

Financijska kriza: beskonačna priča?

Prikaz konferencije *Istok-Zapad*, koja je u organizaciji Austrijske središnje banke održana u Beču, od 21. do 23. studenoga 1999. godine.

Velimir Šonje

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

Izdaje:

Hrvatska narodna banka
Direkcija za odnose s javnošću i izdavačku djelatnost
Trg burze 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 4564-555
Telefon: 4922-070, 4922-077
Telefaks: 4873-623

Web adresa:

<http://www.hnb.hr>

Tisak:

Poslovna knjiga d.o.o., Zagreb

Tiskano u 300 primjeraka

ISSN 1332-2176

Velimir Šonje

Financijska kriza: beskonačna priča?

Sažetak Konferencija o financijskim krizama pokazala je raznolikost shvaćanja financijskih kriza, teškoće u njihovom predviđanju te velike razlike u pogledima na njihovo rješavanje. Ako se financijske krize promatraju kao opći poremećaji povjerenja, njih je teško predvidjeti, no razmjerno ih je lako rješavati. U tom se slučaju rješenje traži u obnovi povjerenja i vjerodostojnosti tvoraca gospodarske politike. Razborito osmišljena funkcija središnje banke kao zajmodavca u zadnjoj nuždi u tomu može odigrati važnu ulogu. Ako se financijske krize promatraju kao posljedice unutarnjih gospodarskih slabosti, onda ih je razmjerno lako predvidjeti, ali ih je teško rješavati. Razrješenje krizne epizode, ili opće sklonosti financijskim krizama u nekoj zemlji, u tom će slučaju zahtijevati uklanjanje svih fundamentalnih gospodarskih slabosti, kao što su: nedostatak konkurentnosti, sklonost moralnom riziku u poslovanju financijskoga sektora, loša i nerazvidna fiskalna politika. Međutim, ako se financijske krize promatraju isključivo kao posljedice nesavršenosti u funkcioniranju međunarodnih financijskih tržišta, onda ih je jednako teško predviđati i rješavati. U tom slučaju u prvi plan izbijaju pitanja o tome koliko međunarodni prudencijalni standardi, poput pravila iz Basela, pomažu stabilnost, a koliko predstavljaju regulatorne distorzije?, koliko likvidnost financijskih tržišta u nastajanju pomaže, a koliko odmaže financijskoj stabilnosti?, te, naposljetku, u kojoj mjeri postojanje nacionalnih valuta s malom zalihom povjerenja pomaže, a koliko odmaže financijskoj stabilnosti i gospodarskom napretku? Najvažnije pitanje koje u ovom trenutku dominira ne samo na konferencijama ovoga tipa, već i u makroekonomici općenito, jest pitanje o tome donose li promjene tečaja u uvjetima valutne supstitucije i kakovu korist zemlji i, još šire, donosi li uopće nacionalna valuta s malom zalihom povjerenja ikakvu korist državi koja takvu valutu podupire?

Jel G15, E51, E44, F32

Ključne riječi: financijska kriza
valutna kriza
monetarni multiplikator
kreditni rizik
kreditni rejting

Sadržaj

Uvod	1
Financijske krize u povijesnoj i teorijskoj perspektivi	2
Financijske krize i “dolarizacija”	5
Što se može predvidjeti?	7
Kakva je uloga rejtinga (Basel II)?	8
Ne zanemarujemo li, ipak, ulogu fiskalne politike?.	9
Ostali događaji i zaključci.	11

Velimir Šonje¹

Financijska kriza: beskonačna priča?

Prikaz konferencije *Istok – Zapad*, koja je u organizaciji Austrijske središnje banke održana u Beču, od 21. do 23. studenoga 1999. godine.

Uvod

Zašto organizirati konferenciju o krizama u trenutku kada se tzv. tržišta u nastajanju uspješno oporavljaju od svjetske financijske krize koja je započela 1997. i završila 1999. godine? To je pitanje na početku Konferencije postavila Gertrude Tumpel-Gugerell, viceguvernerka Austrijske središnje banke. Dala je i jasan odgovor: financijska se kriza može dogoditi bilo gdje i bilo kada, može utjecati na bilo koje tržište, državu ili regiju. Takav stav ne znači da je viceguvernerka Tumpel-Gugerell pesimist. Upitnik na kraju naslova Konferencije protumačila je kao znak optimizma, možda kao znak utopijske mogućnosti da se nesretne krizne priče jednom završe.

U tomu se kriju glavni razlozi organiziranja te konferencije. Golemi znanstveni napori već su učinjeni radi boljega razumijevanja kriza, analiziranja okolnosti u kojima su zemlje podložne krizama, kao i pronalaženja načina sprječavanja kriza. K tomu, nekoliko je međunarodnih institucija usredotočilo svoje napore na stvaranje timova i radnih skupina koji bi trebali pridonijeti povećanju znanja o krizama i njihovu sprječavanju. Cilj Konferencije bio je dati pregled tih napora.

1 Autor je izvršni direktor Sektora za istraživanja i statistiku u Hrvatskoj narodnoj banci.

U Beču se okupilo više od 150 predavača, istraživača, aktivnih kreatora ekonomske politike iz raznih zemalja, stručnjaka iz središnjih, poslovnih i investicijskih banaka te drugih eksperata kojima je bavljenje krizama dio svakodnevnog posla. Najistaknutiji pojedinci među sudionicima Konferencije bili su Tommaso Padoa Schioppa, član Izvršnog odbora Europske središnje banke, i Klaus Liebscher, guverner Austrijske središnje banke. Konferencija je bila posvećena Olgi Radzyner, tragično preminuloj direktorici za međunarodne odnose Austrijske središnje banke, čiji je vizionarski duh tijekom devedesetih godina pokrenuo ciklus konferencija *Istok - Zapad*. Uvodno slovo o životu i radu Olge Radzyner održao je njezin bliski prijatelj Hans Flickenschild, savjetnik u Međunarodnom monetarnom fondu, trenutačno voditelj Misije za Hrvatsku.

