzi rast kreditnog portfelja u uvjetima naglog priljeva kapitala. Međutim, IRO na slici 3 ne uključuje najnoviju mjeru de facto administrativnog ograničavanja rasta kreditnog portfelja banaka, o čemu govorimo u nastavku.

Slika 3

Indeks regulacijskog opterećenja banaka – IRO (u baznim bodovima)



Indeks regulacijskog opterećenja banaka raste i kada se u izračun ne uključi učinak najnovijih limita na rast kredita privatnom sektoru.

¹⁴ Vidjeti izvor u fusnoti 11.

O IRO-u I NJEGOVOJ METODOLOŠKOJ REVIZIJI

IRO mjeri granični trošak regulacije (GTR). GTR predstavlja aproksimaciju dodatne cijene koju banka mora platiti na izvore sredstava zbog regulacije kada želi povećati kreditni portfelj za jedinicu. Opću formulu graničnoga troška regulacije uspostavio je Hannan (1989) određivši GTR kao razliku između ukupnoga troška dodatnih sredstava za banku i tržišne cijene odnosno pasivne kamate (i) za koju pretpostavlja da razumno aproksimira cijenu sredstava u uvjetima bez regulacije. Glavno je ograničenje Hannanova modela u tome što pretpostavlja da je zabilježena tržišna cijena, tj. kamatna stopa ona stopa koja bi prevladavala i u uvjetima bez regulacije, što u stvarnosti ne mora biti slučaj ako tržište izvora sredstava nije tržište savršene konkurencije:

$$GTR = \frac{i + c}{1 - r} - i$$

gdje je c stopa premije osiguranja štednje, a r je stopa obvezne rezerve.

Ovaj je oblik modela multiplikativan. To znači da se učinci svih regulacija, koje se odnose na pojedinu komponentu pasive, multipliciraju u istom razlomku. Na nižim razinama troškova taj je model prihvatljiv, no s rastom stopa regulacije i kamatnih stopa multiplikativni se učinak u razlomku povećava, pa je bolje primijeniti aditivni model izračuna (npr. za dvije vrste obvezne rezerve i osiguranje štednje za istu komponentu pasive):

$$GTR = \frac{i}{1 - r_1} - i + \frac{i}{1 - r_2} - i + c$$

U izvornoj je studiji IRO izračunat prema multiplikativnom, a u ovoj je varijanti primijenjen aditivni model.

IRO se konstruira tako da se, za svaku komponentu pasive koju je prema nekim karakteristikama moguće razlikovati od drugih izvora pa je za nju moguće i identificirati zasebnu tržišnu cijenu, računa GTR. Tako izračunati GTR ponderira se udjelima odgovarajućih stavki u ukupnoj pasivi te se ponderirani GTR-i zbrajaju.

Slika 3 u tekstu prikazuje dvije vrste IRO-a – izračun s fiksnim i mjesečno varirajućim ponderima. Razlika nije velika, no na slici se jasno vidi da nakon jednokratnog skoka IRO-a s varijabilnim ponderima u trenutku uvođenja neke regulacije ili povećanja njene stope, najčešće slijedi pad vrijednosti indeksa. Do tog učinka dolazi zato što banke na uvođenje nove regulacije reagiraju pokušajem restrukturiranja pasive ne bi li se u većoj mjeri oslonile na relativno jeftinije izvore koji su opterećeni nižim troškom regulacije. Međutim, ti su učinci mali i prolazni. To vidimo jer IRO s fiksnim ponderima pokazuje manje varijacije i stabilniji rast (jer se u njemu zbog fiksnih pondera ne očituje učinak promjene strukture osnovica za obračun raznih stopa regulacije), ali ne odstupa bitno od IRO-a s mjesečnim varijabilnim ponderima. Osim prilagodbi pasive, kratkoročne varijacije IRO-a uzrokovane su mjesečnim promjenama različitih vrsta pasivnih kamatnih stopa.

