

8. FINANCIJSKI RAZVITAK I GOSPODARSKI RAST

Velimir Šonje

8.1. UVOD

Literatura koja istražuje vezu između financijskoga razvitka i gospodarskoga rasta postavlja veći broj pitanja nego što daje odgovora. Ipak, u njoj nema dvojbi o postojanju pozitivne korelacije između financijskog razvitka i gospodarskoga rasta¹. I ovo empirijsko istraživanje potvrđuje tu činjenicu. Prijepori započinju kada se postave pitanja o tome koji čimbenici određuju snagu veze između financijskoga razvitka i gospodarskoga rasta, te o tome kako treba (i treba li uopće) oblikovati državnu intervenciju s ciljem uspostavljanja i jačanja pozitivne veze između financijskog razvitka i gospodarskoga rasta. Postoje različiti teorijski modeli koji na ta pitanja daju različite odgovore.

U ovom se radu razmatraju pitanja u vezi s odnosom financijskoga razvitka i gospodarskoga rasta koja su važna u sadašnjem razvojnom trenutku Republike Hrvatske. Neka se pitanja zanemaruju radi teorijske nedorečenosti, dvojbenosti empirijskih rezultata i relativno male važnosti u našem financijskom sustavu. Odnosi se to na ulogu novih financijskih instrumenata i ne-bankovnih posrednika, te na ulogu tržišta dioničkog kapitala. Ovime se ne želi reći da ovi posrednici za Hrvatsku nisu važni i da u skoroj budućnosti neće igrati važnu ulogu na financijskom tržištu. Upravo suprotno, njihova će važnost u slijedećim godinama rasti brže od važnosti bankovnih posrednika, jer postoji zakonitost koja kaže da na višim stupnjevima ekonomskoga razvitka ne-bankovni posrednici (osiguravajuća društva, investicijski fondovi i sl.) povećavaju svoj udjel na tržištu financijskih usluga. Međutim, tek za 5-10 godina može se očekivati da će oni dosegnuti značajan dio sadašnje posredničke uloge bankovnoga sektora. Hrvatska je u ovom trenutku tipična srednje razvijena

¹ Nakon što je Goldsmith (1969) prvi uvjerljivo pokazao postojanje ove veze, sve su ju kasnije studije potvrdile (vidjeti npr. King i Levine, 1993., te pregled u: Pagano, 1993.). Goldsmith je na uzorku 35 zemalja u razdoblju 1860.-1963. pokazao vezu između dohotka i "financijske dubine" mjerene odnosom aktive banaka i BDP-a. Pokazao je i to da u razdobljima brzog rasta financijska dubina raste brže od dohotka. Detaljnije o mjerjenju financijske dubine vidjeti dalje u tekstu.

zemlja kada je riječ o sektoru bankovnog posredovanja, ali je još uvijek poput nisko razvijene zemlje kada je riječ o sektoru ne-bankovnog financijskog posredovanja².

U prvom dijelu rada analizira se odnos između financijskog razvitka i gospodarskog rasta u jednostavnom financijskom okruženju. Novac je glavni oblik štednje, banke su jedini financijski posrednici, a bankovno tržište, odnosno tržište depozita i kredita, funkcionira savršeno. U drugom dijelu rada uvodi se pretpostavka nesavršenog funkcioniranja tržišta, zbog čega se javlja tržišna pogreška. Tu se odnos između financijskog razvitka i rasta analizira u situaciji u kojoj tržišna pogreška poprima dimenzije koje izazivaju bankovnu krizu i potrebu njezine stalne kontrole putem državne intervencije. U tom se dijelu raspravlja o nadzoru banaka, te osiguranju depozita. U trećem dijelu rada raspravlja se o institucionalnim rješenjima koja bi mogla pomoći uspostavi i učvršćivanju pozitivne korelacije između financijskog razvitka i gospodarskog rasta u Hrvatskoj.

8.2. JEDNOSTAVNI MODELI S BANKOVNIM TRŽIŠTEM KOJE FUNKCIONIRA SAVRŠENO

Gospodarski je rast za Schumpetera (1912; prema Levine, 1997) bio proizvod interakcije financijskih i realnih inovacija. Sličan je bio stav Johna Hicksa (1969; prema Levine, 1997), koji je smatrao da su financije odigrale ključnu ulogu u procesu industrijalizacije danas razvijenih država. Međutim, istraživanje dinamičkih silnica koje djeluju u dugom roku, istisnuto je iz glavnoga toka ekonomske misli tijekom većega dijela XX. stoljeća. Dogodilo se to pod

² Na temelju podataka iz Levine (1997), izračunat je odnos različitih financijskih pokazatelja za Hrvatsku 1997. godine prema istim pokazateljima za nisko, srednje i visoko razvijene zemlje 1990. godine. S udjelom aktive središnje banke u BDP-u od oko 14%, Hrvatska je nalik visoko razvijenoj zemlji (za nisko i srednje razvijene zemlje prosjek se kreće oko 30%). S udjelom aktive poslovnih banaka u BDP-u od 74%, Hrvatska je tipična srednje razvijena zemlja (u visoko razvijenim zemljama prosjek je 1990. godine iznosio 160%). Međutim, s omjerom tržišne kapitalizacije Zagrebačke burze prema BDP-u od 23,3% i prometom na burzama (Zagrebačkoj i Varaždinskoj) od 2% BDP-a u 1997. godini, Hrvatska pripada skupini nisko, a ne srednje razvijenih zemalja. Prihodi sektora osiguranja činili su oko jedne trećine prihoda sektora banaka 1996. godine, dok je aktiva toga sektora predstavljala oko 3% BDP-a ili oko 5% aktive sektora banaka. Stoga se ni sektor osiguranja neće posebno analizirati u ovome radu.

utjecajem ekonomske misli Johna Maynarda Keynesa, teoretičara kratkoročnih fluktuacija i kriza. Za Keynesa, rast (ili točnije - kratkoročni ciklički uzlet ekonomske aktivnosti) je prije svega proizvod sposobnosti države da zadrži kamatnu stopu na dovoljno niskoj razini koja potiče investiranje³.

Iako svako svođenje složenih sustava ideja na glavna misaona polazišta nužno zapada u zamku površnosti, ipak se može reći da je Keynesov pogled na financijski sustav počivao na takozvanom paradoksu štednje. Ideja je ekonomistima bila poznata još od Boisguilleberta⁴, a Keynes ju je nanovo protumačio u svjetlu pojave rigidnosti cijena: visoke kamatne stope privlače štednju, ali obeshrabruju investiranje; pad investicija smanjuje realni dohodak, a manji dohodak znači manju štednju; učinak pada dohotka jači je od učinka rasta kamatnih stopa, pa se u konačnici akumuliraju zalihe, nastaje višak ponude, deflacijski pritisak i recesija, zbog rigidnosti cijena koje su neprilagodljive prema dolje.

Prikazani recesijski scenarij pretpostavlja zatvorenu ekonomiju u kojoj su bruto investicije jednake nacionalnoj štednji (simultanost unutarnje i vanjske ravnoteže), novac nema supstituta, a bankovno tržište funkcionira savršeno. Ravnotežna kamatna stopa osigurava stacionarnu ravnotežu na tržištu novca i kredita. Kako novac nema supstituta, akumulirane su zalihe "sterilne", tj. ne mogu obavljati niti jednu novčanu funkciju. Međutim, kada bi novac imao supstitut, rast novčane kamatne stope potaknuo bi korištenje alternativnih kvazi-novčanih imovina i recesijski bi se rezultat mogao izbjeći.

³ Keynes je analizirao kratak rok i zbog toga je zanemario ulogu financija u dugom roku, podredivši financijska tržišta državnoj intervenciji, odnosno upravljanju agregatnom potražnjom. Takav je pristup proizišao iz njegovog uvjerenja da su privatna financijska tržišta, posebno burze, destabilizirajući čimbenik modernoga kapitalizma (koristio je pojam "životinjskih nagona" koji se očituju na tim tržištima). Stoga ne čudi da su kejnzijanci pridavali sekundarnu funkciju financijskom sektoru i isticali primarnu vezu između rasta i "realnog" poduzetništva (Robinson, 1952, str. 82, prema: Levine, 1997, str. 688).

⁴ Boisguillebert i Becher, uz Quesnaya, predstavljaju značajna imena fiziokratske škole. Zahvaljujući vjeri u funkcioniranje slobodnoga tržišta (ta je vjera bila zajednička fiziokratima), Boisguillebert je iz gotovo istih zapažanja kakva je John Maynard Keynes imao stoljeće i po kasnije, izvukao potpuno drukčije zaključke. Prema Schumpeteru (1975, str. 235), Boisguillebert je upozoravao na zapreke što ih državna uprava postavlja optjecanju novčanoga dohotka: poreze, izvozne carine, te regulacijsko uplitanje u poljoprivredu i industriju.

"Unutarnji" novac, tj. novac kojega bankovni sustav stvara u procesu monetarno-kreditne multiplikacije, očit je kandidat za ulogu savršenog supstituta "vanjskom" ili rezervnom novcu. Štoviše, ako se unutarnji novac shvati kao institucionalna inovacija u šumpeterovskom smislu, može se promatrati kao komplement u procesu akumulacije kapitala. Zapravo, može se pokazati da kejnzijanski rezultat ne mora nužno vrijediti kada postoji "unutarnji" novac, tj. razvijeni bankovni sustav. Isto se može pokazati u uvjetima kada financijske inovacije (liberalizacija) omogućavaju pojavu različitih valuta u imovinskom portfelju u kojeg su uključeni i kvazi-novčani oblici.

Osim osjetljivosti na promjene teorijskih pretpostavki o novcu, post-kejnzijanske teorijske inovacije bile su potaknute i činjenicom da nije moguće nedvosmisleno empirijski dokazati negativnu korelaciju između kamatne stope i BDP-a, posebno u dugom roku⁵. Stoga su kejnzijanski ekonomisti svoju analizu mehanizma monetarne transmisije usmjerili u drugom pravcu, koji bi, vjerojatno, za samog Keynesa, ako je suditi prema njegovom "Treatise on Money", bio neprihvatljiv⁶. Izveli su rezultat koji je danas poznat pod nazivom Tobinov učinak (Tobin, 1965). Zadržava se pretpostavka da su novac i fizički kapital jedine imovine. Rezervni novac je jedini novac. Egzogeno povećanje ponude novca uzrokuje rast cijena. Rast cijena povećava oportunitetni trošak držanja novca, ali i očekivani prinos na ulaganja. Stoga monetarna ekspanzija potiče supstituciju novca fizičkim imovinama. Raste investicijska potražnja i

⁵ Blanchard i Fischer (1992, str. 18) su računali koeficijent linearne korelacije između reziduala ARIMA procesa tromjesečnog BDP-a i istog takvog procesa kamatnih stopa (na američke državne obveznice s rokom dospijanja tri mjeseca, što se u većini empirijskih istraživanja uzima kao relevantna kamatna stopa). Trenutna je korelacija pozitivna i nije velika (0,14). Korelacija nestaje s vremenskim pomakom od jednog kvartala (-0,01), potom dostiže maksimum s vremenskim pomakom od dva kvartala (-0,30), da bi se od trećeg kvartala ponovo počela smanjivati (-0,14). Koristeći još moderniju tehniku strukturalne vektorske autoregresije, Bermanke i Blinder (1992) pronalaze kratkoročni utjecaj kamatne stope na nezaposlenost, no u dugom roku taj utjecaj nestaje. Rezultat vrijedi za Sjedinjene Američke Države, a pojam kratkoga roka ovdje se odnosi na dvije godine, pa se rezultat Bermanke i Blindera može tumačiti kao dokaz učinkovitosti monetarne politike u kratkom roku u SAD-u. I Friedman i Kuttner (1992) pronalaze sličan rezultat za kamatnu stopu mjerenu "spreadom" između kamatne stope na komercijalne zapise i državne obveznice. Međutim, svi ti rezultati vrijede za veliku i zatvorenu ekonomiju kakva je SAD.

⁶ Keynes je u "Treatise on Money" jasno iskazao stav o nepoželjnosti inflacije, jer je u njoj vidio opasnost za uništenje funkcija novca.

dohodak. Tako se transmisijski mehanizam koji funkcioniра putem nominalnih kamatnih stopa zamjenjuje transmisijskim mehanizmom koji funkcioniра putem inflacije.

Pritom se mogu zamisliti dva načina funkcioniranja Tobinova učinka. Prvi je mehanizam u literaturi poznat pod nazivom "novčana kiša": rezervni novac dolazi niotkuda, kao da službenici centralne banke s prozora bacaju pakete gotovine na prolaznike. Drugi je mehanizam fiskalne intervencije: prikupljeni inflacijski porez država troši na javne investicije.

Tobinov učinak zavisi o nagloj zamjeni novca kapitalnim dobrima u portfelju te o pretpostavci da je ekonomija zatvorena. Ako stvarni portfelj u kojem postoje novčani supstituti zamislimo s malo više mašte, rezultat više nije nedvojbен. Pretpostavimo li da u portfelju postoje novčani supstituti denominirani u stranoj valuti, inflacija može potaknuti potražnju za njima (i deprecijaciju tečaja), prije nego što će utjecati na promjenu potražnje za kapitalnim dobrima. Isto se djelovanje može pojaviti sa suprotnim predznakom: deflacija ne mora utjecati na pad potražnje za kapitalnim dobrima, jer će se njezin učinak amortizirati na povećanoj ponudi imovina u stranoj valuti (i aprecijaciji tečaja). Prema tome, uz malo obogaćivanje portfelja i otvaranje ekonomije, eksterni sektor i s njime povezani financijski instrumenti mogu apsorbirati unutarnje šokove te tako poništiti kejnzijanski rezultat (ili barem njegovo objašnjenje učiniti puno zahtjevnijim).

Uvedimo sada u analizu unutarnji novac koji nastaje u procesu monetarno-kreditne multiplikacije. Prema Galeu (1983), ova mala varijacija pretpostavke može stvoriti "anti-Tobinov učinak". Naime, dio novčane mase koji nastaje u procesu multiplikacije ne nastaje supstitucijom kapitalnih dobara novcem, nego nastaje zbog povećane potražnje za kapitalnim dobrima, koja se financira bankovnim kreditima. Ako promatramo samo nove dužnike koji u svom portfelju imaju novac i kapitalna dobra, možda ćemo moći uočiti Tobinov učinak: inflacija ih potiče na zamjenu potražnje za novcem potražnjom za kapitalnim dobrima. Međutim, stari dužnici, koji su prije posudili novac radi investiranja u kapitalna dobra, sada potražuju više novca kako bi vratili dugove, pa se supstitucija između novca i kapitalnih dobara ne mora pojaviti na razini nacionalne ekonomije.

