

Dvobroj 25-26

rujan 2010.

PROFITABILNOST BANAKA I KREDITI

KAKO SU BANKE UBLAŽILE KRIZU 2008.-2010.

Sažetak

Tri godine nakon početka globalne krize i dvije godine nakon njezina snažnog prelijevanja na Europu i Hrvatsku, pokazuje se da su se krediti u Hrvatskoj u ovoj krizi kolebali manje nego u nekim razvijenim zemljama i u većini zemalja Srednje i Istočne Europe. Rezultat je zanimljiv jer potražnja za kreditima u Hrvatskoj nije pala manje nego u drugim zemljama. Zbog toga u ovoj analizi pokazujemo da se kreditni ciklus u Hrvatskoj tijekom krize nalazio pod snažnim utjecajem sposobnosti domaćih banaka da amortiziraju udar skupljih ulaznih troškova sredstava, a da pritom ne povećaju neto kamatnu maržu. U takvim je uvjetima dobit banaka pala, ali ne toliko da bi onemogućila znatnije novo kreditiranje. Snažniji kreditni lom izbjegnuto je zbog relativno visoke razine kapitalizacije banaka prije krize, kao i zbog zadržavanja visoke razine kapitalizacije tijekom krize. Za razliku od situacije u Hrvatskoj, vodeće banke u SAD i EU i nekim zemljama Nove Europe (npr. Baltičke zemlje) suočile su se s većim rizicima i puno većim padom dobiti. To je uzrokovalo užu korelaciju poslovnog i kreditnog ciklusa u tim zemljama nego u Hrvatskoj. Kriza je pokazala da je bankovni sustav u Hrvatskoj i još nekim zemljama Srednje i Istočne Europe imao stabilizirajući karakter, a ne karakter akceleratora krize kao što se mislilo na njezinu početku.

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

Uvod

Uzroke, trajanje i posljedice ove krize još nismo u potpunosti spoznali. No to i nije lako. U vrijeme, kako metafora kaže, „crnih labudova“¹, neočekivano postaje vjerojatno, a usvojena vjerovanja i raširene teorije prolaze kroz teške testove. U takvim vremenima vrijedi mišljenje da „*stvari najčešće nisu onakve kakvima se čine*“.

Rasprava o uzrocima krize na globalnom planu ilustrira ovu tvrdnju. Prevladava mišljenje da su krizu izazvali pohlepni bankari i regulatori koji su „zaspali na poslu“. Međutim, u posljednje se vrijeme sve glasnije čuje pitanje: zar uistinu vjerujete da su bankari sami od sebe izmislili drugorazredne hipotekarne kredite i relaksirali kreditne uvjete, a da je regulatorima pritom samo popustila pažnja? Ili dopuštate mogućnost da su upravo regulatori bili ti koji su utjecali na relaksaciju kreditnih uvjeta pod izlikom lakšeg pristupa kreditima, a u ime kratkoročnih političkih interesa? (Levine, 2010; Tarr, 2010).

Hrvatska se nije nalazila u epicentru ove financijske krize. Utoliko ne mora tražiti odgovore na teška pitanja o njenim uzrocima. Hrvatski je bankovni sustav u ovoj krizi ostao vrlo čvrst. Unatoč tome, neka su se vjerovanja proširila i kod nas bez propitivanja njihovih uporišta u podacima. Pohlepne banke puno zarađuju; drže enormno visoke kamatne stope; kriza se prelila preko banaka, a one sada u krizi ne daju kredite kad je gospodarstvu najpotrebnije - neki su od klišeja na koje bi također mogli primijeniti uzrečicu da „*stvari najčešće nisu onakve kakvima se čine*“. Zbog toga u ovoj analizi pokazujemo kako je bankarski sektor tijekom krize 2008.-2010. odigrao stabilizacijsku ulogu, a ne ulogu prijenosnika i akceleratora krize kao što se mislilo na njezinu početku.

U prvom poglavlju prikazujemo nekoliko statističkih činjenica o kretanju kredita i profitabilnosti banaka koji opovrgavaju uvriježena stajališta. Kako bismo mogli analizirati vezu između kredita s jedne i stabilnosti banaka s druge strane, u drugom se poglavlju detaljno upoznajemo s mehanizmima širenja krize. U trećem se poglavlju pobliže bavimo vezom između kredita i profitabilnosti banaka, a u četvrtom povezujemo tu raspravu s pitanjem o učinkovitosti monetarne politike. Objašnjavamo paradoks zašto je u Hrvatskoj, u kojoj monetarna politika nije bila ni izbliza ekspanzivna kao u SAD-u i EU, kreditni ciklus pokazao relativno veliku stabilnost.

I. O kretanju kredita i dobiti banaka

Iako je opća percepcija o kreditnoj aktivnosti banaka u ovoj krizi vrlo negativna, postoje čvrsta uporišta za tvrdnju da je kreditni ciklus u Hrvatskoj upravo ušao u fazu uspona. Stambeni se krediti još uvijek kreću ispod linije trenda, ali se njihov ciklus proljetos preokrenuo. Krediti trgovačkim društvima kreću se oko linije trenda, a njihov se ciklus preokrenuo još potkraj 2009. Iako se ovaj rezultat ponekad

Kreditni je ciklus u Hrvatskoj ušao u uzlaznu fazu.

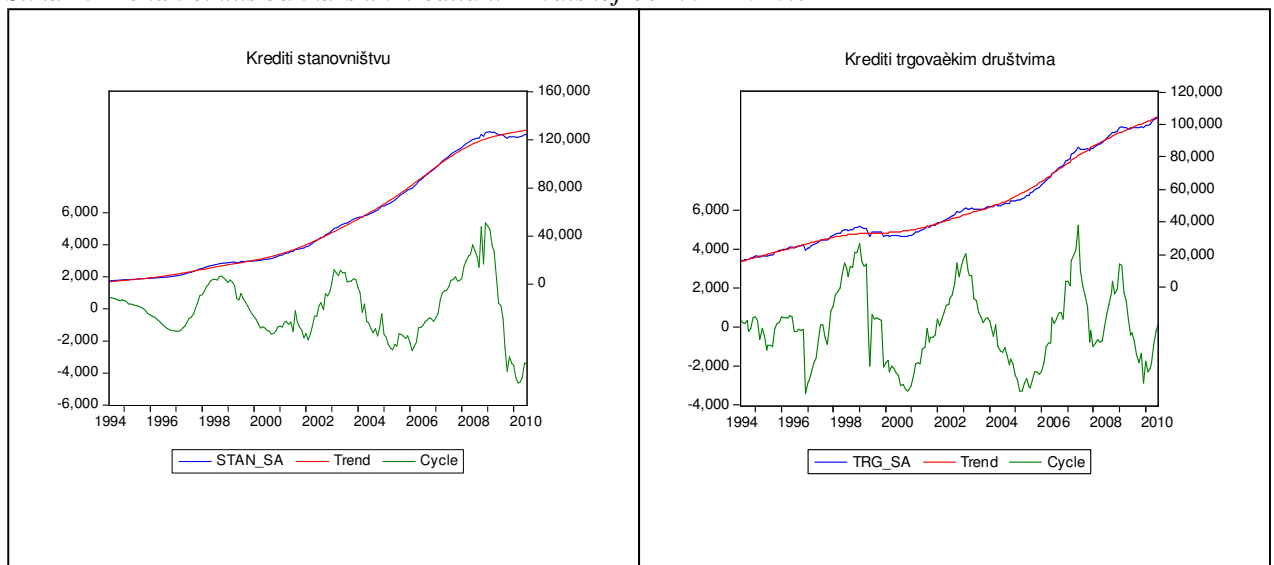
¹ Naslov knjige bivšeg trgovca financijskim instrumentima Nassima Nicholasa Taleba postao je metafora za ovu krizu čiji karakter i trajanje nitko nije uspio predvidjeti. „Crni labud“ je metafora za nepredviđen događaj.

relativizira zapažanjem da je riječ o supstituciji inozemnih kredita domaćima koje su prije uzela velika poduzeća, taj efekt ne može objasniti ciklički preokret što ga vidimo na slici 1. Štoviše, od trenutka pojave cikličkoga preokreta na domaćem tržištu u posljednjem tromjesečju 2009. bilježimo i blagi rast zaduženja sektora poduzeća u inozemstvu.

Hrvatska je zabilježila jedan od najmanjih kreditnih lomova premda je BDP zabilježio relativno veliki pad.

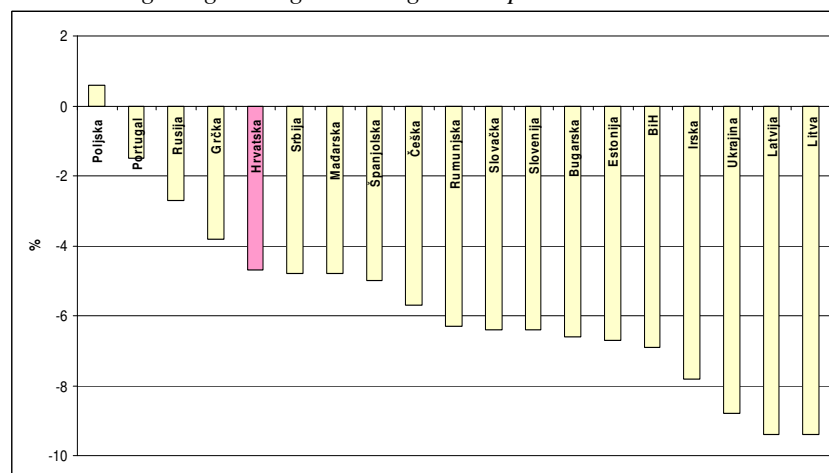
Slika 2. potvrđuje zaključke sa slike 1. usporedbom s drugim zemljama. Na njoj vidimo mjeru kreditnoga loma. Snaga negativnog kreditnog šoka izmjerena je kao postotno odstupanje sezonski prilagođenih podataka kredita privatnom sektoru od trenda u prvom kvartalu 2010. Iako su se samo u Poljskoj krediti početkom 2010. kretali oko dugoročnog trenda, Hrvatska je s izmjerenom snagom šoka od -4,7% zauzela položaj među zemljama koje su iskusile najslabiji kreditni udar.

Slika 1: Trend i ciklus bankarskih kredita u Hrvatskoj 1994:6 – 2010:7



Izvor: SDDS HNB-a (www.hnb.hr) i izračuni Arhivanalitike pomoću paketa EViews6, HP filter $\lambda=14.400$.

Slika 2. Snaga negativnog kreditnog šoka u prvom kvartalu 2010.



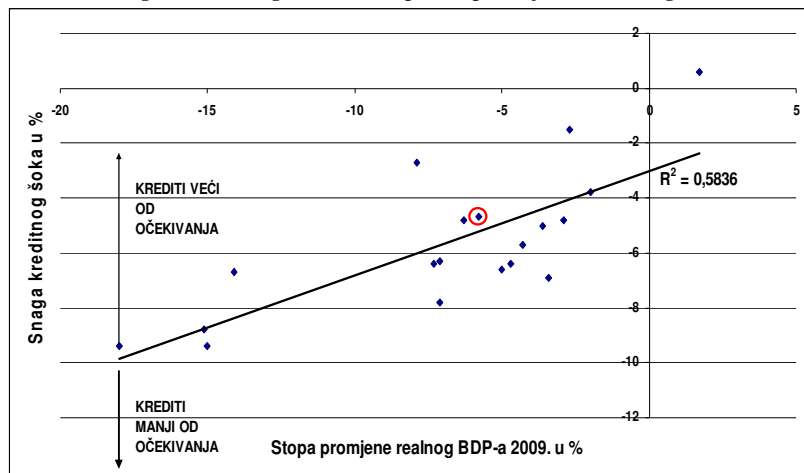
Izvor: IMF IFS i izračuni pomoću paketa EViews6, HP filter $\lambda=14.400$.

