

*Maruška Čenić**

**Gabe J. de Bondt:
FINANCIAL STRUCTURE AND MONETARY
TRANSMISSION IN EUROPE - A CROSS COUNTRY STUDY**

Cheltenham, UK, Edward Elgar, 2000., str. 160

Kao što i naslov govori, ova knjiga ispituje odnos između financijske strukture i procesa monetarne transmisije u europskim zemljama. Knjiga se sastoji od šest zasebnih poglavlja koja obrađuju različite aspekte monetarne transmisije. Točnije, autor proučava utjecaj financijske strukture šest europskih zemalja: Velike Britanije, Njemačke, Francuske, Italije, Belgije i Nizozemske, na takozvani kreditni kanal monetarne transmisije. Sadašnje veliko zanimanje za taj kanal monetarne transmisije u devedesetim godinama prethodnoga stoljeća potaknuli su američki ekonomisti B. Bernanke, A.S. Blinder i M. Gertler. Kreditni kanal monetarne transmisije prema postojećoj teoriji nastaje kao posljedica nesimetrične informiranosti (dakle, moralnog hazarda i nepovoljnog odabira) u bankarskom sustavu. U literaturi njegova je protuteža tradicionalni kejnsezijanski transmisijski kanal koji djeluje izravno preko kamatnih stopa na bruto domaći proizvod, a koji proizlazi iz IS-LM modela. Usprkos činjenici da do današnjega dana među ekonomistima nema jedinstvenoga stava o postojanju toga kanala, a empirijski testovi o postojanju takvoga kanala daju međusobno isključive odgovore i unatoč akademskoj raspravi o pitanju: je li efikasnost monetarne politike kroz tradicionalni kanal, zapravo, samo uvećana kreditnim kanalom? autor u knjizi to zanemaruje, koncentrirajući se isključivo na provjeru postojanja kreditnog kanala i njegovoga utjecaja na realne varijable.

* M. Čenić, mladi asistent u Ekonomskom institutu, Zagreb. Prikaz primljen u uredništvo: 23. 8. 2004.

U prvome se poglavlju autor s uspjehom prihvatio prilično nezahvalnoga zadatka sažimanja teorija koje se bave pitanjima bankarstva i njegovoga utjecaja na financijsku strukturu kućanstava i poduzeća. Poglavlje je podijeljeno na pet često konfliktnih područja, jer u literaturi ne postoji sveobuhvatna i široko prihvaćena teorija financijske strukture. Tako de Bondt razlikuje teoriju financijskoga posredništva, gdje posrednici (banke) imaju ekonomije razmjera i obuhvata i koriste se njima i posjeduju i komparativnu i troškovnu prednost prilikom procesa kreditiranja pred drugim financijskim posrednicima. Teorija regulacije navodi se kao uzrok i posljedica pojavljivanja specifičnih kategorija financijskoga posredništva i financijskih proizvoda. Teorije strukture kapitala poduzeća i kućanstava nadopunjuju Modigliani-Millerov poučak, tvrdeći da porezni sustav, nesimetrične informacije i strateški odnosi poduzeća s interesnim skupinama ipak mogu utjecati na izbor načina financiranja. Teorija agencije zastupa stajalište da sukob između vlasnika i zastupnika (dioničara i menadžera i dioničara i vlasnika duga) utječe na strukturu pasive bilance poduzeća, a teorija signaliziranja povezuje dostupnost informacija o poduzećima i kućanstvima s rokom dospjeća kredita.

De Bondt također navodi stilizirane činjenice o financijskoj strukturi šest zemalja iz uzorka, posebno naglašujući da je Velika Britanija također bankovno orijentirana privreda, iako je često navode kao primjer ekonomije okrenute izravnom tržištu kapitala.

U drugome poglavlju autor se bavi dekompozicijom transmisivskih kanala monetarne politike. De Bondtova podjela transmisivskih kanala na izravni kanal, koji djeluje na bruto domaći proizvod i na cijene izravno preko promjena u ponudi novca, ili indirektno preko kanala kamatne stope, kanala cijena imovine, kreditnoga kanala i kanala koji djeluje kroz očekivanja i neizvjesnost sigurno je jedna od najpotpunijih podjela toga tipa u literaturi. Autor posebnu pozornost posvećuje potkanalima u kreditnome kanalu: bankovnom potkanalu i bilančnom potkanalu. Oba potkanala funkcioniraju kroz takozvanu vanjsku premiju financiranja koja reflektira trošak financiranja nastao zbog nesavršenosti financijskoga tržišta. Postojanje kreditnog kanala implicira i to da monetarna politika ima distributivne posljedice to jest, učinak monetarne politike mijenja se ovisno o izloženosti banaka i zajmoprimaca nesimetričnoj informiranosti.

De Bondt isto tako upozorava na činjenicu da se nesimetrična informiranost pojačava za vrijeme recesije, a u ekspanziji ekonomske aktivnosti ta se nesimetričnost uspijeva izbjeći, što dovodi do asimetričnih učinaka monetarne politike.