Ovdje prikazani IRO ne uključuje troškove prudencijalnih mjera odnosno regulacije kapitala. To znači da se udjel kapitalskih računa u pasivi bankovnog sustava ponderira nulom: što je veći omjer kapitala i aktive, to će IRO biti manji. To je revizija u odnosu na prvobitnu verziju iz 2005., u kojoj smo pondere normalizirali za one stavke pasive koje su bile opterećene nekom regulacijom. Ovaj je model bolji jer osigurava osjetljivost indeksa na proširenje osnovica. U stvarnosti i prudencijalne mjere proizvode trošak za banke. Taj je trošak proporcionalan razlici između regulatornog kapitala i kapitala koji bi banke držale da nema odredbi o regulaciji kapitala. Taj trošak zavisi i o oportunitetnom trošku kapitala koji je jednak povratu koji zahtijeva vlasnik. Kako je mjerenje obiju veličina (oportunitetnog troška kapitala i razine kapitala koju bi banke držale u uvjetima bez regulacije) vrlo problematično, ta je komponenta isključena iz izračuna, kao i u originalnoj studiji.

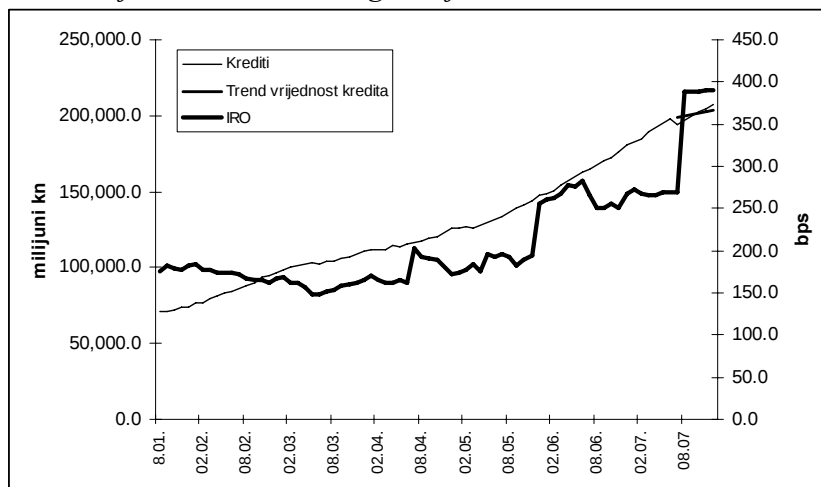
Na kraju preostaje razriješiti problem mjerenja učinka de facto limita na rast kreditnog portfelja. Kao što je istaknuto u tekstu, ta regulacija nije uključena u izračun IRO-a na slici 3. Ispuštanje učinka te mjere u prvoj polovici godine motivirano je procjenom da je rast kredita nastavljen prema dotadašnjem tempu što znači da mjera nije bila aktivna. Međutim, nakon rekonstrukcije regulacije polovicom godine, u drugoj polovici godine ova će mjera biti vrlo aktivna, što znači da će banke koje prekorače dopušteni prag rasta kredita upisivati blagajničke zapise u 50%-tnom iznosu prekoračenja rasta. To je ekvivalentno dodatnoj stopi granične obvezne rezerve od 50%. Uz to se postavlja pitanje koju osnovicu pritom upotrijebiti. Osnovica se može odrediti kao udjel razlike između trendovskih vrijednosti kredita (K^T) i dopuštene vrijednosti (K^D) do koje se ne plaća taj poseban oblik obvezne rezerve, u trendovskoj vrijednosti kredita. Taj je udjel za prvu polovicu godine prema procjeni bio jednak nuli. Od druge polovice 2007. taj udjel množi stopu obvezne rezerve (obveznog upisa blagajničkih zapisa) od 50% i primjenjuje se na sve izvore jer se ova regulacija plaća na rast kredita, bez obzira na izvor sredstava, tako da primjer cjelovite kalkulacije postaje:

$$GTR = \frac{i}{1 - r_1} - i + \frac{i}{1 - r_2} - i + \frac{i}{1 - \alpha r_3} - i + c \text{ gdje je } \alpha = \frac{K^T - K^D}{K^T} \text{ a } r_3 \text{ je stopa obveznog upisa blagajničkih zapisa.}$$