Financijske krize u povijesnoj i teorijskoj perspektivi

Prvo izlaganje na Konferenciji održao je prof. Forest Capie. U uvodu je upozorio da olako pribjegavamo preporučiti jaču regulaciju kao glavni instrument za prevenciju krize. Jači je nadzor postao “bojni poklič” koji se uzvikuje prije nego što se uopće pokuša razlikovati vrste kriza i promisliti o njihovim uzrocima.

Forest Capie je podsjetio na to da su krize monetarne pojave, koje se očituju fluktuacijama monetarnoga multiplikatora. Do smanjenja monetarnoga multiplikatora dolazi zbog rasta gotovinsko-depozitnog omjera u korist gotovine (koja se povlači iz banaka). To dovodi do rasta kamatnih stopa i širenja financijske panike. Kad se definira u tom kontekstu, financijska se kriza može pratiti i analizirati s pomoću pokazatelja koji su u korelaciji s monetarnim multiplikatorom. Na primjer, treba promatrati broj propalih banaka (kako je to činio George Benston), omjer neto vrijednosti banaka i BDP-a (kako je to činio Calomiris), ili količinu likvidnosti koju je trebalo nadoknaditi u sustavu da bi se izbjegao potpuni kolaps.

Potonji je pokazatelj posebno važan u svjetlu tvrdnje prof. Capijea da je u prevenciji krize najvažnija uloga zajmodavca u krajnjoj nuždi. Tu ulogu mora imati središnja banka. Prema Capijeu, 1866. godine u Velikoj se Britaniji dogodila posljednja prava bankovna kriza u kojoj je Engleska središnja banka svojim ponašanjem pokazala da neće spašavati pojedine banke, čak ni one najveće. Tako je već do 1890-ih, odnosno do krize likvidnosti u engleskoj banci Baring Brothers Ltd., Engleska središnja banka razvila svoju funkciju zajmodavca u krajnjoj nuždi u modernom obliku. FED je to naučio tek 1933.², tako da je 1987. ispravno učinio kada je “ubrizgao” značajnu likvidnost u sustav nakon burzovnoga kraha u listopadu te godine. Prema Capijeu, upravo je taj FED-ov potez izolirao burzovni krah i spriječio njegovo pre-rastanje u recesiju, odnosno krizu.

2 Možda je zbog toga tijekom tzv. velike krize u SAD-u propalo oko 2500 banaka, dok Velika Britanija praktički nije iskusila ozbiljniju bankovnu krizu (op. V.Š.).

Veoma je važno uočiti da se u tezama prof. Capijea kriju tri pretpostavke koje bitno ograničavaju njegove zaključke. Prva implicitna pretpostavka glasi da su krize prije svega likvidnosni problemi, odnosno problemi povjerenja, pa ih se može liječiti likvidnosnim, odnosno monetarnim lijekovima. Stavljajući problem (in)solventnosti u drugi plan, prof. Capie zaključuje da je problem kvalitete nadzora često prenaplašen, a problem zajmodavca u krajnjoj nuždi kao rješenja problema nelikvidnosti premalo naglašen u modernom gledanju na problem. Druga implicitna pretpostavka prof. Capijea jest da u ekonomiji nije raširena valutna supstitucija. Tako se problem likvidnosti prije svega očituje kao problem likvidnosti u domaćoj valuti nad kojom središnja banka ima nadzor, pa može po volji utjecati na njezinu količinu u optjecaju. Otud potječe njegovo povjerenje u učinkovitost monetarne politike i u ključnu ulogu funkcije zajmodavca u krajnjoj nuždi. Dakle, treća implicitna pretpostavka jest ona o mogućnosti utjecaja egzogenog novca na endogeni output.

Prof. Phillip Aghion pokazao je puno složeniju mehaniku razvoja financijske krize premda je, kao i Capie, u središte analize krize smjestio hirovitost procesa multiplikacije. Oslanjajući se na zajednički teorijski rad s Bachtetom i Banjerjeem, Phillipe Aghion je razvio nov teorijski model, glavne elemente kojega je prezentirao na Konferenciji.

Aghion glavnu ulogu ne daje monetarnom, već kreditnom multiplikatoru (odnosu duga i bogatstva – imovine). Kreditni multiplikator ima važnu ulogu u matematičkom modelu odnosa između kamatnih stopa (monetarne politike), tečaja i outputa. Poticaj za izgradnju takvoga modela, kako kaže sam Aghion, došao je otud što je odnos kamatnih stopa i tečaja dvojak. Postoje uvjeti u kojima povećanje kamatnih stopa pomaže stabilizaciji valute (što je dio doktrine Međunarodnog monetarnog fonda), no postoje i uvjeti u kojima se to ne događa (kamatne stope u realnom iznosu postaju astronomski visoke, a valute nastavljaju deprecirati). Zašto? Ovdje će se grafički prikazati najvažniji komparativno-statički elementi novoga, još neobjavljenog modela prof. Aghiona, koji daje odgovor na to pitanje.