Teza o unutarnjem novcu koji nastaje kao komplement u procesu akumulacije kapitala, a ne kao imovinski supstitut fizičkoga kapitala, tipična je za tzv. "standfordsku školu financijskoga razvitka" (Gurley i Shaw, 1960). Ako se

promatra na taj način, uloga kamatnih stopa može biti suprotna od one koju igra u kejnzijanskim modelima. Može se zamisliti kako rast pasivnih kamatnih stopa potiče priljev depozita u banke (štednju). Ako banke dobro obavljaju posao finansijskih posrednika, onda će se pojaviti pozitivan utjecaj na štednju, investicije i rast. McKinnon (1973) je, štoviše, pokazao kako mala varijacija pretpostavki može potvrditi taj rezultat i u slučaju kada ne postoji unutarnji novac. Njegov model funkcionira na slijedeći način: izostanak unutarnjeg novca znači da se investicije financiraju iz unutarnjih izvora poduzeća. Stoga poduzetnici moraju akumulirati vanjski novac prije nego što poduzmu investiciju. Otud korelacija između rasta fizičkog kapitala i realnoga novca, koja se javlja u uvjetima visokih (realnih pasivnih) kamatnih stopa. McKinnon je radi toga smatrao da je veza između omjera investicija prema BDP-u (I/Y) i realnih pasivnih kamatnih stopa zvonolikoga oblika (prema Mihaljek, 1993, str. 730). Pritom je naglasio da optimalna realna pasivna kamatna stopa može biti i veća od one uz koju je omjer I/Y u maksimumu, ukoliko se u model uvede varijabla kvalitete investicija koja raste usporedo s realnom pasivnom kamatnom stopom. S druge strane, niske kamatne stope i visoka i varijabilna inflacija uzrokuju finansijsku disintermedijaciju i recesiju. Rezultat je poznat kao McKinnonova hipoteza "financijske represije".

Ovdje predstavljeni modeli pretpostavljaju zatvorenu ekonomiju i savršeno funkcioniranje bankovnog tržišta. Zbog toga nema potrebe za eksplicitnim modeliranjem tržišta finansijskih posrednika. Razlike u rezultatima javljaju se zbog razlike u pretpostavkama. U kejnzijanskim modelima novac je dio portfelja imovina i nema bliskog supstituta. Poduzetnici se oslanjaju na vanjske izvore financiranja. Transmisijski mehanizam monetarne politike djeluje putem: monetarna ekspanzija - pad kamatnih stopa - rast investicija i dohotka⁷, ili putem: monetarna ekspanzija - rast inflacije - supstitucija potražnje za novcem potražnjom za kapitalnim dobrima - rast investicija i dohotka⁸. Djelovanje ovih

⁷ Od kraja 70-tih godina veza između novca i dohotka je oslabila (ili je promijenjena brzina optjecaja novčane mase ili su funkcije novca počeli obavljati novi novčani supstituti koji se ne uključuju u definicije novčanih agregata), no to ni na koji način ne poriče mogućnost postojanja kejnzijanskog mehanizma monetarne transmisijske. Jedina je razlika u tome što se uloga novčanih agregata može smatrati nevažnom, a glavna uloga sada pripada kamatnoj stopi (Bernanke i Blinder, 1992; Friedman i Kuttner, 1992).

⁸ Za razliku od prvog transmisijskog mehanizma, brojni empirijski argumenti govore protiv mogućnosti funkcioniranja drugog transmisijskog mehanizma putem inflacije. Blanchard i Fischer (1992) za SAD pronalaze slabu i negativnu korelaciju između

transmisijskih mehanizama može se podvesti pod znak pitanja ako se dopusti postojanje većeg broja različitih imovina među kojima su i bliski novčani supstituti, ili ako se pretpostavi komplementarnost novčane akumulacije i akumulacije kapitalnih dobara (stanfordska škola financijskog razvitka). Komplementarnost se može javiti zbog korelacije između stvaranja unutarnjeg novca i procesa investiranja (Gale), ili zbog potrebe akumulacije novca prije investiranja u modelu samofinanciranja (McKinnon).

8.2.1. Neizravno ispitivanje transmisijskog mehanizma pomoću funkcija potražnje za novcem

Prije pojave strukturnih vektorskih autoregresijskih modela koji se koriste tek posljednjih pet do šest godina, dokaz o funkcioniranju (točnije: o mogućnosti funkcioniranja) kejnzijanskog transmisijskog mehanizma putem kamatnih stopa obično se tražio ocjenjivanjem funkcija potražnje za novcem tipa $m = f(y, i)$, gdje je m realni novac, y realni dohodak, a i je nominalna kamatna stopa ili neka druga mjera oportunitetnog troška držanja novca. Ako se može pokazati postojanje statistički značajne elastičnosti potražnje za novcem na nominalnu

inovacija razine cijena i BDP-a, te pozitivnu, ali još slabiju korelaciju kada se varijable prikažu u obliku prvih razlika prirodnih logaritama (pojam inovacije označava rezidual tj. iregularnu komponentu univarijantnog ARIMA modela vremenske serije). Danas je uglavnom odbačeno gledanje na inflaciju kao na egzogenu varijablu čijom se manipulacijom može utjecati na realni output. Realni output i cijene su dvije endogene varijable koje simultano reagiraju na egzogene šokove, a vidove tih reakcija ekonomisti ispituju strukturnim vektorskim autoregresijskim modelima. Gerlach i Smets (1995) koristili su tu tehniku za usporedbu mehanizama monetarne transmisije u zemljama G-7. Simulacija utjecaja 1%-tnog rasta nominalne kratkoročne kamatne stope pomoću SVAR modela pokazala je postojanje kratkoročnog utjecaja na realni output (koji se kretao od minimalnih -0,5% u Italiji nakon 9-10 kvartala do maksimalnih -1,5% u Njemačkoj i Japanu nakon protijeka istoga razdoblja), pri čemu je svaki utjecaj na realni output nestao nakon 6-7 godina u svim zemljama G-7 za koje su autori smatrali da imaju stabilne ocjene. Međutim, utjecaj na deflaciju pokazao se kao trajan, pri čemu je u početnom kratkom roku čak došlo do inflacije u nekim zemljama. Ona je trajala 6 tromjesečja nakon povećanja kamatnih stopa u Italiji, 7 u Francuskoj i čak 10 u Velikoj Britaniji. Stoga ovi rezultati pokazuju različite pojave kretanja realnog BDP-a i cijena, zavisno o zemlji koju promatramo i vremenu koje je prošlo od pojave egzogenog šoka. Moguća je istovremena pojava inflacije i pada BDP-a, deflacije i pada BDP-a te deflacije i rasta BDP-a, te nema naznake da se inflacija i output nalaze u bilo kojem obliku jednostavnog uzročno-posljedičnog odnosa.

kamatnu stopu, slijedi da se namjernim stvaranjem viška ponude novca ista može smanjivati. Ako je ova ocjena uklopljena u strukturni model tipa IS-LM (sa ili bez ekstenzije za vanjski sektor), u kojemu u ocjeni IS funkcije važnu ulogu igra negativna veza između investicija i kamatne stope⁹, onda postoji mogućnost transmisije putem kamatne stope ako se ekonomija nalazi u stanju nepotpune zaposlenosti. Naravno, radi se samo o mogućnosti.

Pristup ispitivanju mehanizma monetarne transmisije koji polazi od ispitivanja potražnje za novcem potpuno zanemaruje strukturu, razvijenost i način funkcioniranja financijskih tržišta. Veza između financijskog sustava i rasta promatra se isključivo kroz varijacije cijena (cijena dobara u Tobinovom modelu ili cijene novca u izvornom modelu) koje se mogu potaknuti državnom intervencijom. Takav karakter pristupa izravno proizlazi iz pretpostavke da financijsko tržište funkcionira savršeno, tako da u svakom trenutku postoji jedinstvena i dobro definirana kamatna stopa koja izjednačava štednju i investicije.

Šezdesetih godina ovoga stoljeća u svijetu je bilo veoma malo solidno ocijenjenih funkcija potražnje za novcem. Ocjene poput ovdje prikazane Meltzerove (1963, str. 225), na godišnjim podacima od 1900.-1958. za SAD, gdje je W bogatstvo (w je realno bogatstvo), m realni novac, i nominalna kamatna stopa, a t -testovi su prikazani u zagradama ispod parametara, bile su među rijetkima. I sve su te rijetke ocjene ukazivale na mogućnost funkcioniranja kejnzijskog mehanizma monetarne transmisije. S obzirom na stupanj razvijenosti ekonometrije toga vremena (početak 60-tih), nije ostajalo puno prostora za sumnju:

$$\ln m_t = -1,48 - 0,949 \ln i + 1,11 \ln w \quad R^2=0,992 \quad (8.1)$$

(-21,8) (42)

Sedamdesetih i osamdesetih godina stari modeli potražnje za novcem počeli su sustavno pokazivati velike prognostičke greške za zalihu novca u optjecaju ("slučaj novca koji nedostaje"), a financijska liberalizacija koja je širila spektar financijskih imovina u portfelju, počela je uzrokovati probleme s ulogom

⁹ Ako investicije ne zavise o kamatnoj stopi, IS krivulja je okomita, pa pomaci LM krivulje ne utječu na dohodak, nego se u cijelosti odražavaju na promjenama kamatne stope.

kamatne stope u ocjenama¹⁰. Razvili su se dinamički modeli potražnje za novcem koji su uspjeli riješiti dio problema ocjena u razvijenim zemljama (Filosa, 1995). Istovremeno se pojavio veći broj istraživanja potražnje za novcem u zemljama u razvoju, koja su pokazala nestabilnost ocjena i malu ili nikakvu ulogu nominalne kamatne stope u funkciji potražnje za novcem (Anušić, Rohatinski i Šonje, 1995). Tako se naizgled potvrđuje zaključak da je za funkcioniranje kejnzijanskog transmisivskog mehanizma neophodno postojanje razvijenog tržišta domaćeg javnog duga, središnja banka koja regulira ponudu novca putem operacija na otvorenom tržištu i određen stupanj ograničene supstitucije između različitih imovinskih oblika, jer su to uvjeti u kojima su moguće značajne varijacije kamatne stope, koje mogu utjecati na realni output. Međutim, te pretpostavke (posebno prve dvije) ne vrijede u većini zemalja u razvoju.

Problem s ulogom kamatne stope u zemljama u razvoju (koji se tumači u svjetlu nepostojanja razvijenoga tržišta javnog duga), nastaje zbog dominacije izravnog kreditiranja države od strane središnje banke, odnosno radi transfera značajnih emisijskih dobiti središnjih banaka, a koje su prikupljene inflacijskim porezom. U tome nema ničeg dobrog, jer takav sustav prijeti inflacijom i ne omogućava fino podešavanje ponude novca putem operacija na otvorenom tržištu.

Veoma je važno uočiti da ovakav zaključak podrazumijeva korekciju kvazi-kejnzijanskog razmišljanja označenog Tobinovim učinkom. Ovo je razmišljanje bliže izvornom Keynesovom razmišljanju koje nije trpilo visoku inflaciju, ali se temeljilo na važnoj korektivnoj ulozi države. Ovdje se prepoznaje da inflacija i inflacijski porez onemogućavaju razvitak tržišta državnoga duga, bez kojega nema transmisije putem kamatne stope. Ako postoji razvijeno tržište državnoga duga, država može emitirati dug, središnja banka može intervenirati kupovinama na tom tržištu kako bi spriječila rast kamatne stope (ili potaknula njezin pad), a država potom može iz prikupljenih sredstava financirati investicije i poticati rast. U takav pogled na svijet ugrađen je oprez pred inflacijom, ali mu nije potrebna neovisna središnja banka koja bi brinula samo o stabilnosti cijena. Potrebna je subordinacija monetarne fiskalnoj vlasti, ili posebno podešena funkcija cilja monetarne vlasti koja vodi računa o neiskorištenim kapacitetima i kupuje državni dug sve dok se ne pojavi inflacijska opasnost. Potrebna je i

¹⁰ Može se uočiti da je to u skladu s teorijskim razmatranjima. Prisjetimo se da kejnzijanski rezultat postaje upitan kada se dopusti postojanje većeg broja novčanih supstituta u imovinskom portfelju, a upravo se to događa u procesu financijske liberalizacije i financijskih inovacija.

"prosvijetljena vlada" koja se suspreže od plasiranja tako prikupljenih sredstava u potrošnju, a emisijsku dobit troši na investicije, i to na investicije koje u dugom roku nose veći prinos od alternativnih privatnih investicija (tako da istiskivanje privatnih investicija u korist državnih u dugom roku daje neto društvenu korist)¹¹. Na kraju treba primijetiti i to da se u ovakvom pogledu na svijet pretpostavlja da je tržište javnoga duga glavni transmisivski mehanizam monetarne politike i da se pritom uloga bankovnog sektora može zanemariti.

Može li se na temelju ponašanja potražnje za novcem u Hrvatskoj izvesti posredan zaključak o prirodi funkcioniranja mehanizma monetarne transmisije? Mislim da se na temelju dosada poznatih rezultata može zaključiti da u Hrvatskoj ne funkcionira kejnzijanski mehanizam monetarne transmisije. U prvoj ocjeni funkcije potražnje za novcem u Hrvatskoj¹², Anušić, Rohatinski i Šonje (1995) pronalaze skoro jediničnu dohodovnu elastičnost potražnje za novcem (ocjena točkom je 0,98) i veoma malu kamatnu elastičnost (-0,07) koja je, iako nešto veća od tipične kamatne elastičnosti u zemljama u razvoju, još uvijek osjetno manja od kamatne elastičnosti potražnje za novcem u razvijenim zemljama. Prema njihovim rezultatima, potražnja za realnim novcem pokazuje najveći stupanj osjetljivosti na mjesečnu stopu inflacije.