Gornji okvir prikazuje metodološke pojedinosti o tome kako uključiti obvezni upis blagajničkih zapisa u 50%-tnom iznosu viška iznad dopuštenog rasta kredita u izračun IRO-a. Za taj je izračun ključno odrediti trendovske vrijednosti potražnje za kreditima, odnosno razliku između te vrijednosti i dopuštene vrijednosti rasta kredita. Zbog uske zavisnosti između IRO-a i tempa rasta kredita, na sljedećoj slici prikazujemo nov izračun IRO-a s uključenim troškovima regulacije rasta kredita od trenutka kada ta mjera postaje aktivna (kolovoz 2007.),¹⁵ i kredite privatnom sektoru. U kolovozu 2007. mjera obveznoga upisa blagajničkih zapisa prema modelu postaje aktivna jer trendovska vrijednost kredita postaje veća od dopuštene vrijednosti na koju se ne plaća pričuva. U tom se trenutku linija kredita „račva“ u dva pravca: pravac trenda i pravac dopuštenog rasta kredita. To je znak da trošak ove regulacije ulazi u izračun IRO. Indeks pokazuje da zbog uvođenja *de facto* pomičnog limita na rast kredita dolazi do jednokratnog povećanja graničnog troška regulacije za oko 120 baznih bodova pa se vrijednost graničnoga troška regulacije približava pragu od 4 postotna boda (400 bps).

Slika 4

IRO s uključenim troškom regulacije rasta kredita i krediti



Kada se uključi učinak limita na rast kredita, IRO raste do razine uz koju se većini banaka vjerojatno više ne isplati plaćati trošak regulacije pa se može očekivati veliko usporavanje rasta kredita.

Kao i uvijek do sada, banke će vrlo brzo odvagnuti isplati li im se i dalje zadovoljavati potražnju za kreditima uz dane uvjete na tržištu i plaćati trošak regulacije ili im se više isplati odustati od tržišne utrke. Kako smo pokazali u prethodnom broju HUB Analiza¹⁶, prostor za amortizaciju dodatnih troškova regulacije sve je manji jer se povrat na kapital banaka od 2005. nalazi u razmjeno brzom padu. Vrlo je vjerojatno da će većina banaka uz tako visok trošak regulacije odustati od natjecanja za tržišne udjele.

¹⁵ Mjera ranije nije aktivna jer se stvarna ponuda kredita kreće ispod trendovskih vrijednosti.

¹⁶ HUB Analize br. 3

(<http://www.hub.hr/default.asp?ru=150&gl=200707110000001&sid=&jezik=1>)

Ako se to dogodi, trošak regulacije će se prvi puta u značajnijem iznosu prebaciti na potrošače u vidu manjka ponude kredita u odnosu na potražnju i, vrlo vjerojatno, u vidu rasta kamatnih stopa. Taj se učinak također može procijeniti na jednostavan način.

Pretpostavimo jediničnu elastičnost potražnje za kreditima. Razlika prirasta trendovskih vrijednosti kredita i dopuštenog prirasta vrijednosti kredita iznosi oko 1,7 milijardi kuna mjesečno ili oko 0,8% ukupnog kreditnog portfelja banaka. Ako bi banke podizanjem kamatnih stopa željele odvratiti višak potražnje iznad dopuštenog rasta kredita, mogle bi to učiniti prosječnim povećanjem kamatnih stopa za 80 baznih bodova. To znači da bi izgubljeni potrošački višak u svakom mjesecu dok su mjere aktivne iznosio 13 milijuna kuna ($=0,008 \cdot 1,7 \text{ mlrd}$). Međutim, to je marginalni učinak koji pretpostavlja da se kamatna stopa na stare kredite ne bi promijenila. Ako bi se učinak rasta stopa proširio na čitav kreditni portfelj, potrošački bi gubitak (odnosno smanjeni potrošački višak) iznosio oko 1,6 milijardi kuna. Očekivani se učinak kreće negdje između tih dviju brojki jer banke zasigurno ne bi proporcionalno podizale kamatne stope na sve stare kredite. Međutim, isto je tako prilično izvjesno da učinak ne bi ostao ograničen samo na nove kredite.

IV. Regulacijske distorzije i dugi rok: pogled prema EU

Regulacijske su distorzije povezane s troškovima regulacije: viši trošak regulacije najčešće znači i veću opasnost od regulacijskih distorzija. No regulacijske se distorzije nikako ne mogu poistovjetiti s regulacijskim troškovima. Regulacijski su troškovi mjerljivi u danim okolnostima, a regulacijske distorzije imaju hipotetičku narav. Utoliko je rasprava o njima donekle spekulativna. Međutim, pri oblikovanju i provođenju regulacije uvijek je potrebno analizirati regulacijske distorzije kako bi se izbjegla neočekivana iskrivljenja u funkcioniranju tržišta. Naime, regulacijske distorzije predstavljaju nenamjeravane i/ili neočekivane negativne učinke regulacije koji se javljaju povrh izračunatih troškova regulacije.

Moguće usporavanje rasta kredita izazvat će ili pojačati regulacijske distorzije koje se mogu pojaviti u sedam oblika.