Model u najjednostavnijem obliku obuhvaća malu i otvorenu ekonomiju sa slobodnim tokovima kapitala u dva razdoblja. U prvom se razdoblju odabire monetarna politika, odnosno tečaj (E_1), što rezultira promjenom realnoga outputa u drugom razdoblju (Y_2). Mehanika modela promatra se u prostoru tečaj ($E_1 - os y$) – output ($Y_2 - os x$), gdje su 1 i 2 oznake za razdoblja. Model ima dva glavna elementa. Prvi je element krivulja istodobne monetarne i eksterne ravnoteže, koju Aghion zove krivulja IPLM.³ Ta je krivulja prikazana na crtežu a. Slike 1. Monetarna se ekspanzija očituje pomakom funkcije IPLM prema gore (monetarna ekspanzija dovodi do većega outputa ako se tečaj ne mijenja, odnosno do slabljenja tečaja ako je output zadan). Drugi element

3 LM je standardna oznaka za funkciju ravnoteže na novčanom tržištu. IP je oznaka za kamatni paritet (engl. interest parity). Združivanje dviju oznaka u jedinstvenu oznaku IPLM simbolizira činjenicu da duž IPLM krivulje simultano vrijede novčana i vanjska ravnoteža. Vanjska se ravnoteža ostvaruje nepokrivenim kamatnim paritetom koji se korigira za transakcijske troškove. Drugim riječima, nominalna kamatna stopa u zemlji jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi u inozemstvu korigiranoj za očekivanu deprecijaciju domaće valute i transakcijske troškove arbitraže na financijskom tržištu.

modela je krivulja bogatstva ili, kako je Aghion neformalno zove, Stiglitzova krivulja. Krivulja W prikazana je na crtežu b. Slike 1. Slično učincima monetarne ekspanzije, akumulacija bogatstva očituje se u pomaku krivulje W "prema van". To znači da je na danoj razini tečaja moguć veći output. S druge strane, ako je output zadan, onda to znači deprecijaciju tečaja.

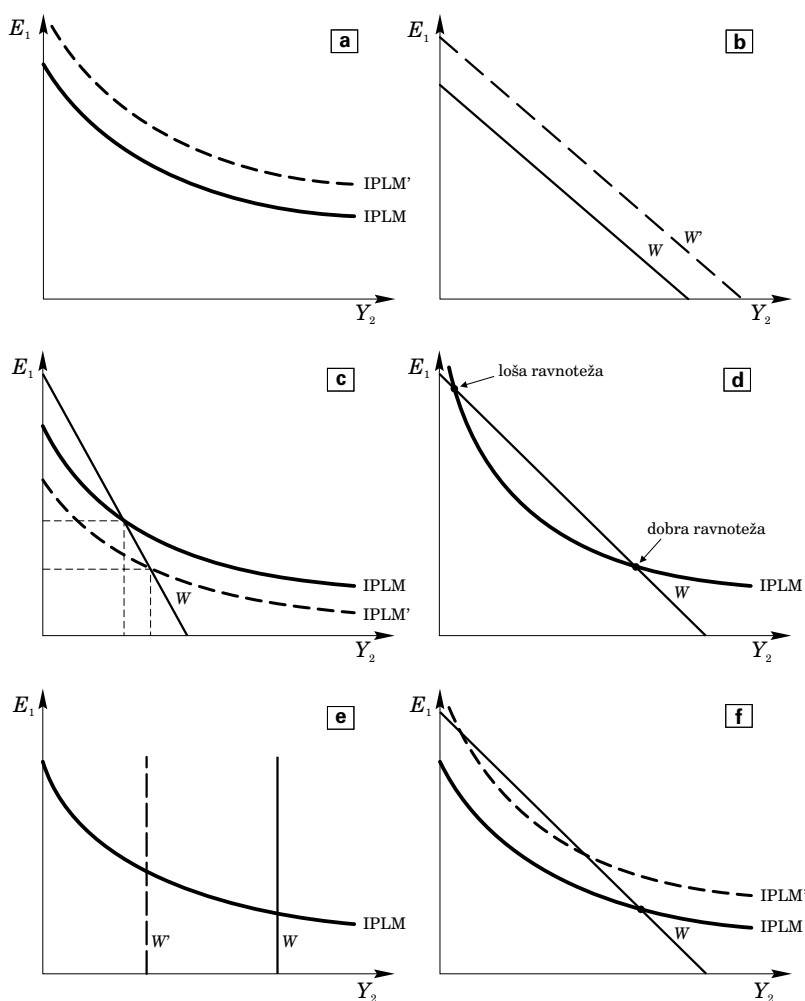
Bogatstvo se povećava (W se pomiče "prema van") štednjom. Apsolutni iznos štednje ovisi o dohotku, a dohodak kao i kapital, između ostaloga, ovise o brzini kreditne multiplikacije. Slično ulozi monetarnoga multiplikatora kod Capijea, kreditni je multiplikator kod Aghiona središte oko kojega se sustav "vrti".⁴ Kad vrtnja središta prestane, cijeli sustav staje. To je financijska kriza, kako je vidi Aghion.

Ravnotežna dinamika (zapravo komparativna statika) modela s dva razdoblja prikazana je na ostalim crtežima Slike 1. Na crtežu c. vidimo primjer jedinstveno definirane ravnoteže u kojemu se jednoznačno može ispitivati utjecaj monetarne politike. Vidimo kako restriktivna monetarna politika, koja se u prvom razdoblju očituje pomakom IPLM prema dolje, dovodi do aprecijacije tečaja i rasta outputa. Taj rezultat, međutim, neprijeporno ovisi o nepomičnosti W krivulje, što ne mora biti tako ako dođe do rasta kamatnih stopa. Rast kamatnih stopa pomiče W krivulju ulijevo i prema dolje, pa središnje pitanje postaje koji će učinak pretegnuti – učinak pomaka IPLM ili W krivulje?