Rezultat o osjetljivosti potražnje za novcem na inflaciju dobiven je uporabom iste metode¹³ na podacima za razdoblje od ožujka 1992. do ožujka 1997. (Šonje, 1997)¹⁴. To ukazuje na mogućnost da se radi o trajnom i stabilnom utjecaju inflacije. Naime, prema Anušiću, Rohatinskom i Šonji (1995), parametar uz inflaciju iznosio je -0,7589, dok je prema Šonji (1997) taj isti parametar iznosio -0,7543 u jednadžbi sa stopom deprecijacije kao mjerom oportunitetnog troška držanja novca, odnosno -0,8254 u jednadžbi s kamatnom stopom kao mjerom oportunitetnog troška držanja novca. Međutim, rezultati iz 1997. godine za druge varijable značajno su se razlikovali od onih Anušića, Rohatinskog i Šonje iz 1995. godine. Inercijski parametar bio je manji i iznosio

¹¹ Veoma je upitno je li ijedna država u stanju učinkovito odigrati alokativnu ulogu. Većina ekonomista smatra da povijesno iskustvo većine zemalja ukazuje na negativan odgovor.

¹² Ocjena za razdoblje od siječnja 1991. do listopada 1994. godine.

¹³ Radi se o modelu parcijalne prilagodbe (engl. partial adjustment model - PAM).

¹⁴ Detalji o ovim rezultatima nisu nikada objavljeni, pa su predstavljeni u Dodatku ovog poglavlja, u tablici 8.D2.

je 0,6883 u prvoj, odnosno 0,6997 u drugoj jednadžbi, dok je kod Anušića, Rohatinskog i Šonje (1995) taj parametar iznosio 0,8857. U sprezi s većom kratkoročnom dohodovnom elastičnošću (0,41 u usporedbi s 0,112 kod Anušića, Rohatinskog i Šonje), dugoročna dohodovna elastičnost¹⁵ u ocjeni je iz 1997. iznosila 1,31 u prvoj i 1,37 u drugoj jednadžbi, dok je kod Anušića, Rohatinskog i Šonje iznosila 0,98. Međutim, još se značajnija razlika u rezultatima odnosila na ulogu kamatne stope. Kamatne su stope postale statistički značajne tek na razini signifikantnosti od 20%, što se obično koristi kao argument u prilog zaključku o nesignifikantnosti.

Nadalje, u spomenutom istraživanju godine 1997. ocijenjen je i nominalni model parcijalne prilagodbe, u kojem je razina cijena eksplicitno uvrštena s desne strane jednadžbe kao objašnjavajuća varijabla. Dobiveni su zanimljivi rezultati. Inercijski se parametar nije promijenio u usporedbi s ocjenom modela s realnim novcem. Dugoročni parametar uz razinu cijena nije se značajno razlikovao od jedinice, pa je dokazana jedinična cjenovna elastičnost potražnje za nominalnim novcem. Dohodovna se elastičnost neznatno povećala, do vrijednosti od oko 1,4. Parametri uz ostale varijable su se smanjili i izgubili na statističkom značaju: uz inflaciju u prvoj jednadžbi parametar je poprimio vrijednost -0,2088, a u drugoj -0,1747. Parametri uz kamatne stope i stopu deprecijacije više nisu bili značajni niti na razini od 20%.

Prema tome, inflacija dovodi do demonetizacije (pada realnoga novca), što posredno opovrgava mogućnost transmisije putem Tobinova učinka, jer ipak je teško zamisliti trajnije razdoblje pada ili stagnacije realnoga novca i rasta investicija i BDP-a. Izostanak značajnije uloge kamatnih stopa transmisiju putem kamatnih stopa također čini upitnom. U slučaju Hrvatske, ove se činjenice mogu objasniti istovremenim promatranjem razvitka tržišta javnoga duga i razvitka bankovnoga sektora.

Naime, u Hrvatskoj su se nakon 1993. godine paralelno odvijala dva procesa: proces konsolidacije javnih financija i proces rehabilitacije bankovnoga sektora. Do početka 90-tih i u prve dvije godine domovinskoga rata, javni i bankovni sektor nisu imali jasno razdvojene funkcije. Veoma slaba porezna administracija, kaotičan porezni sustav s prevelikim brojem različitih poreznih stopa diferenciranih prema nejasnim kriterijima, te visoka inflacija, ograničavali su sposobnost države da prikupi sredstva za javne izdatke i stabilizira fiskalni

¹⁵ Vrijednost dugoročnog parametra dobiva se kada se kratkoročni parametar podijeli s jedan minus inercijski parametar.

sustav. Bankovni sustav poslužio je kao alternativni izvor financiranja ostvarenja ciljeva države. Od 1993. godine, posebice nakon obaranja visoke inflacije, fiskalna funkcija počinje se odvajati od funkcije bankovnoga posredovanja. S napretkom porezne administracije, značajnim rastom ekonomske aktivnosti i pratećim povećanjem porezne baze, te pod djelovanjem Olivera-Tanzi učinka¹⁶, započinje brz oporavak javnih prihoda i tako nestaje potreba za uporabom bankovnoga sustava kao kvazi-fiskalnog instrumenta. Štoviše, država u 1994. godini bilježi fiskalni suficit i otvara se mogućnost fiskalnog financiranja rehabilitacije banaka koje su se tijekom godina rukovodile ne-ekonomskim kriterijima pri odobravanju kredita i akumulirale velike iznose loših potraživanja u svojim bilancama. U takvim uvjetima, glavni cilj kreatora ekonomske politike postaje smanjivanje zavisnosti banaka o državi, koje se očituje u udjelu potraživanja od države u ukupnoj aktivni bankovnoga sustava. Potkraj 1993. godine čak 42,2% ukupne aktive poslovnih banaka u Hrvatskoj bilo je koncentrirano u potraživanjima od države, od kojih se najvećim dijelom tada nije moglo slobodno trgovati (stara devizna štednja). Usporedbe radi, u Češkoj je taj omjer iste godine iznosio 6,7%, u Poljskoj 26,5%, Mađarskoj 25,4%, Meksiku 20,1%, Sloveniji 23,6%, SAD-u 12,7%, Njemačkoj 13,1%, a u Austriji 18,8% (IMF, 1998). I u većini tih zemalja državnim se dugom slobodno trgovalo, što znači da se na tržištu mogla "očitati" njegova cijena, pa samim time i kamatna stopa za svaku novu emisiju državnoga duga. U Hrvatskoj se takvo tržište nije moglo početi razvijati krajem 1993. i 1994. godine, radi opisane pretjerane izloženosti banaka prema državi. Dvostruko veći udio potraživanja banaka od države u ukupnoj aktivni od udjela koji bi se mogao smatrati "normalnim" za tranzicijsku zemlju godine 1993., predstavljao je kumulativni iskaz "perverzne" prirode funkcioniranja sustava u kojem je za državne potrebe, umjesto novca poreznih obveznika, korišten novac deponenata banaka. Treba naglasiti da je takav sustav postavljen još u doba takozvanog samoupravnog socijalizma, a njegova ekonomska i politička neodrživost pridonijela je raspadu toga sustava.

Kada su u srpnju 1996. započele emisije kratkoročnih trezorskih zapisa, kamatna stopa koju je Ministarstvo financija moralo prihvaćati na aukcijama bila je puno veća od kamatne stope uz koju se moglo zaduživati u inozemstvu. Pritom tržište dugoročnog domaćeg duga praktički nije postojalo, jer za njime nije postojala potražnja. U takvoj je situaciji jedino racionalno bilo zaduživati se

¹⁶ Anušić, Rohatinski i Šonje (1995, str. 92-96).

u inozemstvu i smanjivati neto dug prema domaćim bankama¹⁷. Na domaćem tržištu postojale su strukturne prepreke koje su diktirale visinu kamatne stope. Te strukturne prepreke dolazile su iz bankovnog sektora, a mogu se svesti pod tri najvažnije:

- a) već spomenuta velika početna izloženost banaka prema državi,
- b) neefikasnost bankovnog posredovanja (preveliki troškovi u odnosu na obujam transakcija),
- c) veliki udio loše aktive u plasmanima privatnom sektoru i nepostojanje tržišta za potraživanja od države.

Stoga ćemo bankama posebnu pažnju posvetiti u nastavku. Očito je, naime, da mehanizam monetarne transmisije ne može djelovati samo putem tržišta javnoga duga ili samo putem tržišta depozita i kredita (bankovnog sustava). Oba tržišna segmenta dio su cjelokupnog financijskog tržišta, jedan na drugoga utječu i jedan drugoga ograničavaju i potiču u razvitku. Zbog toga se pogled na transmisijski mehanizam koji naglašava transmisiju putem tržišta javnoga duga, može označiti kao nepotpun.

8.2.2. Ispitivanje veze između financijske dubine i razine razvitka u tranzicijskim zemljama

Jedan od glavnih, najbolje definiranih i najlakše mjerljivih pokazatelja financijske dubine jest omjer aktive poslovnih banaka prema bruto domaćem proizvodu. Vrijednosti ovoga pokazatelja za tranzicijske zemlje prikazane su u tablici 8.1. Isti je omjer koristio Goldsmith (1969) u prvoj studiji koja je uspjela dokazati vezu između ovoga omjera i dohotka (BDP po stanovniku). Kasnije su studije potvrdile taj rezultat (Pagano, 1993). K tomu, Goldsmith (prema: Levine, 1997) je pokazao da u razdobljima brzoga rasta omjer financijske dubine raste brže od dohotka, što je također u skladu s rezultatima drugih studija. Također postoje studije u kojima je, korištenjem alternativnih pokazatelja financijske dubine (novac, kvazi novac i ostala pasiva koja nosi kamatu prema BDP-u te krediti privatnom sektoru prema BDP-u), pokazano da početni omjer financijske dubine dobro predviđa rast dohotka u slijedeća tri desetljeća (King i Levine, 1993). Istraživanje ovih omjera stoga predstavlja nezamjenjiv analitički alat pri ispitivanju veze između financijskog razvitka i ekonomskog razvoja.

Tranzicijske su zemlje u tablici 8.1. rangirane prema glavnom pokazatelju: omjeru aktive poslovnih banaka prema BDP-u 1996. godine. Češka i Slovačka

¹⁷ U tome se i uspjelo.

odskaču prema gore od ostalih zemalja zbog povijesnih razloga (visok je omjer postojao i na početku tranzicije). Potom slijede Hrvatska, Slovenija, Poljska i Mađarska, dok ostale zemlje značajno zaostaju prema pokazatelju financijske dubine, ali i prema razini razvijenosti mjerenoj s BDP po stanovniku. Isti zaključak vrijedi i za omjer kredita privatnom sektoru prema BDP-u. Nadalje, gotovo isti rezultat vrijedi kada se financijska dubina mjeri s pasivne strane, tj. omjerom najšireg novčanog agregata M3/BDP. Jasno se vidi razlika između napredne grupe, u kojoj je zadnja Mađarska i druge grupe, koju predvodi Latvija. Za razliku od prvog pokazatelja, Mađarska i Poljska imaju veću vrijednost pokazatelja financijske dubine M3/BDP nego Slovenija i Hrvatska. Razlog leži u našim i slovenskim posebnostima sa "starom deviznom štednjom", čije isključivanje iz mjere monetarnoga agregata M3 uzrokuje umjetno umanjenje omjera M3/BDP u usporedbi s drugim zemljama. Na kraju, kada se promatra omjer kredita privatnom sektoru prema BDP-u, zemlje se ponovno redaju slično kao i prema omjeru bankovne aktive prema BDP-u.

Jednostavni regresijski rezultati koji su prikazani u tablici 8.2. potvrđuju hipotezu o vezi između financijskog i ukupnog razvitka na primjeru tranzicijskih zemalja. BDP po stanovniku u svim regresijama igra ulogu zavisne varijable¹⁸. Nezavisne su varijable prikazane u stupcima, s rezultatima t-testova u zagradama ispod parametara.

Konstantni je član uključen u regresije zbog mogućnosti da i uz nulte omjere financijske dubine može postojati dohodak. Međutim, niti u jednoj regresiji on se ne razlikuje značajno od nule, što upućuje na zaključak da se dohodak ne može pojaviti bez financijskog posredovanja (vrijedi i obratno) u tranzicijskim zemljama: financijski razvitak i rast su paralelne, istodobne pojave.

Najjača je veza između razine gospodarske razvijenosti i omjera kredita privatnom sektoru prema BDP-u. Ako neka zemlja ima ovaj omjer veći za jedan postotni bod, očekujemo u prosjeku za 92,4 USD veći dohodak po stanovniku. Utjecaj ostalih financijskih omjera puno je slabiji. Kada pomoću binarne varijable (HRVSLO) otklonimo spomenuti utjecaj greške mjerenja zbog isključivanja "stare devizne štednje" iz mjere M3 u Hrvatskoj i Sloveniji, ocjena parametra u jednadžbi za M3 pada, što pokazuje da uključivanje Hrvatske i Slovenije u uzorak značajno pridonosi snazi veze između financijske dubine i razvitka na cjelokupnom uzorku.

¹⁸ I BDP po stanovniku izračunat je za 1996. godinu na temelju podataka iz IMF IFS, veljača 1998.

Tablica 8.1.

POKAZATELJI FINACIJSKE DUBINE I KARAKTERA FINACIJSKOG SEKTORA ZA 15 TRANZICIJSKIH ZEMALJA 1996.

Država*****	BDP po stanovniku	Aktiva*/BDP	M3/BDP	Privat**/BDP	Aktiva****/BDP	Kredit*****/BDP	Kvazi novac/M3	BDP/M1	BDP/M3
	u USD	u postocima							
Češka	4500,0	117,1	81,7	62,2	32,2	0,0	60,9	3,1	1,2
Slovačka	3512,0	84,8	70,6	31,7	31,4	5,2	57,7	3,4	1,4
Hrvatska	4323,0	63,6	34,5	29,5	12,5	0,2	68,7	9,3	2,9
Slovenija	9493,0	63,4	38,0	28,1	14,1	0,6	79,8	13,0	2,6
Poljska	3490,0	59,7	47,2	19,6	26,8	4,5	63,4	5,8	2,1
Mađarska	4239,0	58,3	42,3	22,5	56,0	20,3	56,2	5,4	2,4
Latvija	1935,0	37,9	24,3	7,6	16,8	0,8	35,4	6,4	4,1
Estonija	2864,0	36,0	27,0	18,1	15,5	0,0	23,8	4,9	3,7
Mongolija	319,0	26,1	22,4	11,2	20,4	7,3	49,1	8,8	4,5
Moldavija	416,0	20,0	16,7	7,0	23,5	5,3	30,5	8,6	6,0
Bjelorusija	1132,0	19,4	15,2	6,8	12,7	4,8	42,5	11,4	6,6
Litva	2116,0	19,4	17,2	10,8	11,1	0,0	33,2	8,7	5,8
Rusija	2983,0	16,5	16,3	7,4	13,6	8,3	46,2	11,4	6,1
Ukrajina	850,0	11,7	11,6	1,4	13,4	7,7	32,5	12,7	8,6
Armenija	404,0	8,8	8,3	5,6	15,7	4,2	26,6	16,5	12,1
Prosjeak	2838,4	42,8	31,6	18,0	21,1	4,6	47,1	8,6	4,7

* Ukupna aktiva poslovnih banaka (svi omjeri na temelju nominalnih podataka u nacionalnim valutama)

** Krediti privatnom sektoru kako su definirani metodologijom IFS-a (International Financial Statistics)

*** Aktiva središnje banke. Podatak za Hrvatsku se za 1,5 postotnih bodova razlikuje od podatka navedenog u fusnoti broj 2, jer se taj podatak odnosi na 1997., a ovaj na 1996. godinu.