Manje ostvarenje potrošačkoga viška zbog smanjene ponude kredita i/ili većih kamatnih stopa tek je prva na popisu mogućih regulacijskih distorzija o kojima u ovom poglavlju vodimo zaključnu raspravu. Ukupno je identificirano sedam mogućih regulacijskih distorzija ili iskrivljenja:

1. Manje ostvarenje potrošačkoga viška zbog smanjene ponude kredita i/ili većih kamatnih stopa u odnosu na trendovske vrijednosti.
2. Neočekivana kolebanja kamatnih stopa na tržištu novca.
3. Slabljenje tržišnog natjecanja na tržištu depozita i kredita.

4. Zaustavljanje ili privremeno odustajanje od ulaganja u nove tehnologije ili osvajanje novih segmenata kreditnoga tržišta (npr. malih i srednjih poduzeća).
5. Restrukturiranje aktive i pasive u pravcu sredstava i plasmana s kraćim rokovima dospijeća i većim rizikom.
6. Prijevremena transformacija banaka kćeri u podružnice u skladu s pravilima EU koja to omogućavaju, ako lokalna regulacija podrazumijeva puno veći trošak od troška regulacije u matičnoj zemlji EU.
7. Negativan učinak na BDP.

Ove distorzije komentiramo u nastavku s ciljem pokretanja stručne rasprave o njima.

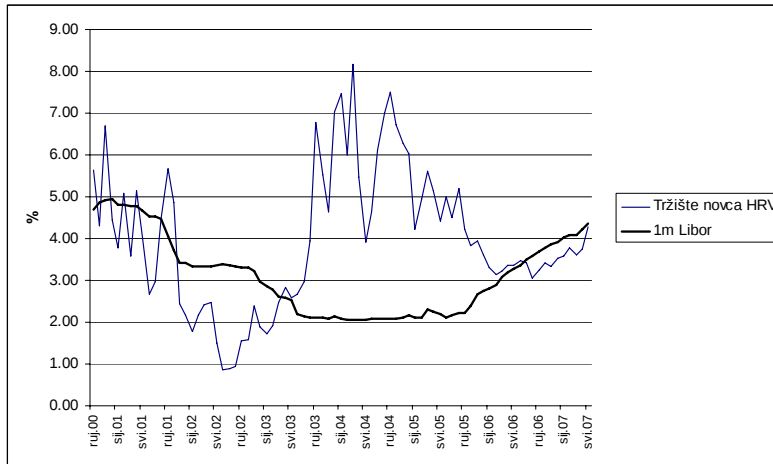
Neočekivana kolebanja kamatnih stopa na tržištu novca

Neočekivana kolebanja kamatnih stopa mogu proizvesti regulacijsku distorziju negativnim djelovanjem na slabije banke koje se u većoj mjeri oslanjaju na financiranje putem tržišta novca (Gavin i Hausmann, 1998). Prikaz kretanja jednomjesečnog libora i kamatne stope na tržištu novca u Hrvatskoj (slika 5) pokazuje da se kolebljivost tržišta novca tijekom ovoga desetljeća može podijeliti na tri razdoblja. Prvo je razdoblje monetarne ekspanzije i niskih kamatnih stopa koje je trajalo do sredine 2003. To je razdoblje pogodovalo svim bankama. S početkom promjena u monetarnoj regulaciji, tj. uvođenjem deviznih restrikcija, započinje drugo razdoblje. Ono je obilježeno relativno visokim i vrlo kolebljivim kamatnim stopama na tržištu novca. U tome razdoblju možemo govoriti o mogućoj pojavi regulacijskih distorzija jer su i visina i kolebanja stopa uzrokovani deviznim mjerama. Međutim, s krajem 2005. započinje treće razdoblje mirnih kamatnih stopa koje se kreću u skladu s europskim kamatnim stopama. Smanjenje kolebanja može se pripisati aktivnijem korištenju obratnih repo aukcija. One su smanjile učinke regulacijskih distorzija na tržištu novca na povijesni minimum pa se više ne može govoriti o njihovom snažnom učinku.

Manja kolebanja kamatne stope tržišta novca umanjuju strah od te vrste distorzija.

Slika 5

Kamatne stope na tržištu novca 2000. – 2007.



Izvor: www.hnb.hr (statistički pregled), Bloomberg.