Snaga kreditnoga šoka ne ovisi samo o ponudi, tj. sposobnosti banaka da odobravaju nove kredite. Potražnja također utječe. Prema raširenom laičkom mišljenju, potražnja za kreditima u krizi eskalira. Međutim iskustvo bankara upućuje na to da potražnja – posebno ona koja nije izrazito rizična, u krizi slabi. Zbog toga podatke sa slike 2. treba staviti u odnos prema promjenama BDP-a. Logično očekujemo da će snažnija kontrakcija BDP-a biti povezana sa snažnijim negativnim kreditnim šokom. Relativno visok koeficijent determinacije na slici 3. potvrđuje takvo očekivanje. No na toj nas slici zanimaju odstupanja. Značajnija odstupanja od regresijske linije možemo tumačiti kao pokazatelj uloge banaka odnosno kredita. Ako je kreditna kontrakcija manja nego što bismo očekivali na temelju kretanja BDP-a, kreditno je tržište u krizi vjerojatno odigralo neutralnu ili stabilizirajuću ulogu – to su podatci iznad linije. Ako je kreditna kontrakcija veća no što bismo očekivali na temelju kretanja BDP-a, kreditno je tržište vjerojatno odigralo ulogu propagatora krize – podatci ispod linije.

Hrvatske banke u ovoj krizi nisu trebale pomoć države, nastavile su pribavljati dugoročna sredstva iz inozemstva i omogućile su financiranje fiskalnoga deficita ne zanemariivši pritom klijente tijekom većega dijela krize.

Na slici 3. je zaokružen podatak za Hrvatsku. On nije daleko od linije prosjeka, što bismo mogli interpretirati kao da se u Hrvatskoj nije događalo ništa neobično - ništa drukčije od tipičnog iskustva sličnih zemalja. Međutim Hrvatska se nalazi s gornje strane regresijske crte. To znači da smo u ovoj krizi zabilježili manju kreditnu kontrakciju no što bismo očekivali samo na temelju kretanja realnog BDP-a. Iako se na temelju ovakve metodologije ne može zaključivati o stabilizirajućoj ulozi banaka na strani ponude kredita, u hrvatskom se kontekstu može govoriti o ozbiljnoj indiciji da se upravo to dogodilo. Pod kontekstom mislimo na činjenice da banke nisu trebale pomoć države u ovoj krizi (za razliku od većine razvijenih zemalja), da su nastavile pribavljati dugoročna sredstva iz inozemstva tijekom krize i da su veliki dio kreditnog potencijala usmjerile prema proračunu omogućivši stabilnost javnih financija, ne zanemariivši pritom klijente.²

Slika 3. Snaga kreditnog udara naspram promjene realnog BDP-a 2009.



Izvor: izračuni Arhivanalitike; Eurostat za BDP.

² Ova tvrdnja podrazumijeva da u krizi nije bilo kreditnog istiskivanja (nemogućnosti kreditiranja privatnog sektora zbog usmjeravanja slobodnog kreditnog potencijala u financiranje deficita proračuna). Podatci to potvrđuju, osim u kratkom razdoblju od nekoliko mjeseci na samom kraju 2008. i početkom 2009.

Podatci u tablici 1. pokazuju aktivnosti banaka kroz promjene glavnih bilančnih stavki tijekom krize. Usporedba obuhvaća posljednje dvije godine, tj. razdoblje nakon srpnja 2008. koji možemo smatrati posljednjim „normalnim“ ili pretkriznim mjesecom. Podatci pokazuju da se kreditiranje poduzeća tijekom krize održalo (značajan rast kredita poduzećima od 13 milijardi kuna ravnomjerno je raspoređen kroz obje krizne godine), ali je zamrlo kreditiranje stanovništva. S obzirom na tradicionalno bolji odnos kamate i rizika u tom segmentu, zaustavljanje kreditiranja stanovništva može se pripisati nestanku potražnje zbog opreza i neizvjesnosti povezanog s padom zaposlenosti, realnih dohodaka i afirmacijom pesimističnih očekivanja. Uvjerljivo najveći dio kreditne aktivnosti tijekom proteklih dviju godina bio je usmjeren prema proračunu (potraživanja od države), i to uglavnom u prvoj godini krize. Vlada se tada radi financiranja proračuna oslanjala isključivo na domaće tržište. Izloženost banaka prema državi u tom je razdoblju povećana za 15,7 milijardi kuna (ukupno za 18,4 milijarde).

Banke su se u krizi pretežito financirale iz inozemnih sredstava zahvaljujući kojima je izbjegnuta financijska kontrakcija.

HNB je ukidanjem granične obvezne pričuve u listopadu 2008. pridonio afirmaciji stabilizacijske uloge banaka, no izravni učinak smanjenja pričuve bio je relativno malen. Ukupno oslobođenih 6 milijardi kuna pričuva u prvoj godini krize ni izbliza nije zadovoljilo potrebe za financiranjem kredita državi. Oni su rasli tri puta brže od oslobođene pričuve u cijelom kriznom razdoblju. Da je granična obvezna pričuva kojim slučajem zadržana, banke ili ne bi mogle doći do dodatnih izvora sredstava u inozemstvu ili bi to mogle učiniti samo uz ogromne gubitke. Stoga je ukidanje granične pričuve u listopadu 2008. neizravno olakšalo glavni kanal održavanja kreditnih i financijskih tokova na podnošljivoj razini. Podatci jasno pokazuju da je taj glavni kanal bilo inozemstvo. Inozemna je pasiva u ovoj krizi ukupno povećana za 16,5 milijarda kuna, ili gotovo tri puta više od domaćih depozita.

Prema tome, unatoč ranije proklamiranom strahu od „predaje banaka strancima“, „povlačenja banaka“, „povlačenja sredstava u inozemstvo“ i sl., ova je kriza pokazala da međunarodne financijske grupacije svojom financijskom potporom mogu znatno ublažiti širenje i posljedice financijske krize, čak i kada su same njome pogođene na domicilnim i drugim međunarodnim tržištima.

Tablica 1 Glavne stavke konsolidirane bilance banaka 2008:7 – 2010:7.

U mlrd HRK	Stanja			Promjene		
	07/08	07/09	07/10	07/08	07/09	07/08
				-	-	-
				07/09	07/10	07/10
AKTIVA*						
Pričuve banaka kod HNB	48,3	42,3	42,5	-6,0	0,3	-5,7
Potraživanja od države**	33,0	48,7	51,4	15,7	2,7	18,4
Potraživanja od poduzeća	97,5	103,9	110,6	6,4	6,7	13,1
Potraživanja od stanovništva	120,4	123,8	124,0	3,4	0,2	3,6
PASIVA*						
Depoziti (bez države)	202,8	201,9	208,8	-0,9	6,9	6,0
Inozemna pasiva	61,6	77,1	78,1	15,5	1,0	16,5

* odabrane najvažnije stavke; ** središnja i lokalna država

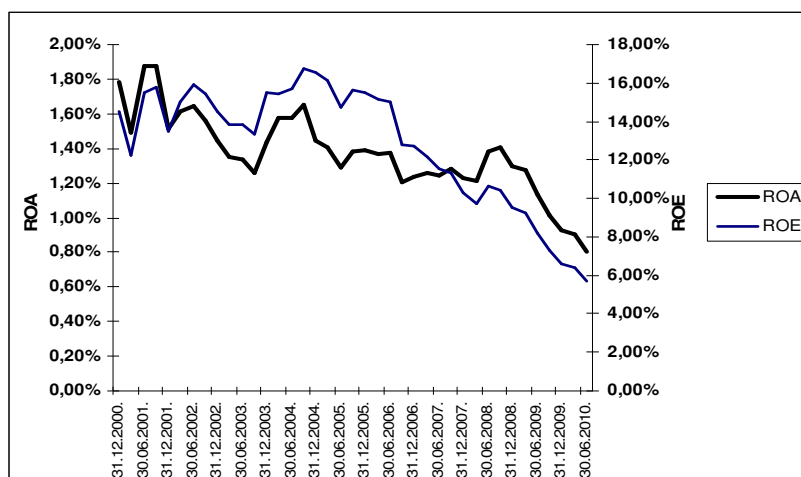
Izvor: SDDS HNB-a (www.hnb.hr), D1. Konsolidirana bilanca banaka

Potpora međunarodnih grupacija domaćim bankama ne može se objasniti kratkoročnim profitnim motivom. Slika 4. pokazuje kontinuirani pad stopa profitabilnosti hrvatskih banaka koji traje već više od pet godina. Naši izračuni prosječnoga povrata na aktivu (ROA) i prosječnoga povrata na kapital (ROE) koji se baziraju na prosjecima za protekla četiri kvartala pokazuju da je povrat na ulaganje u kapital hrvatskih banaka u prosjeku pao ispod povrata na dugoročnu državnu obveznicu (ROE je ispod 6% a dugoročne kunske obveznice nose prinos oko 6%).

Veliki priljev kapitala putem banaka tijekom krize nije bio motiviran zaradom jer je povrat na kapital i imovinu u Hrvatskoj u dugoročnom padu, a u posljednje je vrijeme i apsolutno i relativno nizak.

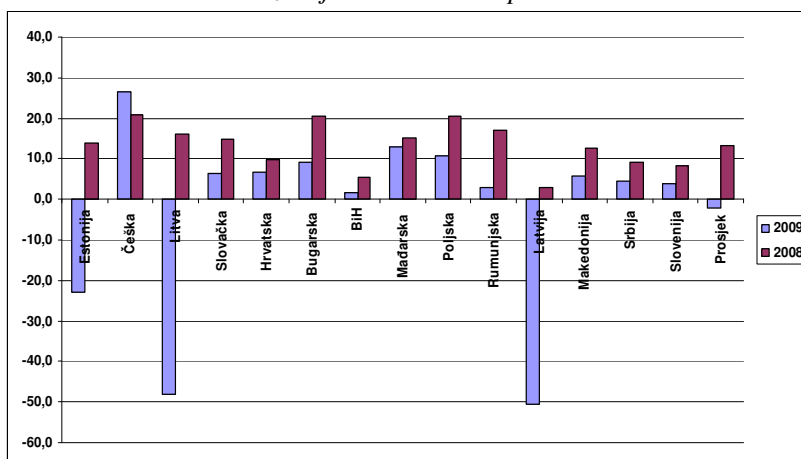
Slika 5. potvrđuje da se profitabilnost hrvatskih banaka pokazuje skromnom i u međunarodnim usporedbama. Profitabilnost kapitala ROE banaka u Hrvatskoj očekivano je veća nego u državama na Baltiku gdje je šok ove krize bio iznimno jak, a veća je i od profitabilnosti banaka u zemljama bivše Jugoslavije i Rumunjskoj. Međutim, niža je nego u srednjoeuropskim zemljama i Bugarskoj.

Slika 4. ROA i ROE hrvatskih banaka 2000. – 2010..