U trećem poglavlju bavi se utvrđivanjem faktora koji utječu na raširenost izvanbilančnih aktivnosti banaka (ugovora o zamjeni, opcija, terminkih ugovora, itd.). Za razliku od SAD, u literaturi ne postoje studije koje proučavaju izvanbilančne aktivnosti banaka u Europi, pa je zato ovakvo istraživanje vrijedan doprinos akademskoj raspravi. Ono konstatira da na jačinu širenja izvanbilančnih aktivnosti

banaka najjače djeluju regulacija, karakteristike banaka u uzorku i makroekonomsko okruženje. Pa ipak, autor u studiji propušta specificirati vezu između izvanbilančnih aktivnosti banaka i kreditnoga kanala monetarne transmisije, možda i stoga što takvu vezu dosad nisu ni uočili drugi autori u literaturi. Zbog toga je poglavlje pomalo suvišno, jer ne pridonosi svrsi knjige, a ta je: utvrditi postojanje kreditnoga kanala monetarne transmisije i specificirati njegovo djelovanje na ekonomsku aktivnost.

U četvrtome poglavlju autor ispituje postojanje kreditnoga kanala monetarne transmisije, koristeći se panel analizom na razini banaka. Zasebno se testira postojanje bankovnog potkanala te bilančnog potkanala, što je pohvalno, jer u literaturi često nije dovoljno jasno naglašeno koji se kanal ili potkanal testira. Disagregirani podaci u ovoj studiji doduše ne mogu dati agregatnu ocjenu važnosti kreditnoga kanala, ali zato omogućuju najprecizniji način da se uopće utvrdi postojanje takvoga kanala iz perspektive zajmodavaca. Rezultati pokazuju da monetarna politika utječe najviše na male banke i na banke s relativno nelikvidnim bilancama; dakle, na banke koje ne mogu brzo nadomjestiti izvore sredstava izgubljene restriktivnijom monetarnom politikom. Oba su potkanala empirijski potvrđena jedino za Njemačku i Italiju, a postojanje bankovnog potkanala može se donekle potvrditi za Francusku, Belgiju i Nizozemsku, no za Veliku Britaniju u ovome istraživanju nije utvrđen nikakav empirijski dokaz koji bi potvrdio postojanje ijednoga potkanala.

U petome poglavlju testira se postojanje kreditnoga kanala monetarne transmisije uz pomoć modela s korekcijom odstupanja na agregatnoj razini na uzorku vremenskoga presjeka po zemljama. Takav oblik ispitivanja u prethodnome desetljeću predstavlja standard u literaturi koja se bavi monetarnom transmisijom i autor nam u tome ne donosi ništa novo. Rezultati pokazuju da su bankovni i bilančni potkanal relevantne agregatne pojave u Njemačkoj i u Italiji. Autor naglašava da bi razlike među zemljama u jačini bankovnog potkanala mogle biti objašnjene sposobnošću monetarnih vlasti da izravno ograniče kreditiranje. No te su razlike nestale nakon nastupanja treće Europske monetarne unije, što bi za posljedicu moralo imati naknadno smanjenje efikasnosti bankovnog potkanala u Njemačkoj i Italiji i pojačavanje njegove važnosti u ostalim zemljama u uzorku (s iznimkom Velike Britanije). Autor isto tako naglašava da bi pristup međunarodnim tržištima kapitala morao umanjiti važnost bankovnog potkanala. Šteta što on u svojem modelu nije smatrao važnim da kontrolira taj fenomen, važnost kojega na globalnoj razini postaje sve veća da bi na takav način svoju pretpostavku, eventualno, pretvorio u činjenicu.

Šesto i završno poglavlje zapravo je i najvrjedniji doprinos istraživanju postojanja i učinaka kreditnoga kanala monetarne transmisije. U tome poglavlju de Bondt analizira makroekonomsku važnost kreditnoga kanala, to jest proučava njegov učinak na osobnu potrošnju. Studije toga tipa u literaturi iznimno su rijetke. Naime, većina se autora zadržava na takozvanoj prvoj fazi monetarne transmisije u kojoj se utvrđuje veza između indikatora promjene monetarne politike s promjenom varijabli u financijsko-monetarnome sektoru kao što su cijene, tečaj, kamatne

stope, kredit, cijene dionica i nekretnina i slično. Radovi koji se bave ispitivanjem druge faze transmisije monetarnih impulsa na investicije, a pogotovo na osobnu potrošnju, veoma su rijetki, pa je zato de Bondtov doprinos važan primjer sveobuhvatnog proučavanja monetarne transmisije neke privrede. Njegovo istraživanje pokazuje značajan utjecaj kreditnog kanala na osobnu potrošnju u Njemačkoj, u Italiji i u Nizozemskoj, a autor također pokazuje da sve zemlje, osim Francuske i Italije, pokazuju relativno visoku osjetljivost osobne potrošnje na promjene u kamatnim stopama.

Ova će knjiga, premda jako usmjerena na specifičnosti odabranog područja istraživanja, biti veoma zanimljiva svim onim ekonomistima koji proučavaju financije, makroekonomiju, monetarnu ekonomiju i ekonomiku europske integracije. Autor vjerno prati razvitak spoznaja o monetarnoj transmisiji u posljednjih desetak godina i isto ih tako uspješno primjenjuje na odabranom uzorku, omogućujući zainteresiranom čitatelju dobar uvid u jedan dio akademske rasprave o monetarnoj transmisiji.