Slabljenje tržišnog natjecanja na tržištu depozita i kredita

Postavljanje de facto (pomičnog) limita na ponudu kredita primjenjuje se na razini pojedinih banaka čime se neizravno zamrzava postojeća struktura u bankarskom sektoru i potiče nebankovno financijsko posredovanje.

Odustajanje od ulaganja u nove tehnologije ili osvajanja novih segmenata kreditnoga tržišta (kreditni malim i srednjim poduzećima)

Iskustva s deviznim restrikcijama na priljev kapitala u Južnoj Americi (poglavito u Čileu) pokazala su da smanjeno kreditiranje malih i srednjih poduzeća predstavlja najvažniju regulacijsku distorziju (Pavlović, 2005). Naime, bankama stanovništvo predstavlja najprofitabilniji i najteže osvojiv tržišni segment pa će se one prije odreći kreditne penetracije u sve druge tržišne segmente, nego kod stanovništva. Velika poduzeća imaju pristup financijskim supstitutima (lizing, zaduživanje u inozemstvu, pribavljanje sredstava putem tržišta kapitala), pa segment malih i srednjih poduzeća koji uglavnom zavisi o bankama prvi „strada“ u zaoštrenim monetarno-kreditnim uvjetima. Taj tržišni segment nosi relativno velike rizike, a jedinični trošak prodaje i obrade kredita relativno je velik zbog relativno male jedinične vrijednosti zajma i relativno velikih troškova ulaganja u stvaranje kvalitetnih scoring tehnologija. Premda za sada nema statističkih podataka koji bi potvrdili ili opovrgnuli tezu da se ova distorzija počinje javljati u Hrvatskoj, trenutno se ne može isključiti da će povećani troškovi regulacije u Hrvatskoj za posljedicu imati ovu pojavu.

Mogla bi se pojaviti distorzija zbog otežana pristupa malih i srednjih poduzeća kreditima.

Restrukturiranje aktive i pasive banaka u pravcu većeg udjela izvora sredstava i plasmana s kraćom ročnošću i većim rizikom

Pokušaji restrukturiranja aktive i pasive javljaju se kao posljedica uvođenja nove ili zaoštavanja postojeće regulacije. U HUB Analizama br. 4. pokazano je kako su, zašto i koliko banke spremne više plaćati za izvore sredstava opterećenih manjim troškom regulacije, odnosno, zašto banke nastoje rizičnije plasirati uz veću kamatnu stopu kada troškovi regulacije počnu osjetnije nagrizati stopu povrata na kapital. Upravo djelovanje regulacije objašnjava smanjenje udjela inozemne pasive i povećanje udjela kunskih izvora i kapitala u strukturi pasive banaka proteklih godina.¹⁷

Ove strukturne promjene u bilancama banaka možemo ocijeniti dvojako. Loše je to što unatoč rastu udjela dugoročnih stambenih kredita pada udjel inozemnih izvora koji osiguravaju odgovarajuća dugoročna sredstva i smanjuju jaz trajanja (eng. duration gap). Eventualni domaći dugoročni izvori (obveznice banaka) također su opterećeni regulacijom i nisu stimulirani nasuprot kratkoročnih kunskih depozita. S druge strane, dobro je to što je u strukturi izvora povećan udjel kapitala kao najkvalitetnijeg izvora s gledišta financijske stabilnosti. Eventualno povećanje izloženosti rizičnijim plasmanima u svjetlu te činjenice ne bi trenutno trebalo previše zabrinjavati.

Upitno je međutim kakve strukturne promjene u bilancama banaka možemo očekivati u budućnosti. Spremnost vlasnika (bez obzira jesu li rezidenti ili nerezidenti) na zadržavanje zarada i dokapitalizaciju banaka prvenstveno zavisi o očekivanom povratu na kapital koji je u prošlosti bio zadovoljavajući. Međutim, pad povrata na kapital koji je započeo 2005. i još uvijek traje, doveo je do toga da je povrat u Hrvatskoj u prosjeku niži nego u drugim tranzicijskim zemljama.¹⁸ Stoga se postavlja pitanje spremnosti vlasnika da i dalje povećavaju udjel kapitala u izvorima financiranja hrvatskih banaka.

Stopa je povrata na kapital u padu pa je ciklus brzog rasta kapitala banaka vjerojatno završen.