**** Krediti središnje banke državi

***** Bugarska, Tadžikistan i Turkmenistan nisu analizirani jer ne izvještavaju MMF. Rumunjska je isključena zbog nepouzdanih pokazateljima o kreditima (nema kredita privatnom sektoru) i BDP-u. Albanija, Kazahstan i Azerbejdžan nisu uključeni zbog nepouzdanih ili nedostupnih podataka o BDP-u. BDP za Moldovu za 1996. izračunat je kao BDP za 1996. uvećan za stopu inflacije (cijene na malo) i očekivanu stopu promjene realnoga BDP iz UN Comission for Europe: Economic Survey of Europe in 1996 - 1997. BDP po stanovniku za Češku, Mađarsku, Poljsku, Slovačku, Sloveniju, Rusiju i Ukrajinu preuzet je iz: "Central European Quarterly" IV/97, Beč: Creditanstalt. Na temelju toga podatka procijenjen je ukupni BDP za Mađarsku za 1996. u forintama. Ostali podaci za Mađarsku odnose se na 1995. godinu, te omjere za Mađarsku stoga treba tumačiti s rezervom. Oni mogu biti blago potcijenjeni. BDP po stanovniku za ostale zemlje izračunat je na temelju podataka iz IFS-a, primjenom prosječnog godišnjeg tečaja lokalnih valuta prema američkom dolaru.

Napomena: u tablici se koristi agregat M3 koji predstavlja zbroj novca i kvazi-novca. Uključuje devizne depozite. Usporediv je s našim M4 kada se od M4 oduzmu obveznice i instrumenti tržišta novca.

Izvor: Autorove kalkulacije na osnovi International Financial Statistics, veljača 1998. Washington: IMF.

Tablica 8.2.
**REZULTATI REGRESIJE DOHOTKA PO STANOVNIKU NA
 POKAZATELJE FINANCIJSKE DUBINE ZA 15 ZEMALJA
 U TRANZICIJI**

	Konstantni član	Aktiva/BDP	Privat/BDP	M3/BDP	HRVSLO	R ² korig.	F
Jednadžba 1.	761,98 (0,89)	48,46 (2,96)				0,40	8,75
Jednadžba 2.	1178,49 (1,50)		92,39 (2,76)**			0,37	7,61
Jednadžba 3.	986,05 (1,01)			58,71 (2,27)**		0,28	5,16
Jednadžba 4.	599,79 (0,9)			52,30 (3,05)*	4412,26 (4,21)*	0,71	14,76

Napomena: U zagradama ispod parametara nalaze se vrijednosti t-testa.

* signifikantno na razini 1%.

** signifikantno na razini 5%.

Čitatelj će u Dodatku pronaći iste pokazatelje financijske dubine za 66 "ne-tranzicijskih" država u 1996. godini. Ekonometrijske ocjene za te zemlje, koje se mogu usporediti s ocjenama za tranzicijske zemlje, prikazane su u tablici 8.3. U ocjenama postoje velike razlike. Prva razlika pojavljuje se kod značajno pozitivne konstante u prvoj jednadžbi. Ta jednadžba, kad se usporedi s druge dvije, potvrđuje da je utjecaj ukupne bankovne aktive najmanji, što je isti rezultat kao i za tranzicijske zemlje. Ipak, statistički signifikantan konstantni član od 4136 USD dohotka po stanovniku nema ekonomskoga smisla, pa se ocjena može smatrati nepouzdanom (jer nije moguće imati tolik dohodak po stanovniku bez bankovnog sustava). Druga razlika odnosi se na puno veće vrijednosti (i više vrijednosti statističkih testova) parametara uz učešće kredita privatnom sektoru i M3 u BDP-u, u usporedbi s tranzicijskim zemljama. Ocjene se mogu smatrati pouzdanima zbog vrijednosti t-testova i zbog činjenice da se konstantni članovi znatno ne razlikuju od nule. Treća se razlika odnosi na činjenicu da na ovom uzorku parametar uz M3 ima višu vrijednost nego parametar uz kredite privatnom sektoru, dok je kod tranzicijskih zemalja slučaj bio obrnut. Činjenica je da samo treća jednadžba značajno odstupa od rezultata drugih istraživanja (Levine, 1997; vidi niže u tekstu)¹⁹, pa se može pretpostaviti

¹⁹ Uobičajeno se pronalazi jači utjecaj kredita privatnom sektoru nego širokoga novčanog agregata.

da je problem izostavljenih varijabli najjače djelovao na tu ocjenu. Relevantno je i objašnjenje koje u obzir uzima prirodu mehanizma monetarne transmisije. U uzorku od 66 zemalja velik je broj država sa stabilnom financijsko-institucionalnom strukturom i stabilnim ponašanjem potražnje za novcem, zbog čega se uspostavlja uža korelacija između monetarne mjere financijske dubine i razine razvijenosti nego u tranzicijskim zemljama, gdje se financijska institucionalna infrastruktura tek razvija. Ovo posljednje opažanje posebno je važno, jer ono objašnjava zašto su parametri uz kredite i novčani agregat tako značajno niži u tranzicijskim nego u ostalim zemljama.

Tablica 8.3.
**REZULTATI REGRESIJE DOHOTKA PO STANOVNIKU NA
 POKAZATELJE FINANCIJSKE DUBINE ZA 66 DRŽAVA
 (BEZ ZEMALJA U TRANZICIJI)**

	Konstantni član	Aktiva/BDP	Privat/BDP	M3/BDP	R ² korig.	F
Jednadžba 1.	4135,73 (2,14)	74,79 (4,98)			0,279	24,76
Jednadžba 2.	477,87 (0,25)		207,61 (7,21)		0,448	51,95
Jednadžba 3.	-1444,73 (-0,55)			233,70 (5,49)	0,320	30,12

Napomena: U zagradama ispod parametara nalaze se vrijednosti t-testa.

* Razine signifikantnosti nisu označene, jer se radi o velikom uzorku.

Zaključak o najjačem utjecaju omjera kredita privatnom sektoru prema BDP-u na razinu razvijenosti u tranzicijskim zemljama isti je kao i u sličnim istraživanjima koja su obuhvatila mnogo veći broj zemalja i duže vremensko razdoblje (King i Levine, 1993, prema: Levine, 1997). Slijedi da krediti državi značajno smanjuju utjecaj financijskog produblivanja na rast²⁰, što se može tumačiti kao dokaz superiorne alokativne efikasnosti u privatnom sektoru. Također slijedi da se monetarnom ekspanzijom samom po sebi ne može puno učiniti, jer upitna je korelacija između monetarne mjere (M3/BDP) i dohotka po stanovniku u tranzicijskim zemljama. Mnogo jaču vezu između ove mjere

²⁰ Ako imamo u vidu da su krediti državi supstitut kredita privatnom sektoru s gledišta banke.

financijske dubine i razine razvitka u netranzijskim zemljama možemo protumačiti razvijenijim mehanizmima monetarne transmisije. Stoga se može izvesti preporuka za kreatore ekonomske politike u tranzicijskim zemljama: države mogu postići značajan gospodarski rast i uz bitna ograničenja nacionalne štednje i uz veoma nesavršene mehanizme monetarne transmisije, ako bankovni sustav uspiju rasteretiti potrebe financiranja fiskalnog deficita. No postavlja se pitanje koje varijable ekonomske politike utječu na financijsko produbljanje (razvitak) i, preko financijskoga razvitka, na ukupni gospodarski razvitak? Ovim se pitanjem bavimo u nastavku.

Ograničit ćemo se na jednostavnu regresijsku analizu čiji je cilj utvrditi glavne determinante financijske dubine. Financijsku dubinu mjerimo omjerom kredita privatnom sektoru prema BDP-u. Među nezavisnim varijablama nalazi se stopa inflacije, pomoću koje se indirektno ispituje vrijedi li McKinnonova hipoteza financijske represije koja predviđa negativan utjecaj inflacije na financijsku dubinu i gospodarski razvitak. Ako je parametar uz inflaciju negativan, imamo naznaku da vrijedi hipoteza financijske represije, jer visoka i varijabilna inflacija²¹ uzrokuje financijsku disintermedijaciju u sektoru banaka.

Sljedeći kandidat na listi nezavisnih varijabli je realna pasivna kamatna stopa. Ako vrijedi McKinnonova hipoteza komplementarnosti, visoka realna pasivna kamatna stopa trebala bi se naći u pozitivnoj korelaciji s financijskom dubinom, barem kada je riječ o zemljama u razvoju.

Sljedeći kandidat na listi objašnjavajućih varijabli je udio aktive središnje banke u BDP-u. King i Levine (1993) su pokazali da ovaj omjer opada s rastom dohotka i financijske dubine, pa se može očekivati negativna vrijednost parametra. Pritom treba uočiti da mogu postojati dva uzroka negativne veze. Ako postoji pozitivna veza između ovoga omjera i inflacije, ona predstavlja naznaku da inflacija predstavlja mehanizam transmisije visokoga udjela središnje banke u relativno niži omjer financijske dubine. U tom slučaju se može pojaviti problem kolinearnosti između inflacije i omjera aktive središnje banke prema BDP-u. Drugi mehanizam transmisije može djelovati preko tržišta domaćeg javnog duga. Ako je ovo tržište relativno veliko i ako na njemu središnja banka igra važnu ulogu, bilo putem operacija na otvorenom tržištu,

²¹ Empirijski je dokazana pozitivna veza između visine inflacije i njezine varijabilnosti. O rezultatima za Hrvatsku vidi: Jurković (1989), Škegro (1992) i Šonje (1993 i 1994).

bilo putem izravnog kreditiranja države²², onda se može pojaviti kolinearnost između nezavisnih varijabli u regresiji koja bi na desnoj strani uključila i ovaj omjer i omjer domaćeg javnog duga prema BDP-u. Na tragu razmatranja u ovome radu očekivali bismo negativnu vezu između domaćeg javnog duga i financijske dubine. Zbog nedostatka podataka ova se veza ovdje neće testirati.

Rezultati u tablici 8.4. pokazuju da u tranzicijskim zemljama jedino inflacija utječe na financijsku dubinu, i to s očekivano negativnim predznakom. Realna pasivna kamatna stopa ne utječe na financijsku dubinu ni u jednoj od prikazanih ocjena. Omjer kredita središnje banke državi prema BDP-u, odnosno udjel ukupne aktive središnje banke u BDP-u (po ovim se varijablama jednadžbe razlikuju), također ne utječe na omjer financijske dubine u tranzicijskim zemljama. Rezultat o negativnoj ulozi inflacije može se smatrati prilično čvrstim, jer nije osjetljiv na varijantu specifikacije kada se uključuju i isključuju druge nezavisne varijable.

Pokušane su i druge varijante ocjene koje ovdje nisu prikazane jer su dale lošije rezultate²³. Stoga možemo zaključiti da McKinnonova hipoteza financijske represije očito vrijedi kada je riječ o represivnoj ulozi inflacije, ali nismo pronašli dokaza u prilog hipoteze da visoke realne pasivne kamatne stope pomažu produbljivanju financijskih tržišta. Iako ovu ocjenu treba tumačiti s velikim oprezom, možemo ipak spomenuti da se parametar uz realnu pasivnu kamatnu stopu pojavljuje s negativnim predznakom (ali nije signifikantan), što upućuje na pažljivo razmatranje uloge pasivne kamate u kontekstu nesavršenih tržišta depozita i kredita u sljedećem odjeljku.

²² U većini tranzicijskih zemalja može se očekivati da mehanizam izravnog kreditiranja države igra važniju ulogu, jer domaća tržišta javnog duga nisu dovoljno razvijena.

²³ Ocjene bez konstantnog člana nisu imale smisla. U ocjeni u kojoj se uz inflaciju pojavljuje nominalna kamatna stopa očekivano se pojavila multikolinearnost. Također su se bitno pogoršavale ocjene u kojima su izbacivane inflacija i/ili realna pasivna kamatna stopa, a ostavljane samo varijable vezane uz aktivu centralne banke. U ocjeni samo s inflacijom predznak i signifikantnost parametra uz inflaciju nisu se mijenjali, što upućuje na čvrstinu rezultata.

Tablica 8.4.
**DETERMINANTE FINANCIJSKE DUBINE
 U 15 TRANZICIJSKIH ZEMALJA**

	Konstantni član	Inflacija	Realna pasivna kam. stopa	Aktiva** / BDP	Kredit*** / BDP	R ² korig.	F
Jednadžba 1.	30,36 (5,47)x	-0,45 (-2,78)xx				0,32	7,74
Jednadžba 2.	32,51 (5,07)x	-0,68 (-2,31)xx	-0,36 (-0,95)	0,41 (0,51)		0,26	2,67
Jednadžba 3.	22,47 (2,52)xx	-0,57 (-2,54)xx	-0,34 (-1,06)		0,43 (1,52)	0,38	3,82

Napomene: U zagradama ispod parametara nalaze se vrijednosti t-testa. Kao mjera financijske dubine koristi se omjer kredita privatnom sektoru i BDP-a.

- * Godišnja stopa inflacije u 1996. godini. Realna pasivna kamatna stopa izračunata je kao aritmetička razlika između prosječne kamatne stope na depozite (Izvor: International Financial Statistics, MMF) i stope inflacije u 1996. godini.
- ** Ukupna aktiva središnje banke.
- *** Krediti središnje banke državi.
- x Signifikantno na razini 1%.
- xx Signifikantno na razini 5%.