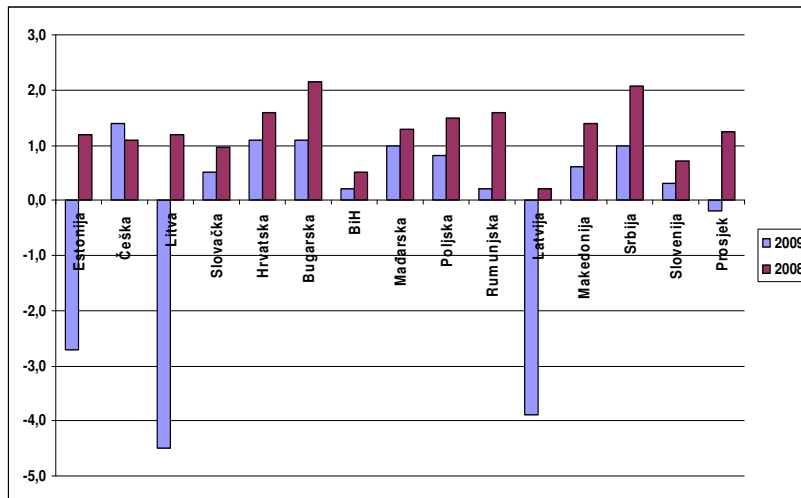
Izvor: Tromjesečna i mjesečna statistička izvješća banaka, www.hnb.hr i izračuni Arhivanalitike

Slika 5. ROE banaka u zemljama Nove Europe 2008. i 2009.



Izvor: vidjeti tablicu u Dodatku (tablica sadrži dulje vremenske serije)

Slika 6. ROA banaka u zemljama Nove Europe 2008. i 2009.

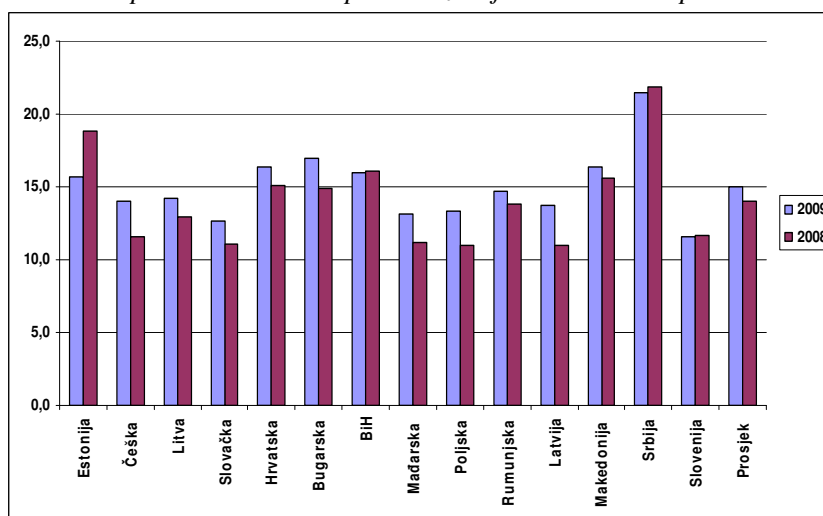


Izvor: vidjeti tablicu u Dodatku (tablica sadži dulje vremenske serije)

Međunarodna usporedba hrvatskih banaka prema povratu na aktivu (ROA) izgleda puno povoljnije (slika 6.). Jedino banke u Češkoj ostvaruju veće povrate na aktivu, dok se Hrvatska smješta uz bok Bugarskoj, Mađarskoj i Srbiji, gdje se ostvaruju još uvijek solidni povrati. Nerazmjer ROA i ROE objašnjava se stupnjem kapitalizacije. Relativno visok angažman kapitala objašnjava kombinaciju relativno visoke ROA i niskog ROE. Vrijedi i obratno – relativno niska kapitalizacija može objasniti kombinaciju relativno niske ROA i relativno visokog ROE. Hrvatska uz Srbiju, Makedoniju, BiH i Bugarsku ima najveći omjer kapitalne adekvatnosti među zemljama Nove Europe, pa je očito da se odnos ROA i ROE može objasniti velikim angažiranim kapitalom (slika 7.). Također treba primijetiti da je stopa adekvatnosti kapitala 2009. u odnosu na 2008. rasla unatoč relativno velikim gubitcima u cijeloj regiji. To govori o opredijeljenosti međunarodnih bankovnih grupacija potpori poslovanju banaka kćeri.

Solidan povrat na imovinu i relativno mali povrat na kapital mogu se objasniti visokom razinom kapitalizacije; hrvatske banke imaju jedan od najvećih omjera kapitalne adekvatnosti u regiji.

Slika 7. Stopa adekvatnosti kapitala u zemljama Nove Europe 2008. i 2009.



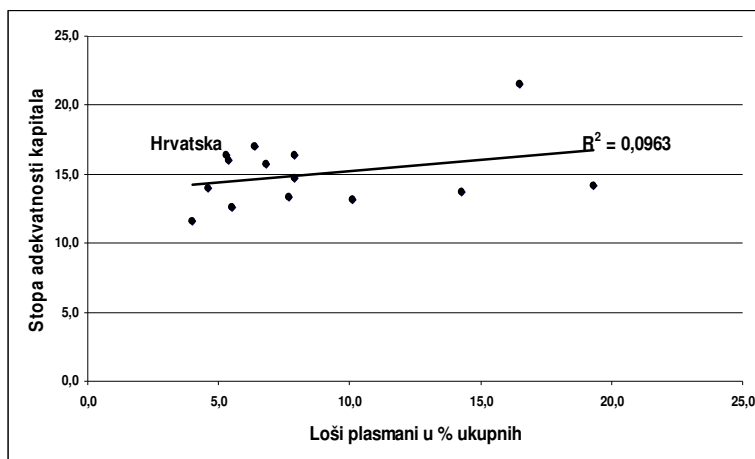
Izvor: vidjeti tablicu u Dodatku (tablica sadži dulje vremenske serije)

Otvoreno je pitanje je li hrvatskim bankama uistinu potreban toliki kapital. Kao i kod većine drugih pokazatelja u bankarstvu, odgovor nije jednoznačan. S jedne strane, visok kapital štiti od gubitaka, bitan je faktor stabilnosti i povjerenja, i mogao bi snažno motivirati bankare na ekspanziju kredita. S druge strane, previsoki kapital uzrokuje vrlo mali povrat na kapital i upućuje vlasnike na isplatu kapitala.

Postojeća razina kapitalizacije nije previsoka ako sada slijedi novi kreditni ciklus.

U Hrvatskoj možemo sumnjati u to da je stopa adekvatnosti kapitala na ovoj razini previsoka. Međunarodna usporedba koja pokazuje da je kapitalizacija najveća uz još četiri države čiji je rizik objektivno veći od našeg, slab je argument. Trebalo bi dokazati da je naš rizik manji, a to nije lako. Podatci, naime, mogu zavarati. Slika 8. pokazuje vezu između omjera loših plasmana i kapitalne adekvatnosti. Pozicija Hrvatske daleko iznad regresijske linije pokazuje da bi za Hrvatsku bila primjerenija stopa kapitalne adekvatnosti između 14% i 15%.³ Međutim, ovaj se zaključak susreće s dva ozbiljna prigovora. Prvo, mali koeficijent determinacije odnosa varijabli na slici 8. ukazuje na to da je situacija u pojedinim zemljama vrlo specifična i da je teško govoriti o međunarodnom standardu. Drugo, propisi za klasifikaciju plasmana i izvještaji još se uvijek veoma razlikuju od zemlje do zemlje. Tako npr. ne primjenjuju sve zemlje Basle II, a neke zemlje o lošim plasmanima i dalje izvještavaju prema kriteriju dana neplaćanja, što u pravilu podiže omjer. Prema tome, napetost između angažiranog kapitala i profitabilnosti banaka teško će se razriješiti normativno, putem regulacije. Bilo bi vrlo loše ako bi se bilo koji regulacijski, a napose porezni potez, postavio u ulogu katalizatora procesa razrješenja. Životna dinamika, tj. tempo rasta kredita razriješit će aktualnu napetost. Ako krediti budu rasli i kroz to ponovno omogućili bankama povećanje apsolutnog iznosa dobiti, kapitalna će se adekvatnost na početku kreditnog ciklusa smanjiti, a ROE povećati na razinu iznad stope povrata na državne obveznice. Ako se netom započeti kreditni rast zbog bilo kojega razloga uspori ili zaustavi, napetost će vjerojatno biti razriješena kroz smanjeni interes investitora za držanje postojećeg i plasiranje novog kapitala u Hrvatske banke.

Slika 8. Loši plasmani naspram kapitalne adekvatnosti u Srednjoj i Istočnoj Europi 2009.



Izvor: vidjeti tablicu u Dodatku (tablica sadrži dulje vremenske serije)

³ To nije bitno različito od 16,4% koliko je ostvareno potkraj 2009. S danom 30.06.2010. stopa kapitalne adekvatnosti iznosila je 19% u čemu se krije i dio promjene propisa o obračunu.

U jedno možemo biti sigurni. Razrješenje aktualne napetosti (odnosno neravnoteže) između razine kapitalizacije, profitabilnosti i tempa kreditnoga rasta nije stvar koja će se rješavati u sljedeća dva ili tri mjeseca. To je pitanje strukturnog profiliranja sljedećeg kreditnog ciklusa, posebno u dijelu odnosa banaka i stanovništva. Taj će se odnos profilirati kroz sljedećih godinu do dvije dana.

Umjesto o budućnosti, danas je puno lakše govoriti o prošlosti, tj. o protekle dvije krizne godine. U tom su razdoblju bankovni sustavi u najvećem broju zemalja u regiji, a posebno u Hrvatskoj, djelovali kao kratkoročni stabilizatori poslovnoga ciklusa. Razina kapitalizacije, relativno podnošljivi gubitci na lokalnim tržištima i otpornost međunarodnih grupacija na globalne krizne udare, objašnjavaju sposobnost banaka za obavljanje stabilizacijske uloge u krizi. Takva je njihova uloga bila posebno važna u svjetlu činjenice da prolazimo kroz krizu koja svojom snagom, mehanizmima širenja i dosezima predstavlja podsjetnik na oscilatorni karakter tržišnih ekonomija za koji se nakon Drugog svjetskog rata pogrešno mislilo da je zauvijek primiren.

II. Nekoliko važnih činjenica o krizi i mehanizmima njezina širenja

Dva hedge fonda pod upravom investicijske banke Bear Stearns' propala su 17. srpnja 2007. To ne bi bio tako važan događaj da fond menadžeri nisu ulagali u financijske instrumente čija je kvaliteta ovisila o naplati hipotekarnih kredita u SAD-u. Upravo se zbog toga spomenuti događaji smatraju „službenim“ početkom globalne krize. Tada se govorilo o „subprime“ krizi – krizi otplate drugorazrednih hipotekarnih zajmova u SAD-u. Tumačilo se da je riječ o američkoj financijskoj krizi povezanoj s nenaplativim hipotekarnim zajmovima i padom cijena nekretnina. S obzirom na visok stupanj zaduženosti, tj. negativnu štednju američkih kućanstava, i uz rašireno korištenje nekretnina kao kolaterala za razne vrste kredita uključujući i nenamjenske, bilo je jasno da će veliki pad vrijednosti kolaterala dovesti do zaustavljanja kreditiranja, pada potrošnje i problema s kvalitetom plasmana u financijskim institucijama u SAD-u.

Kriza je počela na američkom tržištu nekretnina, ali i najveći ekonomski „proroci“ nisu uspjeli predvidjeti trajanje i mehanizme njezina širenja.