Prema tome, za sada ne možemo govoriti o značajnijem učinku ove regulacijske distorzije. Međutim, njeno bi se djelovanje moglo pojačati u budućnosti ako se povrat na kapital nastavi smanjivati te se banke uglavnom usmjere na privlačenje kunskih izvora, natječući se na tržištu ponudom sve viših pasivnih kamatnih stopa.¹⁹

¹⁷ HUB Analize br. 4., t.1, str. 11.

http://www.hub.hr/Download/2007/08/30/osiguranje_depozita.pdf

¹⁸ HUB Analize br. 3.

http://www.hub.hr/Download/2007/07/12/hubanalize3_profitabilnost_lekt.pdf

¹⁹ HUB Analize br. 4. http://www.hub.hr/Download/2007/08/30/osiguranje_depozita.pdf

Prijevremena transformacija banaka kćeri u podružnice

Problem spremnosti vlasnika na povećanje kapitala banaka dodatno će biti izražen u trenutku ulaska Hrvatske u EU. Prihvaćanjem *acquisa* otvara se mogućnost za matice paneuropskih banaka da transformiraju svoje banke kćeri u podružnice koje ne moraju držati kapital i tako postanu predmetom izravnoga nadzora i osiguranja depozita u matičnoj zemlji.

Iskustvo država koje su 2004. i 2007. postale članice EU pokazuje da se međunarodne banke ne žure s tako važnom institucionalnom transformacijom. Tome su četiri glavna razloga. Prvo, međunarodno poslovanje putem podružnica između starijih članica EU još nije raširena i etablirana praksa pa paneuropske banke vjerojatno imaju više iskustva s upravljanjem međunarodnih mreža banaka kćeri nego podružnicama na teritoriju većeg broja država članica EU. Drugo, neizvjesno je kako bi na takvu transformaciju reagirali lokalni regulatori i kreatori politike s kojima banke matice ipak nastoje održati dobre odnose. Treće, ujedno i najvažnije, postoji reputacijski rizik u pogledu reakcija klijenata. Ako bi klijenti pokazali osjetljivost na činjenicu da institucija u kojoj štede nema kapital odnosno da se njen kapital nalazi u nekoj drugoj državi EU, kontrakcija depozitne osnovice mogla bi zaprijetiti bankama koje bi prve povukle taj potez. To bi ujedno bila i prilika za konkurenciju da reklamira svoju politiku zadržavanja kapitala u lokalnoj banci kćeri i time potakne mobilnost klijenata koji u normalnim uvjetima ne bi mijenjali banku s kojom posluju. Četvrto, prethodno opisani rizici (organizacije, regulacije i reputacije) nesrazmjerno su veći u odnosu na koristi transformacije u podružnicu. Korist može značiti veliku troškovnu uštedu odnosno uštedu na kapitalu samo ako su regulacije u zemlji porijekla matice i zemlji domaćinu podružnice vrlo različite. U slučaju zemalja koje su ušle u EU 2004. i 2007. to nije bio slučaj zbog regulacijske konvergencije. U Hrvatskoj bi se takav slučaj samo teoretski mogao pojaviti ako bi trošak regulacije i dalje nastavio rasti, a sam karakter regulacije postao divergentan sve do ulaska, pa i nakon ulaska u EU.

Tako je nešto gotovo nemoguće zamisliti jer je u predstojeći proces konvergencije ugrađen automatski stabilizator. Njegovo je funkcioniranje za sada prikriveno, jer se Hrvatska nalazi u dijelu poslovnoga ciklusa u kojem priljev kapitala stvara pritisak na rast kredita koji se nastoji usporiti restrikcijama što vode rastu troška regulacije. Ako prije ulaska u EMU dođe do cikličkoga preokreta, monetarno-kreditna logika će se preokrenuti i evo kako bi taj automatski stabilizator mogao funkcionirati:

Kada će HNB željeti djelovati ekspanzivno (protiv novoga ciklusa ako bi došlo do preokreta u smjeru usporavanja), učinit će to djelujući obratno od onoga što je do sada činila: spuštati će stopu GOP-a ili u cijelosti napuštati tu mjeru, spuštati stopu obvezne rezerve i sl. Uz likvidni učinak pojaviti će se i

pad troška regulacije i rast povrata na kapital u bankama, što će smanjiti motive međunarodnih banaka da transformiraju banke kćeri u podružnice.

