

Macrofinancial Risk Analysis

PRIKAZ KNJIGE

Dale F. Gray i Samuel W. Malone,
Chichester: John Wiley & Sons, 2008, 362 str.

Pod makrofinancijama se podrazumijeva primjena ekonomike financijskih tržišta na financijske i monetarne procese na razini države. Ekonomika financijskih tržišta se počela ubrzano razvijati sredinom 70-ih godina prošlog stoljeća s pojavom financijskih izvedenica. 1997. godine su Nobelovu nagradu za ekonomiku dobili Robert C. Merton, koji knjizi piše predgovor i Myron S. Scholes 'za nove metode određivanja cijena financijskih izvedenica'. Autori knjige ističu da je njihov cilj bilo povezivanje modela ekonomike financijskih tržišta, koji naglašavaju djelovanje rizika, s makroekonomskim modelima u kojima se rizik gotovo uopće ne uzima u obzir. Knjiga se sastoji od predgovora i uvodnog poglavlja, pet dijelova s nekoliko poglavlja i jednog opširnijeg priloga.

U prvom se dijelu prikazuju koncepti iz makroekonomike i ekonomike financijskih tržišta, koji će se kasnije povezati u modelima makrofinancija. Vrlo je sadržajna usporedba načina na koji se neizvjesnost ugrađuje u makroekonomske i financijske modele. Kod objašnjenja agregatnog ponašanja gospodarskih subjekata u makroekonomici, težište je stavljeno na tokove i stanja koja se mogu izraziti bilancama a pritom se u obzir uzimaju neočekivani šokovi i oscilacije ključnih vrijednosti. Veličine koje se promatraju imaju karakteristike autokorelacije – njihove vrijednosti u svakom vremenskom razdoblju ovise i o vrijednostima u prethodnim razdobljima. Financijska ekonomika, naprotiv, pretpostavlja da promjene financijskih veličina imaju karakteristike stohastičnih procesa (*random walk*), te ne ovise o

prethodnim kretanjima (cijene dionica mogu rasti ili padati neovisno o prethodnom rastu ili padu). Financijska ekonomika posebnu pozornost poklanja rizicima koji dolaze do izražaja u tržišnim procjenama, npr. u cijenama kupovnih ili prodajnih opcija ili u rasponima kamatnih stopa (*spread*) u odnosu na neku referentnu stopu. Iz toga se izvode indikatori rizika, udaljenosti od kritične točke nesposobnosti izvršavanja obveza te gubitaka koji se u tom slučaju javljaju. Posebna se pozornost poklanja Mertonovom konceptu utvrđivanja vrijednosti imovine svakog gospodarskog subjekta na osnovi tržišnih cijena njegovih obveza - dugova i dionica.

Drugi dio knjige daje okvire za makrofinancijsko modeliranje. Prikazuju se bilance s elementima rizika za četiri gospodarska sektora (kućanstva, 'realno' gospodarstvo, financijski sektor i javni sektor koji se dijeli na državu i monetarne vlasti). Važnu pretpostavku makrofinancija čini međusobna povezanost sektora budući da su obveze jednog ujedno i imovina drugog, pa se šokovi u jednom sektoru mogu prenijeti na drugi. Posebno se analiziraju indikatori rizika za bilance javnog sektora s obzirom na obveze prema inozemnim i domaćim vjerovnicima te se opisuju mogućnosti koje takva analiza pruža za ocjenu ranjivosti javnog sektora, kao i za fiskalnu politiku i politiku deviznih rezervi koje mogu smanjiti opasnosti od krize. Nakon toga slijedi prikaz odnosa modela kamatnih stopa u makroekonomici (npr. Taylorova pravila za kratkoročne kamatne stope u monetarnoj politici) i strukturnih modela kamatnih stopa u makrofinancijama. Ovaj dio završava analizom mogućnosti prilagođavanja postavki makrofinancija uvjetima fiksnih i fleksibilnih sustava deviznih tečajeva.