Case-Schillerov indeks relativne cijene nekretnina u SAD-u (slika 9.) pokazuje da su se cijene od početka 2000. do početka 2006. relativno povećale za 106% (u prosjeku 12,8% godišnje). Tijekom 2006. rast je zaustavljen, a 2007. i 2008. dogodio se strmoglavi pad. Pad je zaustavljen u proljeće 2009. na oko 30% ispod vrhunca iz 2006. Rijetki ekonomisti koji su predvidjeli krizu u SAD-u (Robert Schiller, 2005.; Nouriel Roubini, 2007) nisu slutili njene današnje dimenzije. Na primjer, Roubini je u rujnu 2007. točno predvidio uzroke, izbijanje i trajanje recesije u SAD-u. Predvidio je i duboke potrebe u financijskom sektoru SAD-a, ali je posve podcijenio globalne implikacije ove krize: „Prema tome, ne očekujem globalnu recesiju već znatno usporavanje – trgovački, financijski i tečajni kanali prenosit će krizu na neki način ... Mislim da je, zapravo paradoksalno, najvjerojatnija prva žrtva tvrdog prizemljenja u SAD-u ona koju se smatra najudaljenijom od krize – Kina.“ (Roubini, 2007). Tri godine kasnije znamo da je kriza zaobišla Kinu (što ne znači da ona neće ući u neku „svoju“ autonomnu krizu). Kriza je, suprotno predviđanjima, puno jače pogodila Europu nego SAD gdje je bila gotovo dvostruko slabija nego u Europi (realni se BDP-a u Eurozoni smanjio 4,1% a u SAD-u „samo“ -2,4% 2009. – vidjeti sliku 11.). SAD se pritom i brže oporavlja od krize, no tek treba vidjeti hoće li aktualno usporavanje ostaviti trajnijega traga.

O uzrocima krize i dalje postoje veliki prijepori. Prema jednom gledištu, odgovornost je na pohlepnim bankarima koji su zanemarili upravljanje rizicima i dugoročnu perspektivu radi kratkoročne zarade. Prema drugome, odgovornost je na kreatorima politike koji su aktivno promovirali agresivno ponašanje kreiranjem izdašne likvidnosti, (pre)niskim kamatnim stopama i regulacijom koja je napuhala poticaje za hipotekarno kreditiranje. U prilog prvom gledanju govore anegdotalna iskustva o nestanku starog tipa bankarstva u kojem su bankari poznavali svoje klijente i savjetovali ih u njihovom najboljem interesu, a u korist novog, transakcijskog tipa bankarstva u kojem se velike svote sredstava prenose među anonimnim tržišnim sudionicima. Sekuritizacija hipotekarnih zajmova u SAD-u omogućila je povećanje likvidnosti hipotekarnog tržišta, ali i posve razdvojila (zemljopisno, regulacijski, informacijski, mentalno) one koji financiraju američko hipotekarno tržište i preuzimaju rizike (npr. europske i kineske banke), od krajnjih dužnika u SAD-u. Poseban su problem predstavljale rejting agencije koje plaćaju izdavatelji obveznica nastali sekuritizacijom jer su podcijenile rizik takvih izdanja. Međutim, u prilog drugom gledanju o primarnoj odgovornosti političara i regulatora govori politika vrlo niskih kamatnih stopa američke središnje banke FED-a (slika 14.) i niz regulacijskih posebnosti američkoga tržišta. Među potonjima se ističu Fannie Mae i Freddie Mac – bivša privatna dionička društva s javnim ovlastima u promicanju hipotekarnog kreditiranja, koja su od početka 90-tih poslovala izvan dosega regulatornih tijela (Levine, 2010; Rajan, 2010; Tarr, 2010). Fannie i Freddie su kontinuirano kupovale hipotekarne obveznice i davale jamstva za sve vrste hipotekarnih kredita, potičući razvoj tržišta. Financirale su se izdavanjem obveznica s implicitnim državnim jamstvom, privlačeći sredstva ruskih, kineskih i drugih fondova i banaka iz zemalja u razvoju. Izloženost Fannie i Freddie hipotekarnom tržištu procijenjena je na 1,6 bilijuna USD 2008. što je više od 10% američkog BDP-a. Agencije su navodno jamčile za 60%-80% novoodobrenih hipotekarnih kredita u SAD-u 2007., a to de facto znači da su jednostavno „pregazile“ tržište (Rajan, 2010). Agencije je u rujnu 2008. zbog gubitaka dokapitalizirala država i potom su konačno preuzete u državno vlasništvo.

I dalje je otvorena dilema treba li odgovornost za krizu pripisati nereguliranom tržištu ili intervencijama vlade i središnje banke kojima su izazvane velike distorzije.

Politički je smjer razvoja američkog stambenog tržišta određen sredinom 90-tih kada je Zakon o reinvestiranju u zajednici (eng. Community Reinvestment Act) bankama nametnuo kreditne kvote koje su se morale ispuniti zajmovima odobrenim u regijama čiji su stanovnici imali otežan pristup kreditima. Tako su u stotine milijardi dolara hipotekarnih obveznica na poticaj vlade „zapakirani“ do tada nepoznati kreditni rizici koje sami tržišni sudionici bez državne intervencije ne bi nikada preuzeli. Iza svega je stajao politički interes za integracijom rasno, etnički i socioekonomski segmentiranog američkog društva. Broj (registriranih) stanovnika SAD-a zabilježio je nezapamćenu eksploziju s oko 250 milijuna početkom 90-tih na više od 300 milijuna, ili za oko 20% tijekom manje od dva desetljeća, uglavnom zahvaljujući useljavanju. Ta je „ljudska bomba“ proizvela strukturne promjene na stambenom tržištu. Mnogi su siromašniji slojevi, uglavnom imigrantskoga podrijetla, kupovali svoje prve kuće i „osvajali“ nova susjedstva, a mnogi pripadnici srednjega sloja prodavali su svoje prve kuće i selili na „bolja“ mjesta. Velika strukturna stambena promjena u SAD-u bila je dodatno potaknuta snažnim ekonomskim rastom i niskim kamatnim stopama (prva polovica prošlog desetljeća na slici 14.). FED je povijesno niskim kamatnim stopama (oko 1%) nastojao potaknuti rast nakon kratke recesije 2000.-2002., dodatno uplašen događajima 11.

rujna 2000. Takvom je politikom kamatnih stopa neizravno pogodio napuhavanju balona cijena nekretnina.

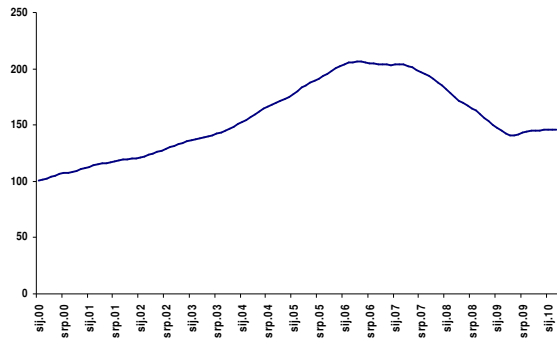
Agencije za kreditni rejting nisu shvatile da tako duboke strukturne promjene ograničavaju primjenu njihovih standardnih modela rizika pri dodjeli rejtinga izdanja hipotekarnih obveznica. Međutim, to nije bio jedini problem s agencijama. Vodeće rejting agencije bile su u sukobu interesa. Istovremeno savjetujući klijente čijim su izdanjima određivale rejting, agencije su došle u poziciju u kojoj više nije bilo jasno jesu li njihovi motivi vođeni kratkoročnom zaradom (agencije su privatna poduzeća), ili dugoročnom reputacijom koja ovisi o kvaliteti i održivosti rejtinga. Rajan (2010) te Dewatripont, Rochet i Tirole (2010) detaljno opisuju kako su agencije davanjem indikativnih prije službenih rejtinga klijentima razotkrivale svoje metodologije, tako da su klijenti mogli naučiti kako strukturirati najlošiji kreditni portfelj za željeni rejting. Time se prosječna kvaliteta imovine u danj klasi kvalitete rapidno kvarila. Levine (2010) je podsjetio na dokaze da rejting nema nikakvu predviđajuću moć (Pinches i Singleton, 1978; Partnoy, 1999). Također je podsjetio kako je američki regulator SEC 1975. spasio nekorisne vodeće agencije od propasti tako što im je dao monopolistička prava na dodjelu rejtinga koje priznaje regulator. To je navodno učinjeno s ciljem uspostave nove regulacije u kojoj će rejting igrati važnu ulogu u promociji poslovanja državnih i kvazidržavnih agencija koje će se financirati izdavanjem vrijednosnica poput spomenutih Fannie Mae i Freddie Mac.

U bankama je veoma teško riješiti odnos vlasnika i menadžera što je posebno došlo do izražaja prilikom određivanja motivacija i bonusa.

I dok najveći dio dosadašnje rasprave ukazuje na javni sektor i regulatore kao glavne krivce za izbijanje aktualne krize, činjenica je da i privatni sektor nije „bez grijeha“. Kao što ističu Dewatripont, Rochet i Tirole (2010), bankarstvo je specifičan posao u kojem se javljaju pozitivne i negativne eksternalije koje je veoma teško mjeriti i nadzirati. Zbog toga je teško očekivati da će odnosi principala i zastupnika (vlasnika i menadžera) prepušteni slobodnoj tržišnoj regulaciji besprijekorno razriješiti problem koordinacije i nepotpunih informacija kao u drugim, pogotovo manjim poduzećima. Kod mnogih banaka, posebno američkih investicijskih, informacijske su asimetrije dovele do pogreške vlasnika u kontroli menadžmenta jer su menadžerske nagrade podešene tako da upravljačke odluke maksimiziraju kratkoročnu dobit bez obzira na moguće rizike koji postaju vidljivi tek u srednjem i dugom roku. To je posebno došlo do izražaja u slučaju Bear Stearns i Lehman Brothers čiji su karizmatični CEO-ovi ujedno bili i značajni vlasnici. Tako je došlo do atrofije u dijelu upravljanja rizicima čija je cjelokupna „filozofija“ utemeljena na kvantitativnim metodama i VAR metodologiji oduvijek bila krajnje upitna (Rebonato, 2007). Loši motivi i loše informacije iznjedrili su loše ponašanje (Dewatripont, Rochet i Tirole, 2010).

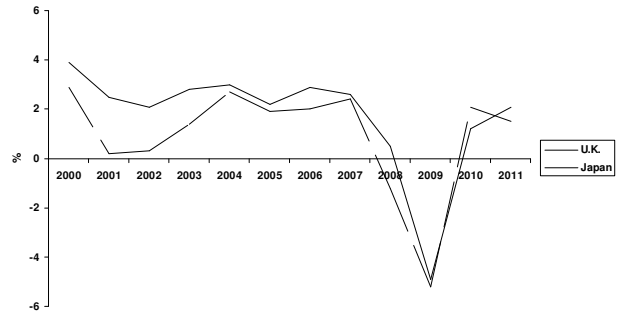
Najmanje će desetak godina istraživanja, istraga i sudskih procesa biti potrebno za prevladavajući stav o tome leži li veća odgovornost za pokretanje krize na pohlepi bankara ili u pogreškama pri vladinim intervencijama. Ako izbijanje krize shvatimo kao pogrešku tržišta, odnosno bankara, zaključit ćemo da je problem bio u deregulaciji i nereguliranom tržištu. Zaključak: problem bi se mogao riješiti novom regulacijom. Međutim, ako krizu shvatimo kao plod pogreške u regulaciji banaka i vođenju politike, zaključit ćemo da je problem bio u metodama državne intervencije, lošim propisima i pretjerano ekspanzivnoj monetarnoj politici FED-a. Pitanje je u svakom slučaju do daljnega otvoreno, a regulatornim ćemo pitanjima posvetiti sljedeći broj HUB Analiza.