Na crtežu d. prikazan je primjer tzv. multiple ravnoteže. Za dano bogatstvo W i monetarnu politiku IPLM, sustav se može naći u dvije bitno različite točke: u točki "dobre ravnoteže", s jačom valutom i većim outputom, te u točki "loše ravnoteže", sa slabijom valutom i manjim outputom. Varijable izvan modela presuđuju o tome u kojoj će se točki naći gospodarstvo, a nagli pomak od točke "dobre ravnoteže" prema točki "loše ravnoteže" jest valutna kriza. Takvu se krizu nikako ne smije miješati sa situacijom koja je prikazana na crtežu e. Tamo vidimo financijski nerazvijenu ekonomiju u kojoj kamatne stope i tečaj ne utječu bitno na štednju i bogatstvo, tako da je krivulja W okomita u prostoru tečaj – output. Negativni šok uvjeta razmjene, poput naftnoga šoka ili raspada klirinškoga tržišta bivšeg SSSR-a ili bivše Jugoslavije, djeluje pomakom okomite krivulje W ulijevo, tako da dolazi do istog učinka kao u primjeru valutne krize (pad outputa i deprecijacija tečaja). No, sada nije riječ o valutnoj krizi, nego o djelovanju realnoga šoka. Naposljetku, na crtežu f. vidimo primjer u kojemu je akcijom tvorca gospodarske politike (egzogenom monetarnom politikom) sustav preveden iz stabilne situacije u situaciju multiple ravnoteže u kojoj se otvara opasnost od krize. Prema tome, i sama monetarna politika može stvoriti pretpostavke za nastanak valutne krize. U tom kontekstu Phillipe Aghion postavlja pitanje: u kojim uvje-

4 Zanimljivo je da i Capije kod monetarnog i Aghion kod kreditnog multiplikatora pretpostavljaju njihovu korelaciju s kamatnim stopama. Razlika je, međutim, u pretpostavljenoj kauzalnosti. Capije razumije rast kamatnih stopa kao posljedicu egzogeno inducirano smanjenja (monetarnog) multiplikatora, dok Aghion eksplicite uvodi kamatnu stopu iz prošloga razdoblja kao glavnu determinantu ponašanja (kreditnoga) multiplikatora (pri čemu veće kamatne stope znače manju multiplikaciju, tj. niži omjer duga i bogatstva). Tako velike razlike u gledanjima na novčanu i kreditnu stranu procesa multiplikacije ne trebaju čuditi u svjetlu empirijskih nalaza koji govore o slaboj povezanosti novca i kredita u kratkome roku (npr. Bernanke i Blinder, 1988; Friedman i Kuttner, 1992).

Slika 1.



tima rast kamatnih stopa dovodi do dobrog rezultata, kao na crtežu c., a u kojima do valutne krize?

Aghion je pokazao dva glavna uvjeta: rast kamatnih stopa neće dovesti do stabilizacije tečaja i outputa ako je kreditni multiplikator veoma osjetljiv na promjene kamatnih stopa i ako udio kredita u stranoj valuti (i domaćih kredita vezanih uz tečaj) nije "prevelik".

Financijske krize i "dolarizacija"

Početak izlaganja Ricarda Hausmanna, glavnog ekonomiste Međuameričke razvojne banke, bio je uvelike nalik Aghionovu početku. Ricardo Hausmann je prikazao grafikone koji su uvjerljivo pokazali da su nominalne kamatne stope na novčanom tržištu i nominalni tečaj u Južnoj Americi čvrsto pozitivno vezani (suprotno od onoga što predviđa standardna makroekonomska teorija). Dok je Phillipe Aghion na tu činjenicu reagirao izgradnjom novoga

teorijskog modela, Ricardo Hausmann, i sam dugo godina kreator gospodarske politike u Venezueli, na tu je činjenicu reagirao osudom sustava fluktuirajućih tečajeva u Južnoj Americi.

Hausmannov se stav može sažeti u četiri glavne točke. Prvo, glavnu odgovornost za krize ne snose dužnici, nego neoprezni kreditori. Drugo, njihova neopreznost, u sprezi s drugim čimbenicima (fluktuacije kamatnih stopa u razvijenim zemljama), dovodi do velike hirovitosti međunarodnih tokova kapitala. Treće, kad se zemlja na međunarodnom tržištu ne može zaduživati u vlastitoj valuti i kad se u toj istoj valuti u zemlji ne može zaduživati na dugi rok, onda je ta valuta beskorisna. Četvrto, odbacivanjem ideje o fluktuiranju tečajeva uklonit će se glavni prijenosni mehanizam financijskih kriza koje su potaknute hirovitim tokovima kapitala. To nisu formalna, nego bitna realna, odnosno strukturna pitanja, kaže Hausmann.

U prilog prvome stavu Hausmann postavlja retoričko pitanje: Što Rusija i Južna Amerika imaju zajedničko, osim J.P. Morgana? Ništa, odgovara, sugerirajući tako da su međunarodni investitori i njihove politike prilagođivanja portfelja, koje slijede kao reakcije na vijesti, glavni uzroci financijskih kriza. Njegova je glavna poruka da se moramo više baviti distorzijama na međunarodnim tržištima kapitala, a manje dužnicima.