U trećem se dijelu knjige povezuju makroekonomski i makrofinancijski koncepti u odnosu na državne financije. Upravljanje državnom imovinom, zaduživanje i održavanje određene razine državnih rezervi promatraju se iz perspektive makrofinancijskog rizika. Na toj se osnovi predlaže novi pristup mjerenju i analizi državne imovine uzimajući u obzir držanje likvidnih rezervi nužnih za izbjegavanje rizika, iako one ne pridonose rastu gospodarstva. Prikazuje se međuovisnost bilanci četiri

gospodarska sektora na osnovi tržišnih cijena koje odražavaju rizik a uzimaju u obzir i ciklična kretanja u gospodarstvu. U posljednjem se poglavlju povezuju makrofinancijski modeli s tipičnim makroekonomskim modelima, npr. Mundell-Flemingov model ili modeli monetarne politike.

U četvrtom se dijelu knjige razmatraju pitanja financijskih teškoća i kriza u državnim financijama. Nakon pregleda značajnih epizoda kriza u novijoj povijesti, prikazuju se objašnjenja tih kriza – neusklađenost prihoda i obveza otplate dugova po valutama, prekid priljeva kapitala u uvjetima nesavršenih financijskih tržišta, svjesno (pretjerano) prihvaćanje rizika u očekivanju državne intervencije u slučaju teškoća i dr. Prikazuju se glavni elementi destabilizacije s posebnim osvrtom na efekte djelovanja 'poluga' uslijed velikih oscilacija cijena, kao i 'multiplikatora' vrednovanja imovine¹. Posljednja dva poglavlja bave se financijskim krizama u Tajlandu i Brazilu.

Peti dio knjige počinje prikazom promijenjenih uvjeta uslijed gospodarske i financijske globalizacije. To su, među ostalim, velike neravnoteže u međunarodnim tokovima kapitala, povećanje likvidnosti uslijed povećanja svjetske štednje i nedovoljne mogućnosti sigurnih ulaganja u imovinu koja donosi zadovoljavajuće prihode. Mogućnosti se međunarodne transmisije šokova objašnjavaju metodama makrofinancija. Sljedeće se poglavlje bavi upravljanjem makrorizicima, pri čemu se djelovanje rizika smanjuje promjenama financijske strukture ili tako da se prenosi plaćanjem osiguranja ili diversifikacijom. Financijska se struktura na razini države može promijeniti u pogledu odnosa domaćih i inozemnih zajmova, povećavanjem deviznih rezervi, usklađivanjem imovine i obveza po valutama te na druge načine. Razmatraju se i pitanja vrednovanja garancija (pretežno implicitnih) države i monetarnih vlasti te dugoročnih promjena u institucijama i gospodarskoj politici. U posljednjem se poglavlju sažimaju izlaganja iz

¹ *Primjer za to je djelovanje zastoja u otplati hipoteka u SAD-u, gdje su se relativno mali tekući gubici hipotekarnih banaka pretvorili u goleme gubitke (smanjenje procijenjene vrijednosti imovine) u cijelom financijskom i u znatnom dijelu 'realnog' sektora.*

prethodnih dijelova knjige u pogledu novih koncepata koje donose makrofinancije te se ukazuje na mogućnosti njihovog korištenja u monetarnoj i fiskalnoj politici, kao i na potrebe daljnjih istraživanja na tom području.

Knjiga pruža raznolike mogućnosti ocjene i vrednovanja. Akademskim makroekonomistima ona će omogućiti sažeto sagledavanje osnovnih postavki ove discipline i ukazati na neke njene nedostatke, posebno zanemarivanje rizika u procjeni vrijednosnih tokova i stanja u bilancama. Upoznavanje s relativno novim konceptima i metodama ekonomike financijskih tržišta proširit će im obzore u korištenju ekonomskih saznanja u područjima koja graniče s makroekonomikom. Koncepti procjene imovine na osnovi tržišnog vrednovanja obveza, povezanosti bilanci glavnih sektora u gospodarstvu, djelovanja multiplikatora u vrijednosnim procjenama, načina transmisije rizika i sistematizacija postupaka upravljanja rizicima u javnom sektoru mogu povećati saznanja i sposobnosti djelovanja šireg kruga ekonomista na rješavanju pitanja javnih financija i monetarne politike, posebno s obzirom na predviđanje i saniranje financijskih teškoća i kriza.