Slika 9.: Case-Schiller indeks relativnih cijena nekretnina u SAD-u 2000.-2010., 1/2000=100



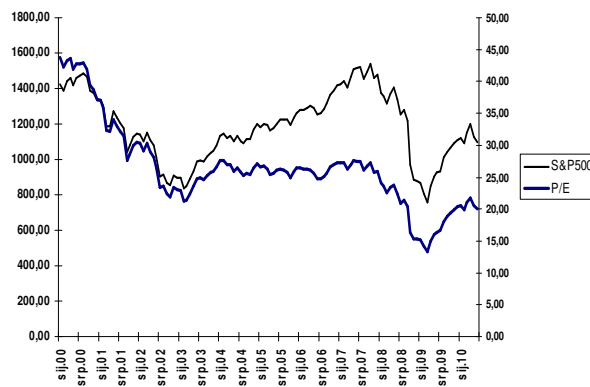
Izvor: Standard&Poor's, www.standardandpoors.com

Slika 12. Realni BDP u Velikoj Britaniji i Japanu – godišnje stope promjene 2000.-2011.*



* Projekcije Eurostata za 2010. i 2011.
Izvor: Eurostat

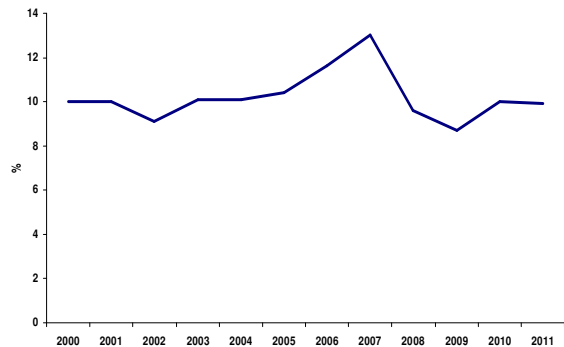
Slika 10.: S&P500 i P/E* 2000.-2010.



* Ciklički prilagođeni omjer cijene i zarade dionica koje ulaze u S&P indeks.

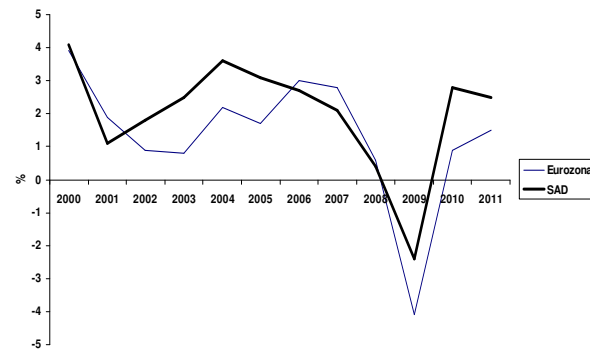
Izvor: Robert Shiller's home page <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>

Slika 13.: Realni BDP Kine – godišnje stope promjene 2000.-2011.*



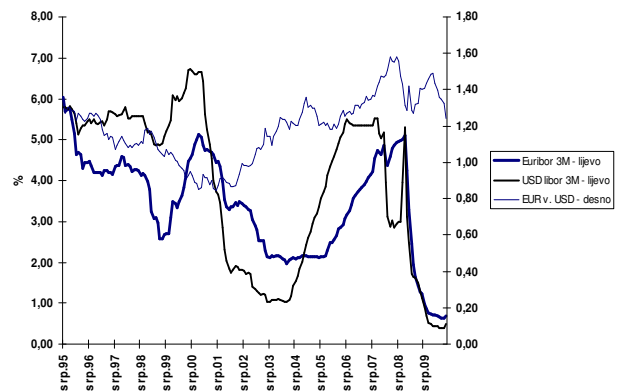
* Projekcije MMF-a
Izvor: World Economic Outlook, April 2010.

Slika 11.: Realni BDP u SAD-u i Europi – godišnje stope promjene 2000.-2011.*



* Projekcije Eurostata za 2010. i 2011.
Izvor: Eurostat

Slika 14.: Kamatne stope i tečaj EUR vs USD 1995. – 2010.



Izvor: HNB, FED i Euribor internet stranica.

O mehanizmima (dosadašnjeg) širenja ove krize manje je prijepora nego o njenim uzrocima. Kriza je pokazala da se dovoljno jak vanjski šok (u ovom slučaju šok neplaćanja hipotekarnih kredita u SAD-u) kao zaraza može proširiti sektorima i institucijama koji su se u prethodnom ciklusu snažno zaduživali. Pokazalo se da snaga gospodarstva i kvaliteta regulacije ne mogu ublažiti problem ako je financijska poluga velika. Mrežna povezanost financijskih tržišta i tržišta roba u globaliziranom je svijetu dostigla razmjere zbog kojih se šokovi šire brzinom i kanalima koji su do jučer bili nezamislivi. Govorimo o pet glavnih mehanizama širenja krize:

1. Izravni realni kanal potaknut financijskim akceleratorom/deceleratorom

Pad tržišne vrijednosti nekretnina i dionica u SAD-u (slike 9. i 10.) smanjio je neto vrijednost i kapacitet za zaduživanje privatnog sektora. Povećanje neto štednje i kolaps tržišta nekretnina te sektora investicijskih banaka utjecali su na kontrakciju proizvodnje i dohodaka u SAD-u, potom na smanjenje američkog uvoza, a kroz to i na smanjenje dohodaka u svim zemljama koje izravno ili neizravno ovise o američkim kupnjama. Potom je i u tim zemljama počeo djelovati negativni akcelerator jer je vrijednost imovine i tamo pala. Vremenski gledano, utjecaji koji su se odvijali putem ovog kanala najviše su se osjetili između sredine 2008. i sredine 2009., kada je američko i globalno gospodarstvo bilo u recesiji. Od druge polovice 2009. započinje izlazak iz recesije i izravni realni kanal sada djeluje s obratnim predznakom – vuče svjetske izvoznike koji prodaju robu SAD-u prema gore. Kao što rast vrijednosti kolaterala povećava kreditiranje, pad ga smanjuje. Mehanizam financijskog akceleratora/deceleratora može djelovati i na ponudu (banke mijenjaju kriterije rizika) i na potražnju za zajmovima (promjena potražnje zbog efekta bogatstva).

Izravni realni kanal i financijski akcelerator djelovali su i na hrvatsko gospodarstvo s negativnim predznakom kroz pad potražnje za izvozom hrvatskih roba i usluga.

2. Bankovni bilančni kanal (kanal gubitaka)

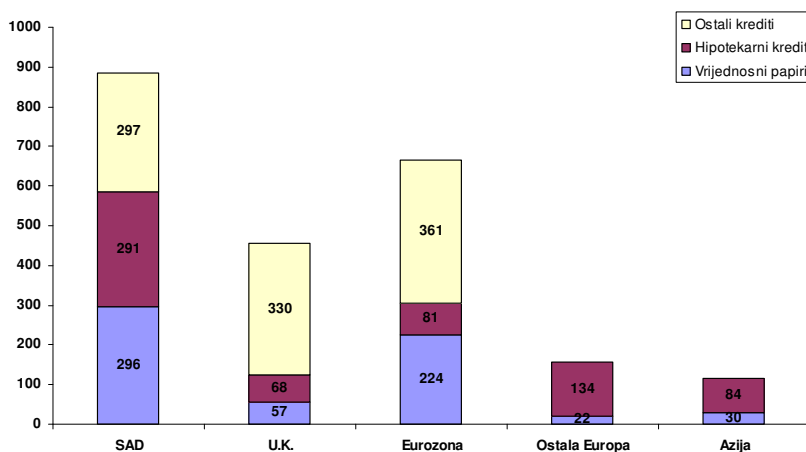
Gomilanje nenaplativih zajmova i brzi pad cijena financijskih imovina izravno su umanjili vrijednost imovine i kapitala financijskih institucija (ponajprije banaka). Zbog toga je propao sektor investicijskih banaka u SAD-u, a kriza je zahvatila i osiguravatelje koji su se putem kreditnih izvedenica izložili užarenim hipotekarnim kreditnim rizicima (npr. najveći osiguravatelj AIG). Prekretnicu u djelovanju ovog kanala označilo je dopuštanje stečaja investicijske banke Lehman Brothers 15. rujna 2008. Do tog trenutka američke su vlasti nastojale spašavati ili barem pomagati u urednom rješavanju (preuzimanju bez stečaja), velikih financijskih institucija (Bear Stearns', Fannie Mae i Freddie Mac), a nastavile su isto činiti i nakon stečaja Lehman Brothersa (AIG, J.P.Morgan, Merrill Lynch ...). Međutim, mogućnost stečaja institucije poput Lehmana proširila je strah od izvanrednih gubitaka na Europu.

Snaga i složenost ove krize pronalaze odraza i u činjenici da se ona širila pomoću čak pet različitih kanala. Prvi – prijenos izravnih realnih šokova međunarodnom ekonomijom uz jačanje efektom financijskog akceleratora, bio je na djelu u Hrvatskoj. No kanal bankovnog gubitka nije djelovao, jer su banke bile otporne i stabilne.

Europske su financijske institucije imale veliku izloženost američkima putem kreditnih izvedenica. Procjenjivalo se da bi propast osiguravatelja AIG-a ugrozila ne samo američke, nego i vodeće europske banke, koje su se kao kupci kreditnih izvedenica izložili upravo AIG-u kao krajnjem platitelju nenaplaćenih potraživanja iz američkih hipotekarnih portfelja. Pritom nitko nije mogao procijeniti koje su i koliko su europske banke izložene američkim hipotekarnim rizicima. Znalo se za gubitke koji su na samom početku krize „pomeli“ kapital u njemačkoj banci IKB (čiji je najveći pojedinačni dioničar državna razvojna banka KfW) i u nekolicini njemačkih federalnih „landesbanaka“. Međutim, sustavne i provjerene informacije nisu postojale, što je značilo da je svaki financijski posrednik u Europi postao sumnjiv. Banke su prestale kreditirati jedna drugu. Da nevolja bude veća, od sredine 2008. i Europu je zahvatila recesija. Tako su se mogući izvori problema u europskim financijskim institucijama popeli na tri: (a) izravna izloženost gubitcima po američkim hipotekarnim instrumentima, (b) izloženost nesolventnim američkim financijskim institucijama, (c) izloženost europskim klijentima koji neće moći vraćati kredite zbog recesije. Zabrinutost za europske banke dobila je potvrdu kada je neposredno nakon propasti Lehmana objavljen početak operacije spašavanja dviju od deset najvećih europskih banaka – britanske Royal Bank of Scotland i belgijsko-nizozemske banke Fortis, praćeno bankrotom banaka na Islandu (zadnji tjedan rujna 2008.). U to su doba započele i „licitacije“ (navodno procjene) o vjerojatnim gubitcima u bilancama banaka na razini cijeloga svijeta. Od početka 2008. do sredine 2009. izlazile su sve lošije nove procjene. Kulminacija se dogodila u listopadu 2009., kada je MMF u *Global Financial Stability Report*-u procijenio ukupne gubitke banaka na 2,8 bilijuna USD ili 5,1% ukupnoga portfelja međunarodnih banaka. U međuvremenu su se pojavili prvi znaci izlaska iz recesije i analitičari MMF-a su odmah smanjili procjenu gubitaka za 500 milijardi USD. To znači da bi se procjene gubitaka mogle dalje smanjivati ako svijet izbjegne recesiju s dvostrukim dnom. No raspored gubitaka na slici 15. u svakom slučaju prikazuje da su europske banke bile više pogođene krizom nego američke.

Europske su banke na kraju zabilježile veće gubitke od američkih. Na njih su se gubici prenijeli trima kanalima: izravnim izlaganjem američkim hipotekarnim instrumentima, izlaganjem nesolventnim američkim financijskim institucijama i izlaganjem europskim klijentima koji zbog duboke recesije nisu mogli vraćati kredite.

Slika 15. MMF-ove procjene gubitaka banaka 2007.-2010. u mlrd USD



Napomena: Kod banaka u ostaloj Europi i Aziji podatci ne sadrže prikaz podjele kredita na hipotekarne i ostale pa su ukupni gubici pripisani hipotekarnim kreditima. Kod banaka u SAD-u i Eurozoni najveći se dio ostalih kredita odnosi na izloženosti prema inozemstvu.