Iako se ovoj analizi mogu uputiti zamjerke radi veličine uzorka, načina mjerenja varijabli i problematične specifikacije (vjerojatno postoji velik broj izostavljenih varijabli) koja se očituje u niskim vrijednostima F-testa, rezultat o negativnoj vrijednosti parametra uz inflaciju vrlo je čvrst. Negativni predznak i statistički značaj parametra uz stopu inflacije nisu osjetljivi na uključivanje i isključivanje ostalih varijabli. Kako ne vrijedi Tobinov učinak, nego vrijedi McKinnonova hipoteza financijske represije (putem visoke i varijabilne inflacije), zaključujemo da je najbolje što kreatori ekonomske politike u tranzicijskim zemljama mogu učiniti:

- a) minimizirati pritisak na financiranje fiskalnog deficita putem domaćeg bankovnog sustava kako bi relativno brže rasli krediti privatnom sektoru,
- b) minimizirati inflaciju u zoni pozitivnih vrijednosti²⁴
- c) stvoriti stabilan bankovni sustav.

²⁴ Nema dokaza o postojanju takve vrste negativne korelacije između ekonomske aktivnosti i inflacije koja bi upućivala na pogodnost deflacije za rast.

8.3. OTVORENA EKONOMIJA S NESAVRŠENIM TRŽIŠTIMA DEPOZITA I KREDITA

Spomenuti rad Ronalda McKinnona najbolje pokazuje kako se rezultati modela mijenjaju kada se pretpostavke samo malo promijene. Dok se u zatvorenoj ekonomiji sa savršenim tržištima depozita i kredita McKinnon zalagao za financijsku liberalizaciju i visoke pasivne kamatne stope u zemljama u razvoju, u otvorenoj zemlji u razvoju, s imperfektnim tržištima depozita i kredita, McKinnonov je zaključak nedvosmislen: poželjna je državna intervencija, jer u suprotnom može doći do istovremene pojave bankovnih i valutnih kriza (McKinnon i Pill, 1995).

McKinnon-Pillov model opisuje situaciju nakon stabilizacije tijekom koje je liberaliziran financijski sustav i počinju se javljati tržišne pogreške financijskoga sustava zbog nesavršenog rasporeda informacija. Domaći izvori štednje su ograničeni, pa se višak domaćih investicija nad štednjom financira iz inozemne štednje. Međunarodni su kreditori spremni ulagati u državu nakon stabilizacije i liberalizacije jer očekuju rast proizvodnosti u dugom roku. Domaći bankovni sustav posreduje u financijskoj i informacijskoj transmisiji između inozemne štednje i domaćih investicija.

U uvjetima potpune izvjesnosti i savršenih informacija, svako zaduživanje u inozemstvu (deficit tekućeg računa bilance plaćanja) dinamički je optimalno. Rast proizvodnosti u sektoru međunarodno utrživih dobara uravnotežuje tekući račun bilance plaćanja u dugom roku. Međutim, ako se napusti pretpostavka o savršenim informacijama, stvarni rast proizvodnosti može biti manji od očekivanog. Naime, u uvjetima nesavršenoga rasporeda informacija privatni sektor može oblikovati preoptimistična očekivanja o rastu proizvodnosti. Greška bankovnog sustava koja, na primjer, nastaje zbog osiguranja depozita²⁵, može

²⁵ Ovdje se ne želi reći da uvođenje eksplicitnog sustava osiguranja depozita povećava vjerojatnost pojave tržišne pogreške u financijskom sustavu. Naprotiv, uvođenje eksplicitnog i vjerodostojnog sustava osiguranja depozita umjesto implicitnog i nevjerodostojnog osiguranja putem mekih kredita središnje banke može smanjiti vjerojatnost pojave tržišne pogreške. Treba imati u vidu i činjenicu da se osiguranje depozita ovdje koristi kao primjer tržišne pogreške. Ako depoziti nisu ni na koji način osigurani, to ne znači da se tržišna pogreška u financijskom sustavu neće pojaviti. Uvijek ostaje problem negativne selekcije klijenata čija je ex-ante kvaliteta nepoznata. U ekonomiji je problem poznat kao problem "limuna" (Akerlof, 1970). Za teorijsku razradu problema u kontekstu bankovnog sustava vidjeti: Stiglitz (1985) te Stiglitz i Weiss (1981).

potaknuti pretjerani optimizam privatnog sektora. Uz osiguranje depozita štediške pokazuju manju osjetljivost na rizično ponašanje banaka. Bankari su u prilici ulaziti u rizičnije projekte i zaračunavati veće kamatne stope. Osiguranje depozita im omogućava ponašanje kao da očekuju veći porast proizvodnosti nakon stabilizacije i liberalizacije od stvarno očekivanoga. Kako privatni sektor nema mogućnosti samostalnog oblikovanja očekivanja o rastu proizvodnosti (zbog nesavršenih informacija banke su "specijalisti" za prijenos informacija o gospodarstvu), taj sektor svoja očekivanja oblikuje promatranjem ponašanja banaka (visina kamatnih stopa, tempo kreditne ekspanzije i sl.). A ponašanje što ga banke pokazuju u uvjetima osiguranja depozita upućuje na veći očekivani rast proizvodnosti od stvarno očekivanog. Tako privatni sektor oblikuje preoptimistična očekivanja i zadužuje se u inozemstvu iznad optimalne razine. Kada dugovi dospiju na naplatu slijedi valutna i financijska kriza, te recesijsko uravnoteženje eksterne pozicije zemlje.

U scenariju kakvog iscrtavaju McKinnon i Pill (1995) nema ničeg iracionalnog: *"Nije iracionalno biti u krivu ako se greška ne može otkriti na temelju raspoloživih informacija."* (McKinnon i Pill, 1995, str. 17). Pretjerani optimizam privatnoga sektora plod je nesavršenoga rasporeda informacija radi kojega nastaje "anti-kejnzijanska" situacija u kojoj nije problem u pretjeranoj štednji, nego obrnuto, u premaloj štednji, odnosno pretjeranom investiranju čija kvaliteta može biti upitna. U takvim se uvjetima otvara prostor za državnu intervenciju ako kreatori ekonomske politike imaju drukčije preferencije, odnosno drukčije oblikovana (konzervativnija) očekivanja o rastu proizvodnosti, od privatnoga sektora. McKinnon i Pill upozoravaju da zatvaranje financijskog računa bilance plaćanja u tom slučaju nije rješenje, jer nakon stabilizacije i liberalizacije objektivno se može očekivati rast proizvodnosti u sektoru međunarodno utrživih dobara, pa je neto priljev kapitala iz inozemstva normalna pojava. Stoga je deficit tekućeg računa bilance plaćanja opravdana pojava, samo se postavlja pitanje njegove visine i dinamike. Rješenje treba tražiti u kombiniranju jakog nadzora banaka i neke vrste oporezivanja priljeva kapitala. Na primjer, na inozemne izvore financiranja bankovnoga sustava može se primijeniti ista stopa obvezne rezerve kao i na domaće izvore, kako bi se izjednačila njihova relativna cijena²⁶.

²⁶ Danas je rašireno mišljenje da se problemi tržišne pogreške liberaliziranog financijskog sustava mogu riješiti samo prikladno odabranim i vremenski usklađenim mjerama na području nadzora banaka, restrukturiranja banaka i razvitka financijskih tržišta (Sundarajan, 1996). Također je prepoznata ključna uloga nadzora banaka u tranzicijskim zemljama u kojima nakon liberalizacije dolazi do naglog priljeva kapitala

Poziv za uspostavom jakog nadzora banaka posebno je aktualan u svjetlu najnovijih valutno-financijskih kriza koje su nastale upravo zbog loše odigrane posredničke uloge banaka (Češka, Jugoistočna Azija, Rusija). Od početka 80-tih godina naovamo oko stotinu zemalja iskusilo je neki oblik bankovne krize. Pritom se može uočiti da se bankovne krize javljaju neovisno o razini razvijenosti zemlje. Isto tako, dubina prateće recesije ne zavisi o početnoj razini razvijenosti. Na primjer, Finska je 1991. - 1993. godine zabilježila kumulativni pad BDP-a od 14,1% uz gubitke zbog loših plasmana banaka u iznosu od oko 8% BDP-a (Koskenkyla, 1995; IMF, 1996). Krizi je prethodilo razdoblje u kojem su se godišnje stope rasta ukupnih bankovnih kredita kretale između veoma visokih 15% i 30%: "*Glavnim razlogom problema smatra se neograničeni rast kredita koji je slijedio deregulaciju kamatnih stopa i tokova kapitala, što je uzrokovalo snažan porast gubitaka po kreditima.*" (Koskenkyla i Vesala, 1994)²⁷. Nyberg i Virhiala (1994) među uzrocima navode još i općenito ekspanzivnu makroekonomsku politiku te slab nadzor banaka. Finsko je iskustvo toliko tipično da ga možemo smatrati reprezentativnim i relevantnim i za tranzicijske zemlje²⁸. U svjetlu zaključaka iz prethodnoga odjeljka o tome da se udio kredita privatnom sektoru u BDP-u nalazi u uskoj korelaciji s razinom razvijenosti, ovo iskustvo jasno iscertava granicu do koje je moguće poticati skladan financijski i realni rast. Ta se granica nalazi na onoj stopi rasta kredita privatnom sektoru uz koju banke još uvijek mogu dobro kontrolirati kvalitetu svoje aktive. Tu je stopu veoma teško empirijski ocijeniti na makroekonomskoj razini.

(Ize, 1996). Napokon, treba uočiti da se negativna veza između realne kamatne stope i financijske dubine, koja se pojavila u regresijama u tablici 8.4., može protumačiti kao naznaka važnosti ovih razmatranja.

²⁷ Pretjerani rast kredita u usporedbi s rastom BDP-a i brz rast cijena imovina često su pokazatelji pogoršanja kvalitete portfelja banaka i rastuće izloženosti rizicima. (IMF, 1996; Haussman i Gavin, 1995).

²⁸ Finska je doduše jedinstvena po dubini i trajanju recesije. Sundarajan i Balino (1991) te Drees i Pazarabasoglu (1995, prema: IMF, 1996) su na primjeru osam zemalja pokazali postojanje značajne negativne korelacije između bankovne krize i realnog outputa. Korelacija se ne mora nužno očitovati recesijom. Moguće je samo značajno usporavanje stope rasta. Neki autori smatraju da recesijski utjecaj bankovne krize zavisi upravo o financijskoj dubini: što je ona veća, intenzitet krize proizvest će jači negativni utjecaj na realni output. De Castello Branco, Kammer i Psalida (1996) pronalaze mali negativni utjecaj kriza u Baltičkim zemljama na realni output. Rezultat je u skladu s niskim vrijednostima pokazatelja financijske dubine koji su prikazani u ovome radu. Na tom tragu može se spekulirati i o tome da se dubina recesije u Finskoj može objasniti činjenicom da se radi o financijski izrazito razvijenoj zemlji.

Razmjeri gubitaka zbog bankovnih kriza kreću se do neslućenih razmjera. Nije mali broj slučajeva gdje je udio loših plasmana prelazio 40% ukupnih bankovnih plasmana (Argentina, Estonija, Čile, Norveška, Poljska, Litva, Kazahstan, Rusija). Kako se među tim slučajevima često javljaju tranzicijske zemlje, bilo je logično istražiti snagu veze između financijskih kriza i financijske dubine, te otud posredno zaključivati o utjecaju bankovnih kriza na ukupni gospodarski razvitak. U tu je svrhu konstruiran indeks bankovne krize.

Indeks bankovne krize (IBK) izračunava se u dva koraka. U prvom koraku upotrijebljeni su podaci o kritičnom razdoblju krize (vidi tablicu 8.5.). Vrijednost zadnjih dviju znamenki godine u kojoj završava kritično razdoblje umanjuje se za pet svake godine između kraja kritičnoga razdoblja i 1998., te se taj broj dijeli s 98. Na primjer, za tri tranzicijske zemlje koje se nalaze u uzorku od 43 zemlje pretpostavljeno je da se i dalje nalaze u ozbiljnim problemima, tako da je taj omjer jednak jedinici. Za Belgiju, Nizozemsku, Njemačku, Portugal i Singapur vrijednost je jednaka nuli, jer te zemlje nisu iskusile značajne probleme u bankovnom sustavu. Za Izrael, vrijednost je 0,194(=(84-13*5)/98). Element koji se računa u prvom koraku mogli bismo nazvati pokazatelj aktualnosti bankovne krize.

U drugom se koraku vrijednost ovog pokazatelja množi s udjelom loše aktive u ukupnoj aktivi, pa je:

$$IBK = ((N-5*n)/98)*R, \quad (8.2.)$$

gdje je N godina koja označava kraj kritičnog razdoblja krize, n je broj godina između kraja kritičnog razdoblja i sadašnjosti, a R je postotni udio loše aktive u ukupnoj aktivi bankovnoga sustava u trenutku krize. IBK će biti veći uz dani R ako je kriza aktualnija, i obratno.

Za konstrukciju indeksa korišteni su podaci iz pregleda IMF-a (1996), a u uzorak su izabrane 43 zemlje (vidi tablicu 8.5.). U spomenutom pregledu nalaze se podaci o udjelu loše aktive za većinu zemalja iz uzorka. Za još nekoliko zemalja udjel se mogao izračunati na temelju podatka o udjelu loše aktive u BDP-u, a za preostale zemlje taj je udjel morao biti procijenjen²⁹. U procjeni su korištene

²⁹ Ako je nadzor banaka u nekoj državi slab, onda će informacija o stvarnim kreditnim gubicima ostati skrivena. Međutim, problem će "isplivati" na drugoj strani. Očitovat će se u velikoj kamatnoj marži i/ili visokoj inflaciji, za koju smo već utvrdili da negativno utječe na financijsku dubinu. U svakom slučaju, poteškoće pri usporedivom

sljedeće informacije: opis događaja (iz IMF-ova pregleda), informacije o razini razvitka (dohodak po stanovniku i omjer aktive bankovnog sektora prema BDP-u), informacije o financijskom razvitku u posljednje vrijeme, te informacije o vremenu i trajanju kritičnog razdoblja bankovne krize. Na temelju tih informacija, procjena udjela loše aktive mogla je poprimiti sljedeće vrijednosti:

- 1, za razvijene zemlje kod kojih informacije nisu ukazivale na ozbiljnije probleme posljednjih godina (Kanada, Irska, Izrael, Velika Britanija),
- 10, za razvijene zemlje ili zemlje u razvoju kod kojih su informacije ukazivale na ozbiljne probleme u posljednje vrijeme (Grčka, Japan, Novi Zeland, Južna Afrika),
- 20, za zemlje u razvoju kod kojih su informacije ukazivale na veoma ozbiljne probleme u posljednje vrijeme (Jamajka, Svaziland).