Mehanika krize je prema Hausmannu jednostavna: tko kupuje vrijednosne papire na tržištima u nastajanju? Investitori specijalisti za tržišta u nastajanju. Tko će kupiti vrijednosne papire kada ih investitori specijalisti žele prodati? Nitko! Nema nikoga tko bi stvorio potražnju. U takvim se uvjetima može pojaviti paradoks: hirovitost međunarodnih tokova kapitala bit će najveća na najlikvidnijim tržištima u nastajanju. Investitori koji ulažu u nelikvidne instrumente u pravilu su usmjereni na duži rok i unaprijed računaju s time da se veći iznosi nelikvidnih papira ne mogu prodati u kratkom roku po razumnim cijenama. Oni koji ulažu u likvidna tržišta u nastajanju (npr. u Indoneziju do krize), čine to zato što računaju na mogućnost brze prodaje pri pojavi loših vijesti i/ili rušenja tržišta. Fluktuiranje tečaja u takvim uvjetima samo pospješuje hirovitost i prenosi impulse loših vijesti, tj. “zarazu” i širenje “ponašanja stada”. Tako likvidnost tržišta i fluktuirajući tečaj, povećavajući ranjivost sustava, postaju bitni ograničavajući čimbenici razvoja. Kakav paradoks; upravo ona obilježja koja razvijene zemlje čine uspješnima, u zemljama u razvoju djeluju na suprotan način – čine ih manje uspješnima.

Na primjeru Južne Amerike Hausmann dokazuje da se doista radi o hirovitosti koja je potaknuta izvana. Taj se kontinent nakon brazilske krize ponovno nalazi u recesiji bez ikakva vidljivog razloga. Naime, znatno je povećana fiskalna disciplina. Uvedena su pravila vođenja fiskalne politike. Bitno su poboljšane prakse računovodstva i revizije te su povećani standardi razvidnosti financijskih izvještaja. Znatno je unaprijeđeno upravljanje dugom. Povećani su standardi adekvatnosti kapitala i nadzora financijskih institucija. Zadržane su stroge mjere propisane likvidnosti banaka. Bankovni je sustav internacionaliziran tijekom procesa privatizacije. Međunarodne pričuve kontinenta su rasle i prešle ukupni iznos kratkoročnoga duga. Unatoč tomu, međunarodni tokovi kapitala i dalje su hiroviti i osjetljivi na dnevne vijesti.

Što činiti u takvim uvjetima?, pita se Hausmann. Napustiti ideju fluktuirajućeg tečaja na većini tržišta u nastajanju i ne plaćati vanjski dug kad ga zemlja nije u stanju platiti. Umjesto oslanjanja na MMF ili na nekoga drugog budućeg svjetskog zajmodavca u krajnjoj nuždi, dug jednostavno ne treba vratiti kad se ne može jer se samo tako investitore, u kojima leži problem, može poučiti pravilnom ocjenjivanju rizika. Ne treba se oslanjati na kapitalne restrikcije jer bi to značilo da hirovitost tokova kapitala treba smanjiti tako da se tokovi smanje. To nema smisla. Smisla ima jedino "dolarizacija" - odricanje od vlastite i prihvaćanje neke svjetske valute ako valuta države kronično izaziva nepovjerenje. "Dolarizacija" je jedini instrument koji se uklapa u ideju da hirovitost treba smanjivati tako da se ukupni tokovi kapitala povećaju.

Što se može predvidjeti?

U prilog Hausmannovu stavu neizravno je govorila Graciela Kaminsky. Ugledna profesorica sa Sveučilišta države Maryland (Georgetown University) prošlih se godina bavila razvojem sustava indikatora valutnih i bankovnih kriza. Zajedno s Carmen Reinhart predvodila je taj intelektualni val '90-ih. Njezin je rad na neparatarskom signalnom sustavu u nas poznat i, štoviše, na hrvatskim podacima već primijenjen,⁵ pa se u ovome prikazu spominju samo novine koje su prikazane na Konferenciji.

Prof. Kaminsky je konstruirala novi kompozitni navješćujući indikator valutne krize. Njegovu je prediktivnu moć testirala na slučaju azijske krize 1997/98. Njezin se kompozitni navješćujući indikator pokazao dobrim prediktorom krize u četiri od pet slučajeva. Ostao je potpuno bezvrijedna informacija samo u slučaju Indonezije. Kako je Indonezija bila najlikvidnije tržište u nastajanju, ta je činjenica neizravno progovorila u prilog Hausmannovu kritičkom stavu o investitorskomu "stadu" koje potiče hirovitost tokova kapitala na najlikvidnijim tržištima u nastajanju uzrokujući tako krizu nepovezanu s fundamentalnim obilježjima gospodarskoga sustava.

Profesorica je upozorila na to da njezin sustav ne predviđa točan trenutak početka krize, nego samo ukazuje na stupanj ranjivosti gospodarstva, odnosno njegove osjetljivosti na krizu. U raspravi je također upozoreno na vječnu dvojbu (trade-off) između pogreške tipa I i pogreške tipa II. Kod onih zemalja gdje kompozitni indikator propušta predvidjeti krize malo je primjera u kojima indikator predviđi krizu koja se potom ne dogodi. Međutim, kod zemalja gdje kompozitni indikator dobro predviđa krize mnogo je primjera da indikator predviđi krizu koja se potom ne dogodi. Stoga je najvažnije mudro tumačiti kretanje indikatora u kontekstu analize cjelokupnoga gospodarskoga stanja u zemlji.

5 Ahec-Šonje, Amina (1999), Navješćujući indikatori valutnih kriza i bankarskih kriza: Hrvatska i svijet, u: Nestić, Danijel, Pokazatelji međunarodne konkurentske sposobnosti hrvatskog gospodarstva i politika tečaja. Ekonomski institut, Zagreb

Kakva je uloga rejtinga (Basel II)?

Kakva je uloga nadzora međunarodno aktivnih banaka? Ublažava li regulacija hirovitost međunarodnih tokova kapitala ili je možda povećava? Martin Heinmann, predsjednik Instituta za financijsku stabilnost, iznio je čvrst stav o koristima od regulacije i potrebi njezina daljeg jačanja. Međutim, Helmut Reisen, direktor Istraživačkog centra OECD-a, u osvrtu na najnovije prijedloge baselskoga Povjerenstva za nadzor banaka, izrazio je oštru kritiku. Prema Reisenu, tzv. Sporazum Basel II pojačat će hirovitost međunarodnih tokova kapitala i zbog toga bi zemlje trebale hitno, najkasnije do ožujka 2000. godine, reagirati.