Ključno je, međutim, pitanje hoće li dostignuća discipline makrofinancija dati političarima potrebna sredstva za vođenje gospodarske politike koja bi spriječila pojave koje se javljaju u toku trenutne svjetske financijske krize. Dosad je ekonomska znanost dala osnovu za politiku u odnosu na dva velika gospodarska problema. Jedno je anticiklično 'upravljanje potražnjom' u smislu Keynesovih postavki² a drugo je sprečavanje inflacije na osnovi monetarističkih shvaćanja da se tu uvijek radi o posljedicama viška novca. U oba su slučaja postupci relativno jednostavni. Ciklične oscilacije u potražnji reguliraju se ekspanzivnom ili restriktivnom fiskalnom politikom. U slučaju ograničavanja inflacije, glavna posljedica monetarističkih postavki bilo je izdvajanje monetarnih vlasti koje vode politiku s jednim ciljem (stabilizacija cijena) i jednim sredstvom (reguliranje kratkoročnih kamatnih stopa).

² Pod izazovnim nazivom *Politička moć ekonomskih ideja Hall (1989) uređuje zbornik radova u kojima se opisuje provedba Keynesovih postavki u različitim zemljama.*

Makrofinancije ne pružaju mogućnosti tako jednostavnih rješenja u savladavanju novog velikog svjetskog gospodarskog izazova - pojave financijskih kriza. Procjena rizika temelji se na tržišnim cijenama 'proizvoda' koji se razmjenjuju na financijskim tržištima i na razlikama u kamatnim stopama za obveze pojedinih dužnika. Tržište nije transparentno a podložno je i velikim oscilacijama cijena, posebno zbog djelovanja multiplikatora u vrijednosnim procjenama.

Čini se da će u trenutnim uvjetima globalizacije i povećanja značenja financijskih tokova (uslijed povećanja štednje) za rješavanje novih globalnih problema trebati pozvati u pomoć i druge društvene znanosti i discipline. U prvom redu mislimo na sociologiju, koja proučava grupno (ili 'agregatno') ljudsko ponašanje. Ekonomske znanosti se tu oslanjaju na pretjerana pojednostavljenja kao što su pretpostavke o 'ponašanju krda' ili o moralno neprihvatljivom korištenju rente (*moral hazard*). Dok se psihologija donekle koristi u ekonomici (u okviru tzv. eksperimentalne ekonomike), sociologija se rijetko usuđuje ozbiljno ući u to područje³. Razumije se da bi i političke znanosti, posebno politička sociologija, mogle dati bitan doprinos razumijevanju pojava financijskih kriza i teškoća u njihovom saniranju. Razmišljanja starijih ekonomskih autora o financijskim teškoćama i krizama također nam mogu pomoći u sagledavanju šire slike objašnjenja pojava u okviru trenutne financijske krize⁴.

Za čitatelje koji se žele zadržati u granicama ekonomske znanosti treba reći da je već i povezivanje 'samostalnih' disciplina (ekonomike financijskih tržišta i makroekonomike) u funkcionalnu cjelinu (makrofinancije) vrlo koristan, premda i zahtjevan posao. Treba stoga pohvaliti autore za uspješan pokušaj koji bi trebalo primijeniti i u drugim disciplinama ako želimo izbjeći «babilon» u ekonomskom rječniku, koji

³ Tako Knorr Cetina i Preda (2005) uređuju pretežno anegdotalne priloge o sociologiji financijskih tržišta s opisom iskustava sudionika na tim tržištima. Ekonomska saznanja bi se sigurno obogatila sustavnijim pristupom ekonomske (ili financijske) sociologije, koja gotovo i ne postoji.

⁴ Pregled povijesti ekonomske misli o financijskim krizama daje npr. Toporowski (2005).

otežava međusobno razumijevanje uskih specijalista za područja koja pokriva široki krov ekonomike.

Literatura

Hall, Peter A., ur., 1989, *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across Nations*, Princeton NJ: Princeton University Press.

Knorr Cetina, Karin i Alex Preda, ur., 2005, *The sociology of financial markets*, Oxford: Oxford University Press.

Toporowski, Jan, 2005, *Theories of financial disturbances: an examination of critical theories of finance from Adam Smith to the present day*, Cheltenham: Edward Elgar.

Dinko Dubravčić,
Ekonomski institut, Zagreb