Podaci iz tablice 8.5. korišteni su u regresijskoj analizi koja pokazuje utjecaj bankovne krize na financijsku dubinu mjereno udjelom kredita privatnom sektoru u BDP-u - KPS (t-testovi su u zagradama):

$$\text{KPS} = 69,721 - 1,549 \text{ IBK} \quad R^2=0,17 \quad F=8,39 \quad (8.3.)$$

$$(9,76) \quad (-2,90)^{30}$$

međunarodnom mjerenju udjela loše aktive toliko su velike da ovdje korištena procjena vjerojatno ne oduzima puno od vjerodostojnosti mjere loše aktive.

³⁰ Signifikantno na razini 1% dvostranoga t-testa.

Tablica 8.5.
**INDEKS BANKOVNE KRIZE (IBK) I OMJER KREDITA PRIVATNOM
 SEKTORU (KPS) PREMA BDP-u ZA 43 ZEMLJE IZ UZORKA**

	Kritično razdoblje	Loša aktiva / sva aktiva (R)	Prvi element	IBK	KPS/BDP
Argentina	1980-95	39,0	0,8	31,8	18,7
Australija	1991-92	6,0	0,6	3,8	77,7
Austrija	--	0,0	0,0	0,0	97,0
Belgija	--	0,0	0,0	0,0	66,6
Brazil	1994-98	10,0	1,0	10,0	26,5
Kanada*	1983-85	1,0	0,2	0,2	64,8
Čile	1981-83	19,0	0,1	1,6	54,2
Kostarika	1994-98	10,0	1,0	10,0	17,6
Cipar	--	0,0	0,0	0,0	88,6
Dominikanska Rep.	1992-95	5,0	0,8	4,1	19,0
Danska	1988-92	9,0	0,6	5,7	32,8
Ekvador	1995-98	10,0	1,0	10,0	28,6
Finska	1991-94	13,0	0,8	9,8	61,1
Francuska	1991-98	20,0	1,0	20,0	81,5
Njemačka**	--	0,0	0,0	0,0	104,9
Grčka*	1991-95	10,0	0,8	8,2	23,0
Gvatemala	1980-90	10,0	0,5	5,1	16,2
Honduras	--	0,0	0,0	0,0	22,9
Mađarska***	1987-98	23,0	1,0	23,0	22,5
Irska*	1985	1,0	0,2	0,2	35,7
Izrael*	1983-84	1,0	0,1	0,1	72,4
Italija	1990-95	10,0	0,8	8,2	51,8
Japan*	1992-98	10,0	1,0	10,0	183,0
Malezija	1985-86	32,0	0,3	8,5	74,3
Nizozemska	--	0,0	0,0	0,0	105,6
Novi Zeland****	n.a.	10,0		5,0	92,1
Filipini	1981-87	19,0	0,3	6,2	48,4
Poljska***	1991-98	38,0	1,0	38,0	19,6
Portugal	--	0,0	0,0	0,0	62,3
Singapur	--	0,0	0,0	0,0	96,0
Južna Afrika	1980-98	10,0	1,0	10,0	137,2
Španjolska	1977-85	4,3	0,2	0,9	71,2
Šri Lanka****	1990-93	13,2	0,7	9,2	25,1
UK*	1984-95	1,0	0,8	0,8	122,9
SAD	1980-92	4,1	0,6	2,6	65,8
Kolumbija	1984-85	15,0	0,2	3,1	20,9
Venecuela****	1994-98	41,0	1,0	41,0	8,4
Jamaica*(xx)	1994-98	20,0	1,0	20,0	28,5
Swaziland*	1995	20,0	0,8	16,3	18,6
Indonezija	1992-98	12,0	1,0	12,0	55,4
Island****	1985-93	3,6	0,7	2,5	48,9
Meksiko	1994-98	18,0	1,0	18,0	18,2
Hrvatska***	1991-98	20,0	1,0	20,0	29,5

xx Omjer KPS/BDP za Jamajku je za 1995. godinu, jer podaci za 1996. godinu nisu bili raspoloživi. Za sve druge zemlje podaci su za 1996. godinu.

* R (udio loše aktive u ukupnoj aktivi) vrijednosti su imputirane u zadnjem koraku konstrukcije indeksa.

** U Njemačkoj su se financijski problemi pojavili nakon ujedinjenja, no oni su rješavani kao fiskalni problemi.

*** To su tranzicijske zemlje u uzorku. R za Hrvatsku je autorova subjektivna procjena koja je jednaka prosječnom udjelu loše aktive tijekom 90-tih. Kod procjene loše aktive u Poljskoj u obzir su uzeti i zajmovi koji su u pregledu IMF-a navedeni kao "dvojbeni".

**** Za ove je zemlje R procijenjen na temelju informacija o fiskalnim troškovima konsolidacije bankovnog sustava. Za Novi Zeland nije bilo podataka o kritičnom razdoblju, pa su imputirane vrijednosti R-a arbitrarno dijeljene s 2.

Ova regresija ostaje otvorena za daljnju doradu i istraživanja, no ona ipak naznačuje veoma veliku vjerojatnost postojanja negativnog utjecaja bankovne krize na financijsku dubinu i, posredno, na razinu ekonomskog razvitka. Ta velika vjerojatnost u manjoj mjeri proizlazi iz statističkih karakteristika regresije, a u većoj mjeri iz sklada rezultata s iskustvima u mnogim zemljama. Ako bismo pretpostavili da je ovdje ocijenjeni parametar stabilan i točno ocijenjen, onda bismo mogli izvesti zaključak o tome da sadašnja bankovna kriza koja se u nekoj zemlji očituje udjelom loše aktive od 20%, znači 31 postotnih bodova omjera kredita privatnom sektoru prema BDP-u, koji su "izgubljeni" u procesu kumuliranja greške u procesu alokacije kapitala³¹. A taj "gubitak" se, preko parametra veze između financijske dubine i razine razvijenosti, prevodi u stvarni razvojni gubitak. Ovdje, međutim, nije moguće izračunati ni približno točnu kvantitativnu ocjenu toga gubitka. Postoje naznake da je on velik, no postoji i potreba daljnjih istraživanja koja će više pažnje posvetiti kvaliteti i usporedivosti statističkih podataka.

8.4. UMJESTO ZAKLJUČKA: NEKOLIKO NAZNAKA O DOBROJ EKONOMSKOJ POLITICI

Bankovne krize, kao skupni iskaz kumulativnih grešaka u procesu alokacije kapitala, mogu imati veoma visoke realne troškove u smislu izgubljenog rasta i razvitka. Isto vrijedi za inflaciju, koja pogoduje situaciji financijske disintermedijacije (McKinnonova hipoteza financijske represije). S druge strane, kreatori ekonomske politike ne trebaju se odreći mogućnosti kratkoročnog anti-cikličkog djelovanja (kejnzijski vid intervencije), no pritom moraju imati u vidu da: (a) učinkovitost toga djelovanja zavisi o tome postoji li institucionalni financijski sustav koji osigurava transmisiju monetarne politike putem promjena kamatnih stopa, (b) pretjerano ekspanzivno djelovanje može izazvati bankovnu krizu nakon prevelike kreditne ekspanzije tijekom koje banke gube kontrolu nad kvalitetom svoje aktive i ulaze u fazu kumuliranja greške u procesu alokacije kapitala. Veoma je teško zamisliti ekonomski model čijim bi se rješavanjem

³¹ Udio loše aktive u ukupnoj aktivi bankovnog sustava predstavlja mjeru kumulativne greške u alokaciji kapitala. Govori se o kumuliranju greške zbog toga što kada banka jednom odobri zajam lošem dužniku, nije lako prekinuti kreditiranje ako se radi o značajnom klijentu. Dolazi do odobravanja novih zajmova, reprogramiranja starih dugova, zamjena zajmovnih potraživanja udjelima i sličnih operacija kroz koje banka ostaje duže vrijeme "zaključana" u odnosu s lošim dužnikom. Tako loš dužnik apsorbira sve veći dio bančina kreditnog potencijala i početna se pogreška u alokaciji kumulira.

mogla izračunati "optimalna" kombinacija bankovne regulacije, inflacije i povremene kratkoročne ekspanzije. Za takav bi se model veoma teško prikupljali ažurni podaci, posebno oni o kvaliteti plasmana banaka, za koje je potrebno i po nekoliko mjeseci za kvalitetnu obradu.

Ipak, teorijska razmatranja i empirijska istraživanja jasno ukazuju na to da u poststabilizacijskoj fazi, koja je tipična za tranzicijske zemlje, "kejnzijanska" situacija viška štednje nad investicijama ne predstavlja relevantnu dijagnozu stanja. Sustav treba promatrati u svjetlu situacije koju opisuju McKinnon i Pill (1995). To je situacija viška domaćih investicija nad domaćom štednjom, koji se alimentira priljevom kapitala. Priljev kapitala pritom zavisi o ponašanju banaka koje su "specijalisti" za obradu informacija o gospodarstvu. Eventualni probici koje ekspanzivna politika može donijeti u takvoj situaciji, nalaze se u nesrazmjeru s društvenim troškovima koji mogu proizići iz prevelike kreditne ekspanzije. Troškovi nastaju zbog kumuliranja pogrešaka banaka u alokaciji kapitala, a koji se očituju u udjelu loše aktive u ukupnoj aktivni banaka i s time povezanoj visini kamatnih stopa i kamatnih marži (razlika između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa)³².

Problem razvitka bankovnog sustava tako postaje stožerno pitanje ukupnoga gospodarskog razvitka. Pitanja regulacije ulaska na bankovno tržište, poslovanja na njemu i izlaska s toga tržišta, postaju ključna pitanja o načinu čijega rješavanja zavisi hoće li kreatori ekonomske politike uspjeti minimizirati tržišnu pogrešku u obavljanju specijalističke funkcije banaka. Jedno je sigurno (a o tome svjedoče i problemi u pojedinim bankama u Hrvatskoj koji su se pojavili u 1998. godini): potraga za optimalnom politikom neće biti ni laka, ni jednostavna. Tranzicija se u svim baltičkim i srednjoeuropskim post-socijalističkim državama pokazala kao veoma brz proces institucionalne transformacije tijekom kojega se u razmjerno kratkom vremenskom razdoblju od nekoliko godina na tržištu pojavljuje velik broj novih privatnih poduzetnika, dijelom neiskusnih u obavljanju bankovnih poslova, dijelom nepoštenih u smislu ambicija koje ne sežu dalje od toga da im banke posluže kao "interne" banke za financiranje projekata uskih, interesno povezanih poduzetničkih skupina, a tek jednim dijelom sposobnih bankara - poduzetnika koji su u stanju razborito i učinkovito raspolagati tuđim kapitalom.

³² Banka mora odnekud financirati rezervacije za stvarne i potencijalne gubitke, pa se u takvim uvjetima mogu očekivati veće marže.

Tipičnu situaciju do sredine 90-tih godina u svim naprednim tranzicijskim zemljama obilježavao je izostanak eksplicitne sheme osiguranja depozita. Njezin izostanak nije značio da banke mogu propadati, nego je zapravo značio implicitno osiguranje za sve depozite. Kako na kraju krajeva iza takve sheme "osiguranja" uvijek stoji država s novcem poreznih obveznika, takav je sustav značio da su dobiti od bankovnog poslovanja privatne, a gubici javni. Takav je sustav neodrživ u demokratskoj državi i od sredine 90-tih godina napredne tranzicijske zemlje počele su prelaziti na sustave eksplicitnog osiguranja depozita.

Osim političke neodrživosti, takav je sustav i ekonomski neodrživ jer pogoduje razvitku dviju vrsta tržišnih pogrešaka: negativnoj selekciji i moralnom hazardu. Negativna selekcija i moralni hazard pravi su neprijatelji "specijalističke" funkcije banaka u obradi informacija o gospodarstvu. I negativna selekcija i moralni hazard svoje negativne funkcije obavljaju tako da iskrivljuju motivaciju bankara.

Moralni hazard je pojava poznata iz teorije osiguranja. Ukoliko je premija osiguranja premala, osiguranik će neopreznije postupati s imovinom kada je ona osigurana, nego kada nije. U bankarstvu se moralni hazard može očitovati u procesu prikupljanja depozita. Ako su depoziti osigurani, štediše manju pažnju posvećuju kvaliteti i reputaciji banke u koju ulažu svoj novac, a više polažu na zaradu, odnosno kamatnu stopu. To, pak, potiče banke na natjecanje u nuđenju sve većih kamatnih stopa na depozite. Ako se pojavi taj neželjeni proces, rađa se i opasnost negativne selekcije. Naime, veće kamatne stope na depozite zahtijevaju i veće kamatne stope na kredite. Najbolji dužnici su prvi koji će se prestati zaduživati kod takvog bankovnog sustava, jer oni u pravilu imaju sposobnost brzog pronalaženja alternativnih izvora financiranja putem emisije vlastitih vrijednosnih papira ili zaduživanjem u inozemstvu. Uz višu se kamatnu stopu kao zajmotražitelji javljaju potencijalni dužnici kod kojih, u prosjeku, postoji manja vjerojatnost da će moći vratiti zajam. Stoga dolazi do pada kvalitete plasmana i akumulacije loših potraživanja. Ovaj problem je utoliko izraženiji ukoliko se javlja u gospodarskom sustavu s nerazvijenom revizijom i visokim transakcijskim troškovima prikupljanja i obrade informacija o poduzećima, a takvi sustavi postoje u tranzicijskim zemljama.