Izvor: Global Financial Stability Report, April 2010: t. 1.2., str. 12.

Bilančni odnosno kanal gubitaka djeluje tako da gubitci dovode do nesposobnosti banaka da nude nove rizične kredite. Banke nisu u stanju nuditi nove kredite klijentima dok im se ne obnovi kapital. Riječ je o negativnome šoku ponude na kreditnom tržištu koji je potencijalno bio najizraženiji od trenutka kulminacije krize u rujnu 2008. do trenutka kada su sve razvijene zemlje uspostavile fondove za dokapitalizaciju banaka na proljeće 2009.

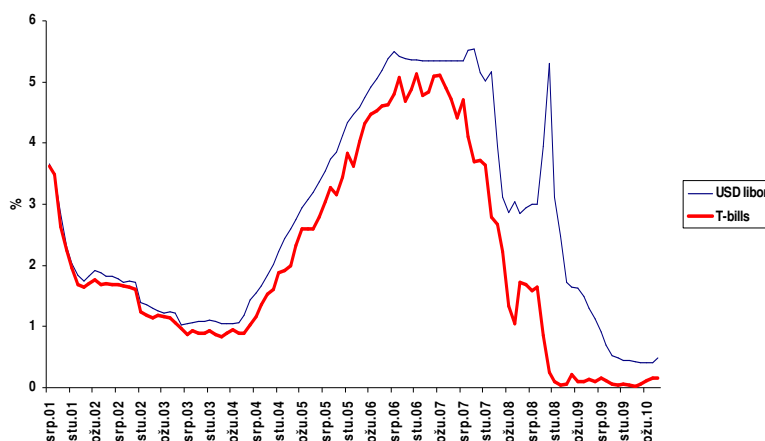
Ovaj kanal nije imao snažno djelovanje u Hrvatskoj što je omogućilo bankama da tijekom najvećega dijela krize udovolje kvalificiranoj potražnji za zajmovima i odigraju stabilizirajuću ulogu kao što je opisano u prvom poglavlju.

3. Kamatni kanal

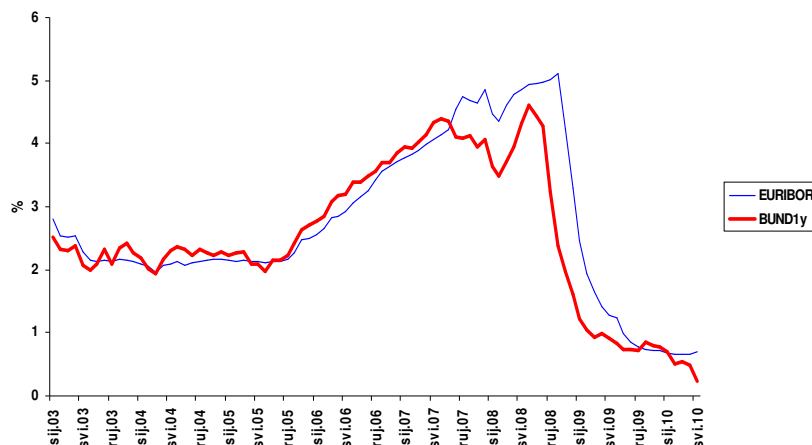
Djelovanje bilančnog kanala širenja krize ne bi trebalo pobrkati s djelovanjem kamatnog kanala koji djeluje na posve drukčiji način. Kriza je „pomela“ i banke koje su bile pretjerano izložene kamatnim rizicima i rizicima likvidnosti koje su se zaduživale na kratak rok. Iako su središnje banke (osobito FED) brzo reagirale na krizu obaranjem temeljnih kamatnih stopa (slika 16.), u razvoju ove krize otvarala su se razdoblja u kojima su se kamatne stope međubankovnog tržišta novca zadržavale vrlo visoko, bez obzira na poteze središnjih banaka (razlika linija na slikama 16. i 17.). Situacije rastućih „spreadova“ snažno su pogađale banke poput britanske Northern Rock propale još 2007. i banaka na Islandu. One su morale plaćati visoke kamatne stope na izvore i bilježiti gubitke, ili su im tržišta bila posve zatvorena što ih je vodilo u nelikvidnost i stečaj. Kamatni je kanal djelovao slično kao bilančni kanal, ali ne kreditnim nego kamatnim rizikom. Tako su u probleme ušle i ranjive banke koje nisu imale značajniju izloženost rizicima američkoga hipotekarnog tržišta. Northern Rock je propala jer je morala izdvojiti vrlo malo kapitala nakon primjene IRB pristupa Basela II (Dewatripont, Rochet i Tirole, 2010), tako da je kombinacija malog rizika likvidnosti i kamatnog rizika u krizi uzrokovala nesolventnost (Basel II posve zanemaruje rizik likvidnosti). Ništa nalik kamatnom kanalu nije djelovalo u Hrvatskoj i niti jedna od banaka majki nije se financirala na sličan način kao Northern Rock.

Kamatni kanal prijenosa krize nije bio na djelu u Hrvatskoj jer se niti jedna banka niti njena banka majka nisu financirale „kockanjem duž krivulje prinosa“ odnosno kombinacijom rizika likvidnosti i kamatnog rizika kao što je to na primjer radio britanski Northern Rock.

Slika 16. Prinos na jednomjesečni zapis američke riznice i USD libor 2001.-2010.



Slika 17. Prinosi na jednogodišnji zapis njemačke vlade i EURIBOR 2003.-2010.



Izvori: Bundesbank, Board of Governors of Federal Reserve System.

4. Fiskalni kanal

U aktualnoj fazi krize, tri godine nakon njezina početka, na djelu je eskalacija fiskalnih problema. Kanal koji povezuje bankovnu i fiskalnu krizu vrlo je složen jer počiva na tri vrste veza. Prva nastaje zbog rasta deficita i javnog duga uslijed pada poreznih prihoda. Smanjenje poreznih prihoda nastaje zbog smanjenja ekonomske aktivnosti koja pada pod djelovanjem ovdje opisanih transmisivskih kanala. Druga veza nastaje zbog povećanih javnih izdataka za operacije spašavanja financijskih institucija. Takve operacije u pravilu povećavaju javni dug radi financiranja ulaganja u banke koje se pokušava spasiti.⁴ Treća veza nastaje zbog toga što mnoge vlade odlučuju reagirati na krizu fiskalnom ekspanzijom nadajući se da će tako povećati agregatnu potražnju (tj. kompenzirati pad privatne potražnje). Međutim, takve fiskalne akcije povećavaju deficit i javni dug otvarajući pitanje njihove dugoročne održivosti, kao i u slučaju prve veze.

Druga i treća veza u okviru fiskalnog kanala imaju potencijal povećanja outputa (ili smanjenja njegova pada) u kratkom roku. Međutim, dugoročni efekti fiskalne ekspanzije mogu imati suprotan učinak ako javnost ne percipira fiskalnu ekspanziju i s njom povezan rast javnoga duga kao održive.⁵ U tom slučaju govorimo o nedostatku fiskalne vjerodostojnosti koja može potaknuti pesimistična očekivanja i imati negativne posljedice po BDP. Pogotovo ako je fiskalno djelovanje snažno. Reinhart i Rogoff (2009) pronalaze vrlo jak odgođeni fiskalni učinak financijskih kriza tijekom tri godine nakon izbijanja financijske krize. Izračunali su da se u tom razdoblju realni javni dug u prosjeku povećava za čak 86% nakon tipične krize.

Pad poreznih prihoda i povećanje deficita otvorili su pitanje održivosti javnih financija odnosno javnog duga; rast premije rizika imao je izravni negativni učinak, no manjak fiskalne vjerodostojnosti mogao je dodatno umanjiti sklonost potrošnji i investiranju.

⁴ Sama po sebi, takva operacija nije problematična ako početna visina javnog duga nije previsoka. Međutim, operacije spašavanja banaka uvijek otvaraju pitanje moralnog hazarda – neće li očekivanja banaka da ih spasi država pospješiti njihova prerizična ponašanja u budućnosti?

⁵ Detaljniju raspravu o tome vidjeti u: HUB Analize br. 24., www.hub.hr

Dosadašnje iskustvo u ovoj krizi potvrđuje da će se ova povijesna pravilnost ponovno potvrditi iako je pitanje konačnog postotka za sada otvoreno. Takva povećanja javnoga duga u pravilu otvaraju pitanje dugoročne održivosti fiskalne pozicije i skraćuju razdoblje u kojemu fiskalni poticaj može imati pozitivan učinak na gospodarstvo.

Prva veza u okviru fiskalnog kanala – pad javnih prihoda, imala je jak negativan učinak u Hrvatskoj. Izostale su druge veze koje u okviru fiskalnog kanala imaju kratkoročno pozitivne učinke na ekonomsku aktivnost. Ostala je djelovati samo prva veza koja zbog širenja deficita i otvaranja pitanja njegove održivosti ima negativan učinak. Taj je učinak vjerojatno dodatno pojačan djelovanjem kanala kompleksnosti.

5. *Kanal kompleksnosti*

U svijetu umreženih institucija i tržišta ekonomski sustav razvija i autonomne mehanizme prijenosa krize. Oni djeluju drukčije od prethodna četiri kanala koja djeluju linearno. To znači da snaga šoka nakon prvoga udara jenjava, te sustav teži smirivanju u novoj ravnoteži. Međutim, u kanalu kompleksnosti stvaraju se sekundarni nenamjeravani i nelinearni učinci kao plod koordinacijskih pogrešaka među akterima u sustavu. Učinci u kanalu kompleksnosti mogu pokrenuti dinamiku sustava u neočekivanom smjeru i odvesti ga daleko od ravnoteže.

Kanal kompleksnosti vrlo je vjerojatno pojačao djelovanje fiskalnog kanala u Hrvatskoj.

Na primjer, pad outputa i zaposlenosti induciran u okviru izravnog realnog kanala zbog djelovanja financijskog akceleratora može dodatno potaknuti pad cijena financijskih imovina. Novi krug smanjenja cijena financijskih imovina dodatno će smanjiti neto bogatstvo odnosno neto vrijednost potencijalnih dužnika i njihovu sposobnost za zaduživanje, a to će dodatno smanjiti dohodak. Ponavljanjem takvih krugova može se uspostaviti spirala pada neto vrijednosti (spirala je metafora za nelinearnost). Prema tome, financijski akcelerator može ući u fazu spiralnog djelovanja (Bernanke i Blinder, 1988). Bernanke, Gertler i Gilchrist (1996) pokazali su da mali početni pad cijena financijskih imovina u konačnici može dovesti do velikih fluktuacija outputa ako u financijskom sustavu postoje transakcijski troškovi i nepotpune informacije. Slično su pokazali i Kiyotaki i Moore (1997) inspirirani padom cijena nekretnina i zemljišta u Japanu 90-tih.

Spiralne učinke promjena cijena imovina treba razlikovati od endogenih kreditnih fluktuacija. Endogeni kreditni ciklus (Minsky, 1977; Kindleberger, 1978) na koji podsjećaju Schularick i Taylor (2009) nastaje zbog toga što je budućnost inherentno opterećena rizicima kojima nitko ne može savršeno upravljati (nulti gubitak na kreditnom portfelju može nastati samo kao puka slučajnost, a u igri velikih brojeva slučajja nema). Zbog toga kreditna ekspanzija sadrži zametak buduće krize koja se pretvara u neizbježnu korekciju zbog prošlih pogrešaka u predviđanju budućnosti. U stvaranju tih pogrešaka sudjeluju i dužnici i kreditori.