Najveću opasnost Helmut Reisen vidi u ideji, koju predlažu kreatori Basela II, da se veća važnost pri procjeni rizika kreditnog portfelja međunarodno aktivnih banaka daje kreditnom rejtingu što ga utvrđuje jedna od triju vodećih svjetskih agencija (Moody's, S&P, Fitch IBCA). Kreditni bi rejting trebao pri ocjeni rizika ulaganja zamijeniti sadašnji kriterij: je li zemlja članica OECD-a ili nije.

Reisenova analiza sadašnjih i budućih regulacijskih distorzija polazi od činjenice da je ulazak u OECD do sada značajno povećavao međunarodno međubankovno kreditiranje, i to ono kratkoročno. Dosadašnja regulacijska distorzija (prema Baselu I iz 1988.) odnosi se na činjenicu da se pri izračunu adekvatnosti kapitala kratkoročnim plasmanima na tržišta u nastajanju zemalja koje su članice OECD-a pridavao ponder rizika 20 posto, dok se plasmanima na duže rokove na tržišta zemalja koje nisu članice OECD-a pridavao ponder rizika 100 posto. Ta je regulacijska distorzija potaknula tokove kapitala na kratak rok (koji su ponderirani niskim stupnjem rizika) unutar OECD-a, pa se kapital najviše slijevao na tržišta u nastajanju zemalja koje su u OECD-u, primjerice u Meksiko, Češku, Poljsku, Mađarsku i Koreju.

Sada se očekuje da će kriterij članstva u OECD-u biti zamijenjen kreditnim rejtingom specijaliziranih agencija. Razmjerno je lako predvidjeti da će Basel II najviše pogoditi članice OECD-a koje imaju investicijski rejting niži od AA- (S&P), odnosno Aa (Moody's). Povećanje pondera rizika koje bi iz toga proizašlo moglo bi povećati hirovitost međunarodnih tokova kapitala ili dovesti do njihova povlačenja iz tih zemalja. Najveći je paradoks u tome što neki prijedlozi, ako budu usvojeni, vode dodatnim regulacijskim distorzijama. Na primjer, Basel II još uvijek razmatra dvije opcije korištenja rejtinga. Prema prvoj, za međubankovne bi se zajmove rabio ponder rizika prema rejtingu države (npr. svaki kredit bilo koje banke u Hrvatskoj ponderirao bi se prema rejtingu Hrvatske). Prema drugoj opciji, ponder bi se odredio na temelju rejtinga banke, no ako ga banka nema, koristio bi se ponder od 50 posto. Ovaj čudan prijedlog mogao bi preusmjeriti tokove međunarodnoga međubankovnoga kreditiranja prema lošijim bankama, što će svakako povećati hirovitost tih tokova. Prva bi opcija svakako bila bolja jer bi se njome izbjegla nova distorzija i korigirala distorzija koja je nastala primjenom Sporazuma Basel I. Međutim nije jasno zbog čega se predlaže model koji će povećati hirovitost kapitala za članice OECD-a koje imaju dobar investicijski rejting, premda niži od AA-.

Ipak, najveći problem korištenja rejtinga u javne regulacijske svrhe, smatra Helmut Reisen, leži u samoj ideji. Naime, rejting države zasniva se na javnim informacijama. Zbog toga je osjetljiv na vijesti. To znači da investitori razmjerno lako prognoziraju kretanje rejtinga države i od njega zapravo i nemaju neke velike koristi. Raisen i van Meltzen su pokazali da se nakon objavljivanja promjene rejtinga s kamatnim maržama (spreadovima) ništa ne događa. Promjena kamatne marže (spreada) prethodi promjeni rejtinga, što može značiti da investitori i agencije na sličan način gledaju na fundamentalna obilježja gospodarstva. Kad se analiza produži na duža vremenska razdoblja i izolira utjecaj fundamentalnih obilježja, Reisenove analize pokazuju da agencije specijalizirane za utvrđivanje rejtinga utječu na kamatne marže (spreadove).

Međutim, krize se događaju u kratkom roku. To su događaji koji izlaze izvan okvira “normalnog” ponašanja ekonomskih varijabli u dugom roku. Investitori pokreću krize u jednome danu. Analitički rezultati kao i iskustvo iz jugoistočne Azije, posebno iz Koreje, ukazuju na to da agencije specijalizirane za utvrđivanje rejtinga slijede investitore, a investitori slijede njih. To znači da agencije svojim odlukama mogu djelovati prociklički. Mehanizam utjecaja odvija se preko banaka. Jednostavno: banke puno pozajmljuju u dobrim vremenima, a ništa ne pozajmljuju, nego se povlače, u lošim vremenima. Umjesto da je obratno, Basel II će svojim prijedlozima za neke zemlje pojačati tu procikličnost pa one imaju vremena još samo do ožujka 2000. da to spriječe.

Ne zanemarujemo li, ipak, ulogu fiskalne politike?

U središtu razmišljanja o krizama nalaze se monetarni, psihološki i informacijski čimbenici. Ne zanemarujemo li, ipak, ulogu fiskalne politike? George Kopitz, zamjenik direktora fiskalnoga odjela MMF-a, uvjeren je da do istine treba “kopati dublje od uobičajenih indikatora ranjivosti na financijske krize”.