Ako se sustav eksplicitnog i ograničenog osiguranja depozita³³ uvodi umjesto sustava implicitnog osiguranja svih depozita, on može smanjiti opasnost

³³ Pod sustavom ograničenoga osiguranja podrazumijeva se sustav u kojem su depoziti osigurani samo do određenog iznosa.

moralnoga hazarda i negativne selekcije. Međutim, takav sustav mora biti veoma dobro oblikovan i uklopljen u složeni sustav ukupne regulacije bankarskoga sustava. Garcia i Lindgren (1996, str.5) ističu nezamjenjivu ulogu jakog nadzora banaka koji funkcionira u zakonodavnom okruženju koje omogućava zatvaranje ili preprodaju banke prije nego što ona postane insolventna (stvarni i potencijalni gubici veći od kapitala i rezervi banke). Ako taj uvjet nije zadovoljen, onda će se sustav osiguranja depozita naći pod velikim pritiskom. Problemi u bankama će se očitovati tek kada one postanu insolventne, pa će predugo poslovanje insolventnih banaka imati svoj realni trošak u smislu veće isplate osigurane štednje nego što bi to bio slučaj da je poslovanje loših banaka bilo zaustavljeno prije pojave nesolventnosti. Isti autori navode još nekoliko obilježja dobro oblikovanog sustava osiguranja depozita:

- a) sustav mora biti eksplicitno reguliran posebnim zakonom,
- b) sustav mora biti obavezan za sve koji se bave prikupljanjem štednje, a premije moraju plaćati same banke, pri čemu u slučaju značajnijih izdataka iz fonda osiguranja mora postojati mogućnost razrezivanja ex post dodatne premije na banke koje nisu zahvaćene poteškoćama,
- c) osiguranje mora vrijediti do određenog iznosa depozita,
- d) u slučaju nelikvidnosti fonda osiguranja depozita moraju biti unaprijed poznati načini njegovoga dodatnog financiranja,
- e) isplata osiguranih depozita mora biti veoma brza,
- f) premije moraju biti diverzificirane prema riziku, ako je to ikako moguće,
- g) unaprijed treba ocijeniti premiju koja će osigurati dovoljnu visinu sredstava za pokriće izdataka u "normalnim" okolnostima, pri čemu u zemljama s većom koncentracijom u bankarskom sustavu premija mora biti veća.

Naš je sustav osiguranja depozita uveden u srpnju 1997. godine i s gornje je liste u potpunosti zadovoljio obilježja (a), (b) i (c), djelomično (d) i (e)³⁴, dok je propustio zadovoljiti uvjete (f) i (g). Premija od 0,2% kvartalno linearna je i ne razlikuje banke prema stupnju rizika, što je značajan nedostatak u uvjetima kada na bankovnom tržištu posluju banke koje se međusobno jako razlikuju prema stupnju rizičnosti. Još je veći nedostatak sustava u tome što visina premije i brzina "punjenja" fonda osiguranja depozita ozbiljno zaostaje za stvarnim i

³⁴ I nakon produženja roka isplate na 6 mjeseci nakon pokretanja postupka stečaja banke, može se reći da je rok razumno kratak, ali bi njegovo daljnje produživanje vjerojatno narušilo vjerodostojnost sheme osiguranja depozita u očima štediša.

potencijalnim problemima u bankarstvu koji su se pojavili tijekom 1998. godine. Naime, tijekom 1998. godine u probleme su zapale većinom agresivne banke koje su iznimno brzo rasle (i iznimno brzo prikupljale štednju) tijekom 1996. i 1997. godine³⁵. Sredinom 1997. godine, kada je pokrenut sustav osiguranja depozita, problemi u tim bankama već su se nazirali (HNB, 1997), no mogućnosti stvaranja snažnog fonda osiguranja depozita³⁶ i pravno zasnovane snažne i brze intervencije u poslovanju tih banaka (s ciljem brze promjene njihova ponašanja) bile su ograničene. Naime, Zakon o državnoj Agenciji za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (NN 44/94) bio je donesen još 1994. godine, u svjetlu drukčijega gospodarskog okruženja, i taj je zakon jasno definirao izvore sredstava Agencije kao premije osiguranja, prihode poslovanja i dotacije državnoga proračuna (članak 3.). Premije osiguranja potrebne za stvaranje snažnoga fonda osiguranja bile bi prohibitivno visoke i uzrokovale bi neželjeno velik rast kamatnih marži, pa se opravdano nije prišlo realizaciji te ideje. Donesena je odluka o postupnom "punjenju" računa Agencije, pri čemu je za veće probleme ostala rezervirana opcija sanacije. Ta je opcija početno zamišljena kao rješenje naslijeđenih problema u četiri velike banke, no već u travnju 1998. godine ona je ponovo iskorištena u slučaju Dubrovačke banke.

Opcija sanacije banke može se promatrati kao model za upravljanje ozbiljnom kriznom situacijom u kojoj je država spremna žrtvovati novac poreznih obveznika da bi spasila neku banku. S gledišta deponenata banke, ta opcija je ekvivalent 100%-tnog osiguranja depozita. Potpuno osiguranje depozita nije nepoznato rješenje, pogotovo u kriznim situacijama. Na primjer, prilikom izbijanja sustavnih bankovnih kriza u Finskoj i Švedskoj 1992. te Japanu i Argentini 1995., vlade su privremeno zamrznule sustave ograničenog osiguranja depozita i objavile potpuno osiguranje svih depozita kako bi spriječile odljev kapitala (Garcia i Lindgren, 1996). Takvi potezi aktualiziraju probleme moralnog hazarda i negativne selekcije te obično vrijede u kraćem razdoblju u kojemu vlada osmišljava strategiju izlaska iz krize.

³⁵ Mogućnost brzoga rasta i prikupljanja štednih depozita jednim dijelom treba tražiti u modelu implicitnoga osiguranja svih depozita koji je vrijedio do sredine 1997. (niti jedna banka u Hrvatskoj nije propala).

³⁶ Sredinom 1998. godine Agencija raspolaže sredstvima kojima lako može pokriti štedne uloge u nekoliko manjih banaka ali, na primjer, ta sredstva ni izbliza nisu dovoljna za pokriće osigurane štednje u Glumina banci.

Naša je opcija sanacije nešto sofisticiranija od opcije u kojoj se svi depoziti deklariraju kao osigurani, jer smanjuje opasnost moralnog hazarda i negativne selekcije. Naime, privatni akteri na tržištu ne mogu unaprijed znati hoće li neka banka koja je zapala u nepremostive poteškoće biti podvrgnuta stečajnom postupku ili sanaciji. Ocjenu mogućnosti i ekonomske opravdanosti sanacije daje središnja banka i predlaže vladi rješenje. Međutim, takav model, osim spomenute prednosti, ima veći broj mana. Kao prvo, model je netransparentan u smislu velike diskrecije koju uživa administracija središnje banke pri odlučivanju o sudbini banke u problemima. Velika diskrecija u pravilu rađa nepovjerenje, jer po definiciji umanjuje javno razumijevanje i kontrolu procesu odlučivanja. Kao drugo, ovaj model u različitu poziciju dovodi štediše u različitim bankama, pri čemu ih u tu poziciju dovodi ex-post, nakon donošenja odluke o sudbini banke. Iako bi uvjeti za sve trebali biti jednaki, veliki štediša gubi ulog u banci za koju administracija donese odluku o stečaju, ali ga čuva ako administracija donese odluku o sanaciji. Tako se s jedne stvara prostor za snažno lobiranje za sanaciju (koja povećava troškove poreznih obveznika), a s druge strane se stvara poticaj za novu sustavnu grešku u alokaciji kapitala. Ona se javlja ako štediše očekuju da su velike banke prevelike da bi propale, pa će ići u sanaciju ako zapadnu u probleme, te da su male banke premale da bi bile spašene, pa će, radi demonstracijskog učinka, ići u stečaj ako zapadnu u teškoće. Ako javnost oblikuje takva očekivanja, zamrznut će se postojeća tržišna struktura i značajno umanjiti zdravi pritisci tržišnog natjecanja. Kao treće, potpuno je nelogično da ocjenu mogućnosti i ekonomske opravdanosti sanacije daje središnja banka. Ona može dati neke podatke i neformalno mišljenje, ali davanje formalnoga prijedloga rješenja u kojem se odlučuje o novcu poreznih obveznika potpuno je neprimjerena zadaća glede položaja središnje banke. Tomu su dva razloga. Prvo, središnja banka postaje prva meta lobističkih pritisaka i medijskih kampanja, što može bitno narušiti njezinu reputaciju i umanjiti joj sposobnost obavljanja glavne zadaće: čuvanja stabilnosti cijena i nacionalne valute. Drugo, središnja banka dolazi u poziciju da značajno utječe na odluku o načinu trošenja novca poreznih obveznika u procesu sanacije, što znači da pri pripremi ocjene mora usko surađivati s vladom i njezinim tijelima, a to derogira njezinu nezavisnost. Diskrecija središnje banke mora postojati pri odlučivanju o sudbini banaka koje imaju omjer kapitalne adekvatnosti niži od propisanog, ali još uvijek pozitivan, jer u tom slučaju niti novac štediša, niti novac poreznih obveznika, nisu još izravno dovedeni u pitanje. Na kocki je samo novac vlasnika. Međutim, kada neto vrijednost banke postane negativna, središnja se banka ne bi smjela uplitati u konačno odlučivanje o tome hoće li

se novcem (sadašnjih ili budućih)³⁷ poreznih obveznika alimentirati vjerovnici propale banke.

Prema tome, naš se ukupni sustav upravljanja bankama, uključujući tu i sustav ograničenog osiguranja depozita, tek sada nalazi u fazi oblikovanja. Nalazimo se u prijelaznoj fazi iz sustava s implicitnim 100%-tnim osiguranjem depozita u sustav s ograničenim osiguranjem. U toj fazi još uvijek djeluju brojni ograničavajući elementi staroga sustava. Teško je točno predvidjeti smjer u kojem će se novi sustav razvijati u doglednoj budućnosti. Njegov će oblik biti određen političko-ekonomskim procesom u kojemu će važnu ulogu odigrati način rješavanja trenutnih problema u nekim malim i srednjim bankama. Ipak, može se naznačiti nekoliko bitnih elemenata koje bi budući sustav trebao sadržavati:

- a) premija osiguranja depozita trebala bi biti diverzificirana prema riziku,
- b) opciju sanacije, kako je sada uređena, trebalo bi dokinuti, posebno u dijelu koji uređuje glavnu ulogu središnje banke pri ocjeni mogućnosti i ekonomske opravdanosti sanacije, pri čemu bi modalitete upravljanja kriznim situacijama na sebe trebala preuzeti Vlada³⁸,
- c) kroz podizanje premije, transfer iz proračuna ili prenamjenom sredstava obvezne rezerve³⁹ trebalo bi značajno povećati sredstva koja

³⁷ Radi se o novcu sadašnjih poreznih obveznika ako država dokapitalizira banku likvidnim sredstvima kako bi istovremeno riješila problem solventnosti i likvidnosti. O novcu budućih poreznih obveznika se radi ako je problem likvidnosti riješen, pa se dokapitalizacijom u vidu državnih obveznica podiže kapital banke radi zadovoljenja propisanog omjera kapitalne adekvatnosti.

³⁸ Mogao bi se zadržati model sličan sadašnjem u kojemu bi središnja banka igrala samo savjetodavnu ulogu u slučaju rješavanja problema u pojedinim bankama, a mogao bi se potpuno odbaciti bilo kakav vid sanacije uz mogućnost da vlada u kriznim situacijama proglasi privremeno 100%-tno osiguranje svih depozita. Pritom bi trebalo razmotriti zakonsku mogućnost da Vlada takvu odluku donosi samostalno, ili na poticaj središnje banke.

³⁹ Podizanje premije i transfer iz proračuna nisu lagane opcije jer one imaju jasno vidljive društvene troškove (rast kamata i/ili poreznog tereta). Međutim, načelno je moguća varijanta prema kojoj bi se velik dio sadašnjih sredstava obvezne rezerve prenamijenio i prenio u depozit kod Agencije na ime formiranja fonda osiguranja štednih uloga (kako Agencija ima račun kod središnje banke operacija ne bi imala monetarne učinke). Tom bi operacijom danas nerizični plasmani (potraživanja od središnje banke) postali rizični, jer bi se depoziti kod Agencije razmjerno smanjivali kada bi se isplaćivali osigurani

- stoje na raspolaganju Agenciji,
- d) trebalo bi osigurati veće ovlasti regulatora banaka u fazama kada se banke u potencijalnim problemima još ne nalaze u zoni insolventnosti (ovo se većim dijelom rješava novim Zakonom o bankama koji se u trenutku pisanja rada nalazi u saborskoj proceduri).

Važnost stabilnog bankovnog sustava ne može se precijeniti. Istraživanje u ovom radu pokazalo je postojanje uske veze između financijske dubine i gospodarskoga razvitka, kao i vjerojatnost postojanja iznimno velikih društvenih troškova bankovnih kriza. Ove krize treba promatrati kao iskaz kumulativnih pogrešaka u alokaciji kapitala, pri čemu smo vidjeli da se te pogreške mogu značajno povećati kada se, često u dobroj namjeri, vode ekspanzivne ekonomske politike s ciljem kratkoročnog povećanja rasta (ili s ciljem podržavanja rasta koji je autonomno potaknut realnim čimbenicima). Postoje jasne naznake (iako ne i konačni precizni izračuni) o tome da dobit od kratkoročne ekspanzivne politike ni izbliza ne doseže dugoročni trošak koji izbija na vidjelo kada kumulativne pogreške u alokaciji kapitala u fazama ekspanzije kasnije onemogućuje normalno funkcioniranje sustava financijskog posredovanja. Stoga je i razvitak tržišta javnoga duga moguć samo u kontekstu postojanja stabilnog bankovnog sustava. Razvitak takvoga tržišta s ciljem ubrzane izgradnje transmisijskoga mehanizma koji bi varijacijama kamatnih stopa omogućio utjecaj na realni output, a koji ne bi uvažio ograničenja nestabilnoga bankovnoga sustava, najvjerojatnije bi unaprijed bio osuđen na neuspjeh. Razina gospodarske razvijenosti može se maksimizirati u dugom roku ako zemlja postigne nisku inflaciju, razvija stabilan bankovni sustav i ne opterećuje taj isti sustav stalnom potrebom financiranja fiskalnoga deficita, jer tako se veći dio slobodnoga kapitala alocira privatnom sektoru. Svi zaključci koji su doneseni za bankovni sustav vrijede i za ne-bankovne financijske posrednike, iako oni u ovom radu nisu posebno razmatrani zbog njihove relativno male važnosti u sadašnjem razvojnom trenutku. Međutim, tranzicija se dosad pokazala kao veoma brza institucionalna transformacija, pa za nekoliko godina možemo očekivati drukčiji reljef hrvatskoga financijskoga sustava na kojemu će banke zauzimati relativno manji prostor, dok će oblik državne regulacije biti određen iskustvom koje će se steći u godinu do dvije dana koje su pred nama.

depoziti u bankama u stečaju. To znači da bi banke za te plasmane trebale formirati rezerve, pri čemu bi trebalo računski razraditi mehanizam određivanja postotka formiranja rezervi u skladu s vjerojatnošću isplata osiguranih uloga, te prilagoditi zakon o Agenciji na način da dozvoli ovu opciju.