Djelovanje negativnog financijskog akceleratora i endogenog kreditnog ciklusa može inducirati nelinearne učinke koji mogu biti jednako jaki ili čak i jači od primarnih efekata. Na primjer, formiranje spirale pada vrijednosti imovina može dodatno povećati rizike i uzrokovati rast kamatnih stopa (koji središnja banka neće moći spriječiti), a to može pogoršati negativne učinke koji djeluju kroz bilančni, kamatni i fiskalni kanal.

U Hrvatskoj je ovaj kanal vjerojatno djelovao kroz interakciju prve veze u okviru fiskalnog kanala i financijskog akceleratora/deceleratora. Opisani negativni učinak širenja deficita i otvaranja pitanja njegove održivosti koji se materijalizira kroz rast premije rizika i neizvjesnosti koje smanjuju investicije i potrošnju, vjerojatno je dodatno djelovao na pad vrijednosti svih vrsta imovina.

III. Tržište kredita u krizi

Sljedeći shematski prikaz povezuje mehanizme širenja krize s učincima na kreditnom tržištu. Prikaz pruža okvir za interpretaciju podataka prikazanih u prvom poglavlju, gdje je pokazano da su krediti u nekim zemljama u Srednjoj i Istočnoj Europi i Hrvatskoj tijekom ove krize imali stabilizirajući učinak. Pokazuje se da bilančni i kamatni kanal djeluju dominantno na strani ponude kredita, dok izravni realni kanal (financijski akcelerator) i fiskalni kanal mogu imati učinke i na ponudu i na potražnju za kreditima. Oznaka X(cro) unesena je u polja za koja pretpostavljamo da opisuju područja sa snažnim djelovanjem u Hrvatskoj.

Sistematski prikaz mehanizama širenja krize

Kanal kompleksnosti	Glavni kanali	Kratak opis	Učinak na tržište kredita	
			Na strani ponude	Na strani potražnje
Spirala pada vrijednosti kolaterala X(cro)	Izravni realni kanal (financijski akcelerator)	Zbog pada neto bogatstva (vrijednosti kolaterala) smanjuju se i ponuda i potražnja na tržištu kredita; pad američke potražnje utječe na cijeli svijet	DA	DA X(cro)
Recesijski impulsi koji nastaju u izravnom, kamatnom i fiskalnom kanalu dodatno kvare kvalitetu aktive	Bilančni kanal (kanal gubitaka)	Banka opterećena gubitcima i manjkom kapitala ne može odobravati nove zajmove	DA	
Rast premija rizika u fiskalnom kanalu pojačava negativne učinke koji se javljaju u kamatnom kanalu	Kamatni kanal	Banka čiji izvori pretjerano zavise o financiranju putem tržišta novca natprosječno je izložena kamatnim rizicima, pa u razdoblju visokih premija rizika bilježi gubitke	DA	
Recesijski impulsi nastali u svim ostalim kanalima stvaraju povratnu spregu koja kroza sve tri veze pojačava djelovanja kroz fiskalni kanal X(cro)	Fiskalni kanal	Padaju fiskalni prihodi, rastu ukupni izdatci i izdatci za spašavanje banaka, raste javni dug i nepovjerenje u javne financije – raste cijena zaduženja i premije rizika	DA	DA X(cro)

Shematski prikaz ukazuje na moguća objašnjenja činjenice da je negativni kreditni šok u Hrvatskoj uglavnom nastao kao šok potražnje, dok je na strani ponude dominiralo stabilizirajuće djelovanje banaka koje sigurno nije dodatno produbljivalo krizu, a moguće je i da ju je ublažilo. Takav je odnos bio moguć ako su u krizi u Hrvatskoj najjače funkcionirali izravni realni kanal, financijski akcelerator, fiskalni kanal i kanal kompleksnosti, tj. ako nije bilo snažnog djelovanja kamatnog i bilančnog kanala čije se djelovanje snažno reflektira na strani ponude kredita. Logično slijedi da je kontrakcija ponude kredita mogla imati ulogu poticatelja krize u zemljama u kojima dominiraju bilančni i kamatni kanal. Takvo djelovanje u Hrvatskoj nismo vidjeli što je omogućilo bankama da odigraju stabilizacijsku ulogu.

Za razliku od Hrvatske, SAD i EU ove godine još nisu profilirale uzlaz kreditnog ciklusa iako je kontrakcija ekonomske aktivnosti bila manja u tim zemljama nego u Hrvatskoj.

Očiti kandidati za ulogu poticatelja krize su kreditna tržišta u najrazvijenijim zemljama (ponajprije SAD, a zatim i neke europske zemlje u kojima su bilančni i kamatni kanal dominirali nad ostalima – Velika Britanija, Island, Njemačka, Nizozemska, Švicarska itd.). Zbog toga u ovom poglavlju uspoređujemo kretanja kredita, kapitalizacije i profitabilnosti u bankama u Hrvatskoj s bankama u najrazvijenijim zemljama.

Slike 18. i 19. prikazuju kreditni ciklus u SAD-u i Eurozoni. Ciklus je identificiran pomoću HP filter tehnike analogno prikazu za Hrvatsku na slici 1. i prema razdoblju koje je korišteno u identifikaciji kreditnih šokova na slici 2. u prvom poglavlju (2000:1 – 2010:3). Prvi pogled na slike 18. i 19. pokazuje da u prvom kvartalu ove godine ni u SAD-u ni u Eurozoni još nije bio profiliran uzlazni dio novoga kreditnog ciklusa. Nadalje, slika 20. pokazuje usporedbu snage negativnih kreditnih šokova u Hrvatskoj, SAD-u i Eurozoni zaključno s prvim kvartalom 2010.⁶ Podatci jasno pokazuju da je negativni kreditni šok u Hrvatskoj (-4,7%) u tom trenutku djelovao s marginalno većim intenzitetom nego u SAD-u (-4,3%) i Eurozoni (-3,3%) iako je kontrakcija outputa u Hrvatskoj bila puno veća nego u najrazvijenijim zemljama (prema tome bi bilo logično očekivati puno jaču kontrakciju kredita). Tome treba dodati i činjenicu da su mogućnosti za ekspanzivne intervencije središnjih banaka bile nerazmjerno veće u SAD-u i Eurozoni nego u Hrvatskoj, o čemu detaljnije raspravljamo u sljedećem poglavlju.

Logično objašnjenje ovakvih relacija jest puno veća robusnost sustava na strani ponude kredita u Hrvatskoj nego u SAD-u i Eurozoni. Dokaz za to pronalazimo u kretanju povrata na aktivu i neto kamatne marže 2006. – 2009. (slike 21. – 23.). Slike pokazuju snažnu kontrakciju profitabilnosti banaka koja je u SAD-u i Eurozoni praćena rastom neto kamatne marže u krizi. U Hrvatskoj su kretanja bitno drukčija: kontrakcija profitabilnosti bila je puno blaža (nije bilo djelovanja bilančnog i kamatnog kanala). Zbog manjih izravnih udara banke su mogle apsorbirati negativni udar premije rizika tijekom krize i izbjeći rast neto kamatne marže.⁷ Zahvaljujući takvom ponašanju banaka, na strani ponude kredita pojavio se snažan stabilizirajući učinak.

⁶ Metoda je ista kao u prvom poglavlju. Ocjenjuje se HP trend na mjesečnim podacima od siječnja 2000. do ožujka 2010. i šok se računa kao prosječno postotno odstupanje desezoniranih mjesečnih podataka od trenda u prvom kvartalu zadnje godine.

⁷ Podatci za SAD i Hrvatsku konstruirani su na usporediv način. Jedina je razlika, zbog koje su moguća minimalna odstupanja u odnosu na službene podatke HNB-a, u tome što Arhivalitika za izračune koristi podatke iz tromjesečnih statističkih izvješća. No razlike

Kako je takav učinak moguć ako su nominalne kamatne stope u krizi blago narasle? Nominalne su kamatne stope na kredite u SAD i EU zabilježile snažan pad (slijedeći poteze središnjih banaka), a u Hrvatskoj blagi rast (zbog rasta premije rizika).⁸ Međutim, u statistikama se izvještava o brojnim različitim kamatnim stopama na novoodobrene kredite, a takvih je u vrijeme krize relativno malo. U SAD i EU ih je odobravao manji broj zdravih banaka koje koriste niske kamatne stope tržišta novca i plasiraju kredite po bitno nižim stopama od onih u prošlosti ne bi li otele klijente bankama koje su u problemima i koje otežano ili nikako ne odobravaju kredite. Stoga statistički podatci o kamatama u krizi ne govore ništa o tome što se stvarno događa s kreditima. Za sposobnost bankovnog sustava da generira novi kreditni ciklus puno je važnija neto kamatna marža koja predstavlja mjeru kamatne politike na cjelokupnom imovinskom portfelju banaka. Marža ovisi o razlici između aktivnih i kamatnih stopa, pa proporcionalne promjene aktivnih kamatnih stopa do kojih dolazi zbog promjene pasivnih kamatnih stopa nemaju utjecaja na maržu. Na promjenu neto kamatne marže utječu samo dublje promjene u bankarskom sustavu kao što su troškovi ili gubitci koji djeluju putem bilančnog i kamatnog kanala, i zahtijevaju rast marže ne bi li se kroz povećani neto prihod nadomjestio izgubljen kapital. Slike pokazuju taj učinak u SAD-u i Eurozoni, dok isti iz već spomenutih razloga u Hrvatskoj izostaje.

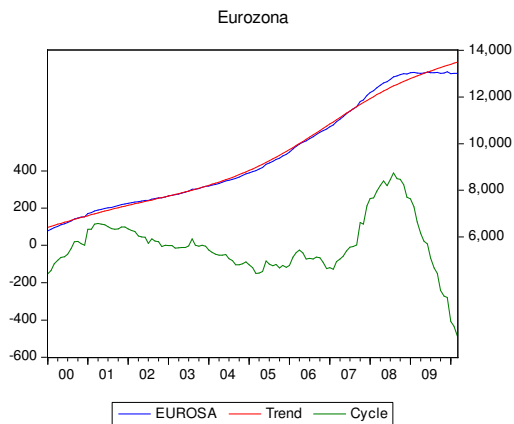
Slična snaga kreditnog šoka kao u SAD-u, uz zadržavanje veće profitabilnosti (odnosno izbjegavanje većih gubitaka) hrvatskih banaka u žarištu krize, omogućili su poslovanje bez povećanja neto kamatne marže; njezino je povećanje u razvijenim zemljama bilo nužno radi obnove kapitala banaka.

Teorijska razmatranja u prilogu na kraju rada pokazuju da objašnjenje za ovakva kretanja nije moguće pronaći u okviru standardnog modela parcijalne ravnoteže na tržištu kredita. Drugim riječima, kreditno tržište ne funkcionira poput bilo kojeg drugog tržišta na kojemu cijena izjednačava ponudu i potražnju čime je određena količina kojom se trguje. Ova je činjenica teorijski objašnjena prije gotovo trideset godina. Stiglitz i Weiss (1981) predstavili su model u kojem specifična vrsta rizika, odnosno asimetričnih informacija – negativna selekcija, potiče banke da kamatnu stopu drže ispod ravnotežne razine koja bi se uspostavila da nema asimetričnih informacija. Uz takvu nižu kamatnu stopu postoji permanentan višak potražnje za kreditima (vidjeti detaljnije u prilogu). A uz permanentan višak potražnje sposobnost ponude (tj. banaka) da apsorbiraju šokove omogućuje pojavu relativno stabilnih kredita unatoč varijacijama potražnje i premije rizika (hrvatski slučaj). S druge strane, rigidnost banaka u krizi proizvest će fluktuacije kredita čak i ako su šokovi potražnje slabiji u uvjetima pada kamatnih stopa tržišta novca (slučaj SAD-a i EU). Takva mogućnost otvara posve novi pogled na problem učinkovitosti monetarne politike čiji se utjecaj na tržište kredita preko tržišta novca pokazuje vrlo ograničenim.

su minimalne i ne utječu na zaključke. Podatci za EU nisu potpuno usporedivi: (1) u nazivniku NIM-a koristi se rizična izloženost, (2) podacima se obuhvaćaju samo velike paneuropske bankovne grupacije koje zbog ekonomije obujma u pravilu imaju niže neto kamatne marže. Zbog toga, kada je riječ o EU treba zaključivati samo na temelju podataka o promjenama indikatora u vremenu.