Prema Kopitzu, fiskalna politika ima glavnu ulogu u signaliziranju smjerova na koje će se “uhvatiti” očekivanja. Vođenje fiskalne politike prema jednostavnim i razvidnim pravilima može imati važnu stabilizacijsku ulogu te biti glavna prevencija protiv krize. Kopitz je svjestan da se takav stav ne uklapa u trenutno prevladavajuće razumijevanje krize u kojemu je fiskalni problem potisnut u drugi plan. Kriza ‘30-ih, dužnička kriza ‘80-ih, pa i krize na tržištima u nastajanju tijekom ‘90-ih tumače se u kontekstu u kojemu fiskalni deficiti, osim nekih iznimaka, nisu imali eksplozivan karakter. G. Kopitz je uvjeren da je takav zaključak pogrešan jer se zasniva na površnom promatranju službenih fiskalnih računa države. Za istinu treba kopati dublje.

U Meksiku, Češkoj i u Aziji propustili smo izmjeriti veličinu kvazifiskalnih aktivnosti države, posebno izdavanje jamstava. Na primjer, u dosadašnjoj literaturi o meksičkoj krizi veoma je rijetko spomenuta aktivnost državnih razvojnih banaka koje tamo još uvijek imaju važnu ulogu. Mjerenja koja je Palackova obavila u Češkoj ukazuju na to da je omjer fiskalnoga deficita i

BDP-a 1997. iznosio 5 posto, dok je službena statistika zabilježila samo 2 posto. U Tablici 1. prikazani su elementi Kopitzove tablice koja ukazuje na to kolika može biti razlika između statistički zabilježenoga i stvarnoga javnog duga.

George Kopitz smatra da se glavni prijenosni mehanizam krize zbiva u percepciji međunarodnih investitora. Oni u prvoj fazi smatraju da država implicite jamči za sve međunarodne obveze, bez obzira je li dužnik rezident iz privatnoga ili državnoga sektora. U drugoj fazi primjećuju da iznosi eksplicitnih i implicitnih državnih jamstava rastu, pa postaju osjetljivi na vijesti o (ne)isplata pojedinih jamstava, a (nepoznat) ukupni iznos jamstava počinju promatrati kao očekivani fiskalni deficit. Nakon toga se situacija preokreće: kad jednom shvate da su početne procjene implicitnih državnih jamstava bile previše optimistične, međunarodni investitori postaju osjetljivi na vijesti o formalizaciji implicitnih jamstava. Formalizacija implicitnih jamstava u tom kontekstu ukazuje na monetarnu ekspanziju, inflaciju i krizu, a odbijanje formalizacije implicitnih jamstava znači sposobnost vlade da se tomu odupre. U završnom procesu formiranja očekivanja ključnu će ulogu odigrati činjenica kako javnost i investitori percipiraju vladu – kao jaku, ili kao slabu vladu.

Kopitz ukazuje na to da je nedostatak fiskalne razvidnosti bio, ako ne glavni, a onda barem jedan od ravnopravnih čimbenika kriza '90-ih. Pojam fiskalne razvidnosti prije svega se odnosi na loše računovodstvene prakse, gdje se vođenjem fiskalnoga računovodstva prema *cash*-načelu zamagljuje stvarno stanje koje izgleda puno drukčije nego prema načelu "fakturirane realizacije".

Problem se često puta svodi na to, kaže Kopitz, da fiskalna politika mora u kratkom roku reagirati na neki poremećaj. U sustavu predstavničke demokracije to nije moguće učiniti zbog sporosti političkoga procesa. Čak i kad bi to bilo moguće, upitno je bi li to bilo poželjno. Na primjer, kada zbog egzogenim šokom uzrokovane recesije dođe do pada fiskalnih prihoda ispod očekivanih vrijednosti, smanjenje fiskalnih rashoda moglo bi imati procikličko djelovanje. Najbolje se rješenje stoga svodi na pronalazak sustava u kojem će fiskalna politika biti fleksibilna, ali će ujedno imati ulogu stabilizatora očekivanja i generatora povjerenja. Signaliziranjem budućega fiskalnog utjecaja na gospodarstvo treba pozitivno utjecati na sadašnja očekivanja. To znači da fiskalna restriktivnost u kratkom roku ne znači ništa ako nisu formirana povoljna dugoročna fiskalna očekivanja. Makropravila fiskalne politike imaju ključnu ulogu u stabiliziranju dugoročnih fiskalnih očekivanja.

Ograničenja visine fiskalnoga deficita, javnoga duga, donošenje dugoročnih državnih proračuna, osnivanje fiskalnih stabilizacijskih fondova, sve su to institucionalni mehanizmi koji uklanjaju fiskalne udare na gospodarstvo i stabiliziraju očekivanja. Takva su pravila upravo uvedena u Argentini i Brazilu, postoje u Čileu, a razmatraju se u Peruu i u Indiji. Pravila, kaže Kopitz, moraju biti usmjerena na dugi rok, praćena uvođenjem razvidnih računovodstvenih praksi u državi, te moraju definirati odnose prema kvazifiskalnim aktivnostima kao što su stabilizacija bankovnog sustava, socijalno osiguranje i slično.

Tablica 1. Javni dug – službeni i dodatni, nezabilježeni (u % BDP-a)

Država	Godina	Službeni podatak	Dodatni, nezabilježeni javni dug
Meksiko	1994.	38	26
Češka	1997.	11	16
Tajland	1997.	4	30
Indonezija	1997.	24	17
Koreja	1997.	11	32

Izvor: Kopitz, G. (1999), How Can Fiscal Policy Help Avert Currency Crises?, rad predstavljen na Konferenciji u Beču, 21. – 23. studenoga 1999.