Ako bi se uzlazni dio poslovnoga ciklusa nastavio sve do ulaska u EU i EMU, Hrvatska bi se našla bez mogućnosti provedbe deviznih i dijela monetarnih mjera u uzlaznom dijelu poslovnoga ciklusa, nešto slično situaciji u Bugarskoj i Rumunjskoj u trenutku ulaska u EU početkom ove godine. U tom bi slučaju dosadašnje mjere trebalo napuštati, a učinak (vrlo vjerojatno postupan) oslobađanja rezervi morao bi se neutralizirati fiskalnim suficitom odnosno spremnošću proračuna da pokrije trošak sterilizacije viška likvidnosti.

Bez obzira na točku u poslovnome ciklusu na kojoj će se Hrvatska naći prije ulaska u EU pa EMU, i bez obzira na tehnička rješenja koja će se pronaći za kratkoročnu sterilizaciju viška likvidnosti kada započne oslobađanje nekoga od raznih oblika pričuva koje HNB prakticira u ovom trenutku, nije za očekivati da će transformacija banaka kćeri u podružnice uskoro predstavljati ozbiljnu prijetnju. Kada taj proces započne, on će imati paneuropski karakter koji će značiti da paneuropske banke počinju transformirati svoje cjelokupno poslovanje u tome smjeru. Takva promjena neće zahvatiti samo Hrvatsku, no u ovom je trenutku posve neizvjesno kada će se ona dogoditi. U međuvremenu, ako bi lokalna regulacija, odnosno njezin trošak, predstavljala glavni pokretač transformacije, regulatori će uvijek moći pronaći načina da smanjenjem troška regulacije neutraliziraju specifičan motiv za transformaciju banke u podružnicu. Koordinacija fiskalne i monetarne politike nužan je uvjet za takvu politiku. Veći problemi mogli bi se pojaviti tek u slučaju kroničnoga nedostatka koordinacije, vrlo slično mogućim problemima u vođenju anticikličke politike o čemu raspravljamo u sljedećem odjeljku.

Prijeвременa transformacija banaka kćeri u podružnice ne predstavlja opasnost ako započne regulacijska konvergencija Hrvatske prema EU.

Negativan učinak na BDP

Prethodni odjeljak pruža donekle optimističnu sliku u pogledu mogućnosti za vođenje autonomne anticikličke politike prije ulaska u EMU. Naime, ako kreatori politike mogu upravljati troškom regulacije radi uklanjanja poticaja matica za transformaciju banaka kćeri u podružnice, onda je – barem teoretski, na isti način moguće upravljati troškom regulacije radi postizanja stope povrata na kapital u bankama koja će biti kompatibilna s ciljevima monetarne politike (npr. promjena brzine kreditne ekspanzije). Naime, 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 (ali još uvijek dovoljno visok). Mjere postaju naglo učinkovite kad regulacijski trošak presudnim skokom spusti ROE ispod praga nakon kojega banke odustaju od daljnje ekspanzije. Takav smo skok

prikazali na slici 4 na kojoj se IRO nakon aktivacije mjere obveznog upisa blagajničkih zapisa naglo približio razini od 400 bps.

Primjenom iste logike može se zamisliti postojanje praga koji bi djelovao anticiklički u suprotnom smjeru, nakon preokreta poslovnoga ciklusa: uvijek je moguće izvesti smanjenje troška regulacije koje će biti dovoljno snažno da potakne novi kreditni ciklus kroz otvaranje prigode za rast ROE.

Problem s ovakvim načinom funkcioniranja procesa monetarne transmisije leži u njegovoj isprekidanosti koja proizlazi iz administrativne naravi mjera. Uobičajeni mehanizam koji djeluje preko kamatnih stopa ima vremenske pomake, no u usporedbi s ovim mehanizmom djeluje prilično kontinuirano. Ovaj „povuci-potegni“ administrativni transmissijski mehanizam vjerojatno ima još veće vremenske pomake koji traju sve dok kreatori politike metodom pokušaja i pogrešaka ne pogode razinu povrata na kapital uz koju banke počinju reagirati na željeni način. U takvom je sustavu moguće da pokušaji i pogreške traju puno duže nego što kreatori politike očekuju, pa se monetarno-kreditni učinci počinju javljati u krivom trenutku. Posebno stoga što se povrat na kapital nalazi pod utjecajem čimbenika na koje kreatori domaće politike nemaju utjecaja (npr. svjetske kamatne stope). Zbog toga je moguće da snaga učinaka regulacije bude puno veća ili manja od one koju su regulatori predvidjeli. U tom slučaju monetarna politika može izgubiti svoju stabilizacijsku funkciju i proizvesti negativan učinak na dugoročni BDP što je klasični primjer regulacijske distorzije.