Literatura

Akerlof, G., 1970, "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics** (kolovoz), pretiskano u E. Mansfield, ured., 1985, **Microeconomics: Selected Readings**, New York: W. W. Norton & Company, str. 55-66.

Anušić, Z., Ž. Rohatinski i V. Šonje, 1995, **Put u nisku inflaciju: Hrvatska 1993.-1994.**, Zagreb: Vlada Republike Hrvatske.

Barran, F. i C. Kegels, 1995, "Channels of Monetary Policy in a Transition Country: Hungary", **Universite catholique de Louvain**, rukopis.

Bemanke, B. i A. Blinder, 1992. "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", **American Economic Review**, 82(4), str. 901-921.

Bilten HNB, različiti brojevi.

Blanchard, O. J. i S. Fischer, 1992, **Lectures on Macroeconomics**, Cambridge Mass.: The MIT Press.

Bonin, J., K. Mizsei i P. Wachtel, 1996, **Toward Market-Oriented Banking for the Economies in Transition**, Prague: Institute for East-West Studies.

De Castello Branco, M. C., A. Kammer i L. E. Psalida, 1996, "Financial Sector Reform and Banking Crises in the Baltic Countries", **IMF Working Paper**, br.134, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Drees, B. i C. Pazarbasioglu, 1995, "The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization", **IMF Working Paper**, br. 61, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Filosa, R., 1995, "Money demand stability and currency substitution in six European countries (1980 - 1992)", **BIS Working Paper**, br. 30, Basle: Bank for International Settlements.

Friedman, B. i K. Kuttner, 1992, "Money, Income, Prices and Interest Rates", **The American Economic Review**, 82(3), str. 472-492.

Gale, D., 1983, **Money in Disequilibrium**, Cambridge Mass.: Cambridge University Press.

Garcia, G. i C. Lindgren, 1996, "Deposit Insurance and Crisis Management", **MAE Operational Paper**, br. 3, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Gerlach, S. i F. Smets, 1995, "The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the G-7 Countries", **BIS Working Paper**, br. 26, Basle: Bank for International Settlements.

Goldsmith, R. W., 1969, **Financial Structure and Development**, New Haven: Yale University Press.

Gurley, J. G. i E. S. Shaw, 1960, **Money in a Theory of Finance**, Washington D.C.: Brookings.

Hicks, J., 1969, **A Theory of Economic History**, Oxford: Clarendon Press.

Hrvatska narodna banka, 1997, "Banke na raskrižju", **Pregledi**, br. 4, Zagreb: Hrvatska narodna banka.

International Monetary Fund, 1996, "Macroeconomic Consequences and Causes of Bank Unsoundness." Washington D.C.: International Monetary Fund, prilog uz Lindgren, Garcia i Saal, 1996.

International Monetary Fund, 1998, **International Financial Statistics**, veljača, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Ize, Alain, 1996, "Capital Inflows in the Baltic Countries, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union: Monetary and Prudential Issues", **IMF Working Paper**, br. 22, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Jurković, L., 1989, "Inflation and Relative Price Variability in Yugoslavia", **Economic Letters**, 29, str. 135 - 139.

King, R. G. i R. Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", **Quarterly Journal of Economics**, 108(3), str. 717-737.

Koskenkyla, H., 1994, "The Nordic Banking Crises", **Bank of Finland Bulletin**, br. 8.

Koskenkyla, H. i J. Vesala, 1994, "Finish Deposit Banks 1980-1993: Years of Rapid Growth and Crises", **Bank of Finland Discussion Papers**, br. 16.

Leigh, Lamin, 1996, "Financial Development and Economic Growth: An Econometric Analysis for Singapore", **IMF Working Paper**, br. 15, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Levine, R., 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, 35, str. 688-726.

Lindgren, C., G. Garcia i M. Saal, 1996, **Bank Soundness and Macroeconomic Policy**, Washington D.C.: International Monetary Fund.

McKinnon, R. I., 1973, **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C.: Brookings.

McKinnon, R. I. i H. Pill, 1995, "Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overgrowing Syndrome", Stanford University, rukopis.

Meltzer, A., 1963, "The Demand for Money: the Evidence From the Time Series", **Journal of Political Economy**, 71(3), str. 219-246.

Mihaljek, D., 1993, "Money and Growth", **Ekonomski pregled**, 44(11-12), str. 716-752.

Nyberg, P. i V. Vihriala, 1994, "The Finish Banking Crisis and Its Handling (an update of developments through 1993)", **Bank of Finland Discussion Papers**, br. 7.

Pagano, M., 1993, "Financial Markets and Growth: An Overview", **European Economic Review**, 37(2-3), str. 613-622.

Roubini, N. i X. Sala-i-Martin, 1992, "Financial Repression and Economic Growth." **Journal of Development Economics**, 39(1), str. 5-30.

Schumpeter, J. A., 1912, **Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung**. Leipzig: Dunker&Humboldt.

Schumpeter, J. A., 1975, **Povijest ekonomske analize**, sv. I i II, Zagreb: Informator.

Stiglitz, J. E., 1985, "Credit Markets and the Control of Capital", **Journal of Money, Credit and Banking**, 17(2), str. 133-152.

Stiglitz, J. E. i A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information." **American Economic Review**, 71(3), str. 393-410.

Sundararajan, V., 1996, "The Role of Prudential Supervision and Financial Restructuring of Banks During Transition to Indirect Instruments of Monetary Control", **IMF Working Paper**, br. 128, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Sundararajan, V. i T. Ballino, ured., 1991, **Banking Crises: Cases and Issues**, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Škegro, B., 1992, "Nemiri relativnih cijena", **Privredna kretanja i ekonomska politika**, 14, str. 19-42.

Šonje, V., 1993, "Varijacije relativnih cijena i količina u hrvatskoj industriji u uvjetima visoke inflacije", **Privredna kretanja i ekonomska politika**, 23, str. 45-69.

Šonje, V., 1997, "Stabilnost funkcije potražnje za novcem u Republici Hrvatskoj za različite modele reakcije u neravnotežnoj situaciji", Zagreb: Hrvatska narodna banka, neobjavljeno.

Tobin, J., 1965, "Money and Economic Growth." **Econometrica**, 33, str. 671-684.

DODATAK:

Tablica 8.D.1.

POKAZATELJI FINANCIJSKE DUBINE I KARAKTERA FINANCIJSKOG SEKTORA ZA 66 "NE-TRANZICIJSKIH" ZEMALJA 1996. GODINE

Država	Aktiva*/BDP	M3/BDP	Privat**/BDP	Aktiva****/BDP	Kredit*****/BDP	Kvazi novac/BDP	BDP/M1	BDP/M3
Argentina	28,6	20,8	18,1	10,1	2,8	69,1	15,6	4,8
Australija	91,9	66,4	77,7	10,6	6,1	71,2	5,2	1,5
Austrija	173,9	90,4	97,0	13,3	0,4	81,8	6,1	1,1
Belgija	257,8	83,8	66,6	11,8	1,1	79,3	5,8	1,2
Brazil	43,6	27,2	26,5	21,9	3,7	80,7	19,0	3,7
Kanada	88,8	61,5	64,8	7,2	3,8	69,1	5,3	1,6
Čile	58,5	40,7	54,2	45,6	12,9	77,7	11,0	2,5
Kina: Hong Kong	566,1	175,7	162,1	38,9	0,0	91,7	6,8	0,6
Kolumbija	30,5	22,5	20,9	12,9	0,8	50,2	8,9	4,4
Costa Rica	42,6	43,1	17,6	29,9	0,0	78,0	10,5	2,3
Cipar	155,1	100,3	88,6	33,4	13,8	84,2	6,3	1,0
Danska	98,6	61,5	32,8	16,8	1,5	47,6	3,1	1,6
Dominikanska R.	28,2	26,5	19,0	6,4	0,7	56,5	8,7	3,8
Ekvador	38,7	35,3	28,6	15,4	1,0	73,7	10,8	2,8
Finska	93,0	54,5	61,1	9,5	0,3	34,0	2,8	1,8
Francuska	147,5	68,6	81,5	6,7	0,7	66,3	4,3	1,5
Njemačka	166,5	66,6	104,9	10,8	0,7	62,7	4,0	1,5
Grčka	73,1	47,6	23,0	38,8	12,7	69,2	6,8	2,1
Guatemala	23,5	25,3	16,2	1,9	0,7	63,6	10,8	3,9
Honduras	34,6	31,4	22,9	13,2	2,6	59,6	7,9	3,2
Island	56,1	37,6	48,9	10,8	2,9	77,2	11,7	2,7
Indonezija	65,2	52,1	55,4	14,8	0,7	81,4	10,3	1,9
Iran	34,1	40,9	17,6	35,6	18,2	51,9	5,1	2,4
Irska	71,6	55,0	35,7	12,1	0,3	73,9	7,0	1,8
Izrael	117,7	84,4	72,4	16,7	4,0	91,8	14,5	1,2
Italija	100,2	59,9	51,8	17,5	9,0	46,0	3,1	1,7
Japan	297,9	112,3	183,0	11,7	6,3	66,5	2,7	0,9
Jordan	145,0	92,2	65,2	61,9	18,1	67,7	3,4	1,1
Kenija	53,2	46,1	28,2	21,9	11,1	66,9	6,6	2,2
Koreja	77,7	45,7	61,8	14,0	0,5	77,8	9,9	2,2
Kuvajt	111,7	79,0	34,2	12,4	0,4	83,0	7,5	1,3
Lac	21,9	14,3	8,3	14,0	0,2	69,2	22,8	7,0
Lesoto	83,0	35,8	18,1	63,1	4,3	52,2	5,8	2,8
Madagaskar	20,1	18,7	9,7	16,1	8,8	28,8	7,5	5,3
Malawi	20,2	17,2	5,8	13,1	2,1	52,6	12,3	5,8
Mali	22,9	24,5	13,2	23,4	5,9	24,1	5,4	4,1
Mauricijus	77,6	75,5	44,7	22,7	1,2	83,1	7,8	1,3
Meksiko	20,2	27,9	18,2	9,1	0,4	70,9	12,3	3,6
Maroko	69,0	61,9	42,9	20,2	6,0	27,6	2,2	1,6
Namibija	60,6	43,4	50,5	12,8	6,2	53,6	5,0	2,3
Nepal	36,0	37,7	23,9	24,5	9,9	62,3	7,0	2,7
Nizozemska	189,6	85,5	105,6	12,6	0,7	65,7	3,4	1,2
Novi Zeland	102,0	84,9	92,1	13,9	3,3	58,3	2,8	1,2
Nikaragva	43,4	41,3	28,5	134,3	109,1	77,2	10,6	2,4
Niger	10,7	12,3	4,3	10,1	5,6	27,4	11,2	8,1
Norveška	98,5	55,0	72,3	23,4	1,2	29,8	2,6	1,8
Oman	37,3	27,7	26,6	14,1	0,8	69,2	11,7	3,6
Pakistan	46,6	44,9	24,8	19,9	14,0	45,9	0,0	0,0
Panama	270,2	68,4	78,3	37,8	15,8	84,8	9,6	1,5
Paragvaj	34,4	29,6	23,1	23,5	5,5	70,9	11,6	3,4
Peru	30,4	22,9	19,1	17,8	0,4	73,8	16,7	4,4
Filipini	79,3	53,8	48,4	25,7	10,9	80,3	9,4	1,9
Portugal	149,5	80,6	62,3	22,8	1,2	63,3	3,4	1,2
Singapur	160,6	84,4	96,0	81,2	0,0	75,8	4,9	1,2
Južna Afrika	160,3	57,7	137,2	7,7	3,0	52,9	3,7	1,7
Španjolska	134,7	79,1	71,2	21,0	4,2	64,6	3,6	1,3
Sri Lanka	39,1	33,0	25,1	20,8	6,9	69,2	9,8	3,0
Švicarska	281,8	138,1	167,2	19,6	1,4	74,5	2,8	0,7
Tanzania	17,3	21,8	3,1	15,1	7,9	45,3	8,4	4,6
Tunis	72,1	46,6	63,5	11,6	0,5	53,5	4,6	2,1
Turska	76,5	38,1	23,5	20,8	6,1	83,8	16,2	2,6
Velika Britanija	129,6	92,0	122,9	7,7	4,0	72,5	4,0	1,1
SAD	78,7	59,0	65,8	6,4	5,4	72,5	6,2	1,7
Urugvaj	67,0	39,3	28,9	27,4	8,7	83,9	15,9	2,5
Venezuela	20,8	20,9	8,4	36,6	5,9	42,9	8,4	4,8
Zambia	21,3	17,9	8,6	71,8	64,7	62,8	15,0	5,6

Napomena: Objašnjenja za * iz zaglavlja tablice vidjeti u napomenama ispod tablice 8.1.
Izvor: Autorove kalkulacije na osnovi IFS, veljača 1998. Washington: IMF.

Tablica 8.D2.
REZULTATI ISTRAŽIVANJA POTRAŽNJE ZA NOVCEM
- MODEL DJELOMIČNE PRILAGODBE

Nezavisne varijable		Jednadžba 1	Jednadžba 2
stalni član		0,1176 (1,257)	0,0569 (0,609)
m_{t-1}		0,6883 (20,237)	0,6997 (23,467)
Y_t	(realni output mjereno prometom u trgovini na malo)	0,4079 (7,009)	0,4112 (7,231)
π_t	(stopa inflacije cijena na malo - mjesečno)	-0,8245 (-8,642)	-0,7543 (-7,761)
i_{1t}	(nominalna kamatna stopa na oročene kunske depozite po viđenju)	-0,0011 (-1,497)	
i_{2t}	(nominalna kamatna stopa na oročene kunske depozite)	0,0001 (1,409)	
e_t	(stopa nominalne deprecijacije tečaja HRK/DEM - mjesečno)		-0,2036 (-1,844)
D_t	(binarna varijabla jednaka jedinici u listopadu 1993.)	-0,1600 (-3,848)	-0,1646 (-4,029)
R^2 (korigirani)		0,991	0,991
Standardna greška ocjene		0,041	0,040
DW		1,987	1,968
Durbinov h-test		0,163	-0,355

Napomene: Razdoblje ocjene 1993:3 - 1997:3. Zavisna varijabla je realni M1a (m)⁴⁰.
 U zagradama ispod parametara prikazane su t-vrijednosti.
 Izvor: Šonje (1997).

⁴⁰ Vidi Bilten HNB, tablica A1, str. 27. i metodološka objašnjenja u Biltenu.