Ostali događaji i zaključci

Gospoda Niess i Shiells (oba iz MMF-a) detaljno su prikazali događaje tijekom azijske krize. Prof. Alan Drazen prikazao je teorije financijske “zaraže”. Emil Ems iz Europske komisije govorio je o zahtjevima glede liberalizacije transakcija po financijskom i kapitalnom računu koji se postavljaju pred kandidate za ulazak u EU. Dabrowski (iz CASE instituta iz Varšave) i Backe (iz Austrijske središnje banke) govorili su o vezi između međunarodnih tokova kapitala i politika tečaja u tranzicijskim zemljama i pritom nisu prezentirali ništa nova što ne bi bilo poznato stručnim krugovima u Hrvatskoj. Tommaso Padoa Schioppa u pozivnom je predavanju ukazao na nužnost da tijekom tranzicijskoga procesa uočimo djelovanje Balassova i Samuelsonova učinka. Isto je tako ukazao i na veoma fleksibilan stav Europske središnje banke prema monetarnoj politici u 12 zemalja koje otpočinju ili su već otpočele pregovore o pristupu Europskoj uniji. Europska središnja banka (ESB) ima četiri čvrsta zahtjeva: prvo, nacionalno zakonodavstvo koje uređuje poslovanje središnjih banaka mora se uskladiti sa Statutom ESB-a; drugo, ne mogu se koristiti sustavi puzajućeg vezanog tečaja; treće, nije se moguće vezati ni uz koju drugu valutu osim uz euro; četvrto, prije prihvaćanja eura potrebno je provesti najmanje dvije godine u tečajnom sustavu ERM II koji omogućava određenu fleksibilnost tečaja oko središnjega pariteta prema euru. Svaka politika koja udovoljava tim uvjetima dopuštena je. Drugi predstavnik vrha europskoga novčarstva, guverner Austrijske središnje banke Klaus Liebscher, govorio je o ulozi Beča i Austrije kao mosta između Istoka i Zapada i o ulozi središnjih banaka u stabilizaciji očekivanja i sprječavanju kriza.

Za razliku od većine konferencija, ovaj je skup ipak pružio osjećaj približavanja mišljenja o predmetu koji je razmatran. Najbolji preventivni lijekovi protiv kriza jesu osjećaj stabilnosti i nesklonost radikalnim promjenama očekivanja. Destabilizacija očekivanja u nekoj zemlji može nastupiti kao plod fundamentalnih slabosti, no taj se udar preko portfelja međunarodnih investitora može prenositi na druge zemlje. Zarazno širenje krize u nekoj regiji u svijetu ovisi o fundamentalnim prednostima i nedostacima nacionalnih ekonomija. U tom je kontekstu važno uočiti nekoliko ključnih faktora koji utječu na očekivanja (a preko očekivanja i na kamatne stope te na monetarni

i kreditni multiplikator), a na koje treba djelovati kako bi se sačuvala stabilna očekivanja. Prvo, treba se kloniti fluktuirajućeg tečaja jer on u malim i otvorenim zemljama s važnom ulogom stranih valuta ne djeluje kao olakšanje za kontracikličko djelovanje monetarnom politikom, već kao prociklički prijenosnik recesijskih udara. Drugo, fiskalnu politiku treba voditi prema dugoročno usmjerenim makropravilima jer se tako stabiliziraju očekivanja i otvara prostor za (premda ograničeno) ipak učinkovito vođenje fiskalne politike. U tom je kontekstu važna razvidnost fiskalnih podataka i fiskalnog računovodstva. Otvorena je ostala vječna tema: kako rasporediti krivicu za izbijanje krize između neopreznih kreditora i neodgovornih dužnika? Je li to uopće važno?

Bilješke

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama *Istraživanja*, *Pregledi* i *Rasprave* znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za vrednovanje i klasifikaciju radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvatanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete:

Tekstovi moraju biti dostavljeni na magnetnim ili optičkim medijima (3.5" diskete, ZIP, CD), a uz medij treba priložiti i ispis na papiru u tri primjeka. Format zapisa treba biti Word 6 ili 97 for Windows/Mac, a preferira se RTF format kodne strane 437 ili 852.

Na disketu je potrebno nalijepiti etiketu s nazivom korištenog tekstprocesora i datoteke, kao i imenom autora.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice, zahvale i priznanja, mogu se uključiti u naslovnu stranicu. Ako je ta informacija dugačka, poželjno ju je uključiti u tekst, bilo na kraju uvodnog dijela bilo u posebnom dijelu teksta koji prethodi popisu literature.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati: broj, naslov, mjerne jedinice, legendu, izvor podataka te bilješke (fusnote). Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a,b,c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz drugih programa (Excel, Lotus,...) onda je potrebno dostaviti i te datoteke u Excell formatu (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom EPS ili TIFF formatu s opisima u Helvetic (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalnu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice (fusnote) treba označiti arapskim brojkama podignutim iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjim od slova kojim je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute. Ispisi i diskete s radovima se ne vraćaju.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za odnose s javnošću i izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

[Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke](#)

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

[Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke](#)

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

[Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke \(u pripremi\)](#)

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

[Bilten banaka \(u pripremi\)](#)

Publikacija koja sadržava pregled podataka o bankama.

[Bilten Hrvatske narodne banke](#)

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

[Istraživanja Hrvatske narodne banke](#)

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

[Pregledi Hrvatske narodne banke](#)

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativno-pregledni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

[Rasprave Hrvatske narodne banke](#)

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju rasprave djelatnika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdavač je i drugih publikacija, primjerice: zbornika radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator, knjiga i radova ili prijevoda knjiga i radova od posebnog interesa za HNB i drugih sličnih izdanja.