Zaključujemo da se kratkoročne regulacijske distorzije, čiju bi mogućnost trebalo detaljnije istražiti, javljaju u pogledu manjeg ostvarenja potrošačkoga viška, sporijeg otvaranja banaka prema segmentu malih i srednjih poduzeća i većeg usmjerenja banaka na kratkoročne i rizičnije izvore sredstava i plasmane. Dugoročne se distorzije mogu pojaviti u vezi s teškoćama da se predvide učinci anticikličke politike u uvjetima u kojima mehanizam monetarne transmisije funkcionira diskontinuirano, zavisno o visini povrata na kapital banaka.

Uz odgovarajuću koordinaciju fiskalne i monetarne politike značajnije se distorzije ne bi smjele pojaviti u pogledu neočekivanih kretanja kamata na tržištu novca i poticaja za transformaciju banaka kćeri u podružnice. Koordinacija bi trebala bez većih problema razriješiti i problem sterilizacije viška likvidnosti nakon oslobađanja dijela sadašnjih rezervi zbog postupnoga usklađivanja s kriterijima EMU u dijelu obvezne rezerve, odnosno s kriterijima EU u dijelu slobode kretanja kapitala. O modalitetima te koordinacije već bi danas trebalo povesti računa jer će *svako odgađanje fiskalne prilagodbe povećavati problem koji će se s većom snagom pojaviti kasnije. Cijena fiskalne neodgovornosti u tom pogledu mogla bi biti vrlo visoka jer manevarski se prostor monetarne politike gotovo svakim danom smanjuje, premda on nikada nije ni bio velik.*

Mehanizam monetarne transmisije dodatno je izgubio na kontinuitetu zbog administrativne naravi mjera pa je veoma teško pokazati stabilizacijsku narav politike središnje banke.

Samo fiskalna prilagodba može imati trajno stabilizacijsko djelovanje.

Literatura

Ahec-Šonje, Amina (2002): "Analiza osjetljivosti bankarskog sustava - primjena "signalne" metode", Ekonomski pregled. 53, 9-10; str. 807-848.

Bell, James, 2000, "Leading Indicator Models of Banking Crises: A Critical Review," Bank of England, Financial Stability Review, December.

Calomiris, Charles i Andrew Powell (2000): "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992-1999", NBER working paper 7715, <http://www.nber.org/papers/w7715.pdf>

Egert, Balasz i Dubravko Mihaljek (2007): "Determinants of House Prices in Central and Eastern Europe." BIS Working Papers no. 236.

Enoch, Charles i Inci Oetker-Robe (2007): Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe. London: Palgrave.

Gavin Michael and Ricardo Hausmann (1998): "The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context", Inter-American Development Bank working paper 318.

Goldstein, Morris, Kaminsky Graciela i Carmen Reinhart (2001): Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets. Washington: Institute for International Economics.

Hannan, Timothy (1989): "The Impact of Bank Regulatory Requirements on Large Corporate Lending." Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series no. 63.

Kraft, Evan i Tomislav Galac (2007): "Deposit interest rates, asset risk and bank failure in Croatia", Journal of Financial Stability, Vol 2, Issue 4, str. 312-336.

Mihaljek, Dubravko (2007): "Uobičajeno skupi kvadrati." Banka, rujan 2007: str. 60-62.

Oetker-Robe Inci, Polanski Zbigniew, Topf Barry i David Vavra (2007): "Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries, IMF working paper WP/07/190, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07190.pdf>

Pavlović, G. (2005): «Međunarodni tokovi kapitala», u V. Šonje et al. (2005) «Veza koja nedostaje – kako povezati financijski razvoj i gospodarski rast», Arhivanalitika, Zagreb.

Peria, Martinez Maria i Sergio Schmukler (1999): "Do depositors punish banks for „bad“ behavior?: market discipline in Argentina, Chile and Mexico", World Bank Policy Research Working Paper Series, 2058.

Rojas-Suarez Liliana (2001): "Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?", Institute for International Economics working paper WP01-10.

Šonje, Velimir (1997): "Banks at the Crossroads", National Bank of Croatia Surveys, No. 4, September.

Šonje, Velimir, ur. (2005): Veza koja nedostaje: kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast. Zagreb: Arhivanalitika.

Šonje, Velimir i Boris Vujčić (1999): „Croatia in the second stage of Transition, 1994-1999“, HNB working paper W-1, <http://www.hnb.hr/publikac/istrazivanja/w-001.pdf>