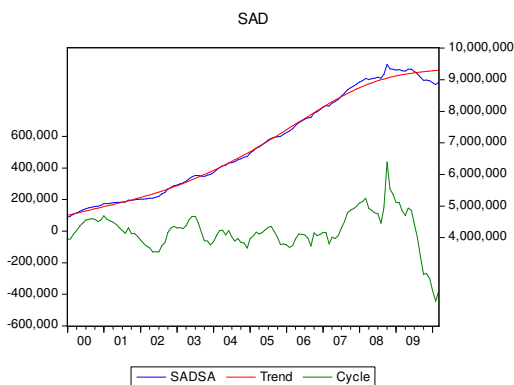
⁸ Vidjeti detaljnije HUB Analize br. 23.

Slika 18. Trend i ciklus kredita u Eurozoni 2000:1 – 2010:3



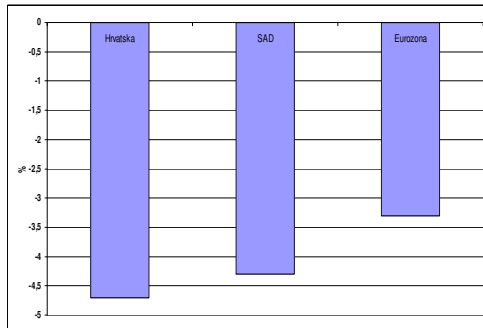
Izvor: IFS MMF-a i izračunni Arhivanalitike

Slika 19. Trend i ciklus kredita u SAD-u 2000:1 – 2010:3



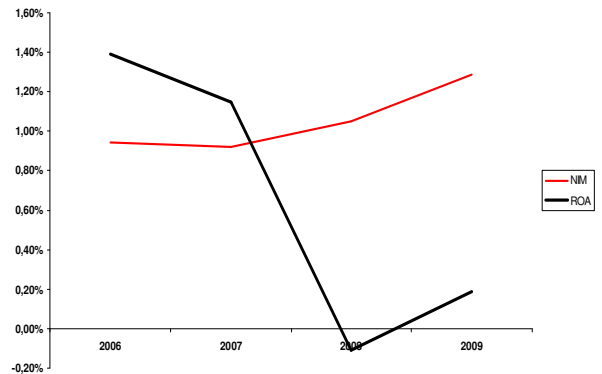
Izvor: www.federalreserveboard.gov i izračuni AA

Slika 20. Snaga negativnog kreditnog šoka u Hrvatskoj, Eurozoni i SAD-u, Q1:2010



Izvor: izračuni Arhivanalitike

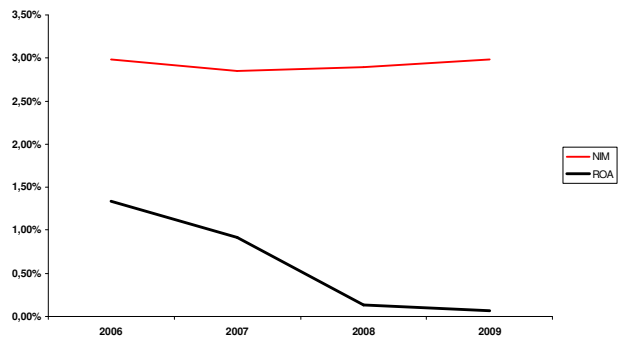
Slika 21. ROA i neto kamatna marža (NIM) banaka u Eurozoni 2006.-2009.



Izvor:

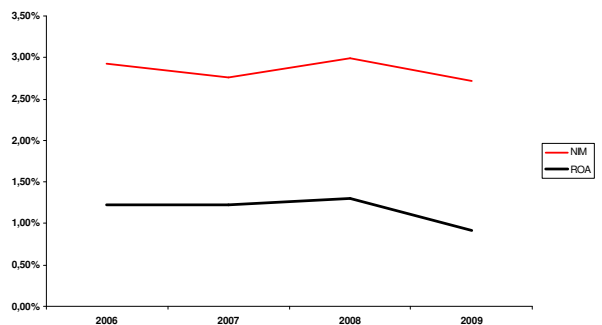
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview201006en.pdf>, Tablica S5, S30-S31.

Slika 22. ROA i neto kamatna marža (NIM) banaka u SAD-u 2006.-2009.



Izvor: <http://www2.fdic.gov/SDI/SOB/>, izračuni AA.

Slika 23. ROA i neto kamatna marža (NIM) banaka u Hrvatskoj 2006.-2009.



Izvor: www.hnb.hr, izračuni AA⁹

⁹ Vidjeti fusnotu na prethodnoj stranici za metodološka pojašnjenja.

IV. Paradoks monetarne ekspanzije

Neravnoteža na tržištu kredita i različiti učinci asimetričnih informacija na različitim tržištima imaju jak učinak na učinkovitost monetarne politike. Jedna od najvažnijih pouka ove krize odnosi se na dokaz o ograničenoj moći monetarne politike pri utjecanju na tržište kredita. Ponuda kredita u ovoj krizi imala je stabilizirajuće djelovanje na neočekivanim mjestima kao npr. u Hrvatskoj, gdje je monetarna politika tradicionalno neučinkovita pri pokušaju utjecanja na dinamiku kredita. S druge se strane pokazalo da je negativni kreditni šok bio neočekivano jak u državama za koje obično smatramo da imaju vrlo učinkovitu monetarnu politiku koja relativno brzo i jeftino proizvodi efekte na kreditnom tržištu. Ova je kriza pokazala da je prijenos s tržišta novca na tržište kredita puno teži i kompleksniji nego što se ranije pretpostavljalo.

FED i ECB tijekom protekle tri godine na jedinstvene su načine pokušavale ukrotiti krizu. Pad nominalnih kamatnih stopa izazvali su monetarnom ekspanzijom neviđenih razmjera. Na primjer, bilanca FED-a je na dan 31.12.2009. bila 147,8% veća nego na dan 31.12.2007. Usporedbe radi, bilanca HNB-a je u istom razdoblju povećana za samo 4,7%.

Podatci u tablici 2. pružaju uvid u promjene bilančne strukture središnjih banaka. Prikazane slučajeve FED-a i HNB-a možemo smatrati reprezentativnima za ovu krizu. FED reprezentira središnju banku velike zemlje ili valutnoga područja koja uživa autonomiju u borbi protiv krize i može tolerirati velike varijacije valutnoga tečaja. HNB reprezentira središnju banku male i otvorene zemlje čija je autonomija ograničena strahom od produbljivanja financijske krize u slučaju eskalacije valutne krize. Zbog toga inozemna aktiva (međunarodne pričuve) ostaje glavna komponenta aktive takve središnje banke.

Povećanje bilance FED-a dogodilo se tijekom 2008. Primarni je novac tada kreiran aukcijskim i ostalim kreditima bankama. FED je prilagodio svoj instrumentarij intervencijama prema investicijskim bankama koje su padale pokošene prvim udarom krize. U 2009. godini došlo je do obrata: uloga kredita bankama drastično je pala. Razlog je u konsolidaciji sektora velikih investicijskih banaka u SAD-u: opstali su samo zdravi Goldman Sachs i Morgan Stanley, dok su druge velike investicijske banke pripojene drugim financijskim institucijama (u sjećanjima je najviše ostao nestanak slavnog investicijskog brenda Merrill Lynch koji je kupila Bank of America). Tako je tijekom 2009. došlo do smanjenja kredita bankama i povećanja ulaganja u državne obveznice i obveznice federalnih agencija. No, ponajprije su rasle FED-ove kupnje hipotekarnih obveznica. Te su pozicije povećane na 910 milijardi dolara tijekom 2009. Njihova se vrijednost u bilanci FED-a gotovo izjednačila s ukupnom vrijednošću gotovine u optjecaju (te bismo na razini metafore mogli govoriti o tome da je dolarski cash „pokriven“ američkim hipotekarnim obveznicama – naravno, to je samo metafora jer o pokriću treba razmišljati kroz cjelokupnu strukturu aktive središnje banke). Kod HNB-a ne vidimo ništa slično.

Ova je kriza pokazala da je prijenos monetarnih impulsa s tržišta novca na tržište kredita puno teži nego što se prije mislilo, čak i u državama za koje je uvriježeno mišljenje da imaju vrlo učinkovitu monetarnu politiku.

Tablica 2. Struktura bilanci FED-a i HNB-a 2007. – 2009.

	FED (mln USD)			HNB (mln HRK)		
	31.12.2007.	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2007.	31.12.2008.	31.12.2009.
AKTIVA – ukupno	919 694	2 298 625	2 278 896	72 425	66 886	75 828
Državne obveznice	754 605	475 961	776 583			
Obveznice federalnih agencija	0	20 262	159 876			
Hipotekarne obveznice	0	0	909 575			
Aukcijski i ostali krediti bankama	64 364	1 118 821	164 051	4 178	14	14
Ostala aktiva	100 725	683 581	268 811	69	66	6
Inozemna aktiva	0	0	0	68 178	66 806	75 808
Memo:						
Odabrane komponente pasive						
- gotovina u optjecaju	825 624	888 933	929 568	16 008	17 051	15 282
- rezerve banaka	5 865	847 859	1 069 398	35 916	32 692	40 860
- od toga: višak rezervi				8 344	9 580	13 600
Primarni novac M0	831 849	1 736 792	1 998 966	51 924	49 743	56 142
Novčana masa M1	1 394 000	1 619 000	1 722 000	57 878	55 222	47 182
Monetarni multiplikator (M1/M0)	1,68	0,93	0,86	1,11	1,11	0,84

Izvor: www.hnb.hr i www.federalreserveboard.gov.

FED-ova monetarna ekspanzija nije bila učinkovita. Monetarni multiplikator M1 pao je s relativno visokih 1,68 potkraj 2007. na 0,93 potkraj 2008. Premda oduvijek puno veći nego u Hrvatskoj, monetarni je multiplikator na kraju 2008. u SAD-u pao ispod hrvatskoga, a u 2009. zadržao se na približno istoj razini (0,86 u SAD-u naspram 0,84 u Hrvatskoj). To je povijesni kuriozitet koji u tehničkom smislu možemo objasniti puno bržim rastom primarnoga novca od novčane mase, što zapravo znači da su rezerve banaka kod središnje banke rasle puno brže od depozitnoga novca. Suštinski to znači da monetarni aktivizam FED-a nije uspio pokrenuti proces monetarno-kreditne multiplikacije. Sjetimo se da je snaga negativnoga kreditnog šoka u SAD-u gotovo jednaka onoj u Hrvatskoj, bez obzira na eklatantnu razliku u načinu vođenja monetarne politike i različitom padu BDP-a u dvije zemlje. Točno je da je novčana masa M1 u SAD-u tijekom 2008. i 2009. nastavila svoj rast, dok se u Hrvatskoj tijekom 2008. blago smanjila, a potom u 2009. snažno podbacila. No, te razlike ne treba pripisati monetarnoj politici. One su određene faktorima koji djeluju na strani potražnje za novcem, a ne na strani njegove ponude.

Prvi čimbenik koji djeluje na strani potražnje je potražnja za gotovim novcem. Podatci u gornjoj tablici pokazuju da je potražnja za dolarskom gotovinom u krizi kontinuirano rasla, što objašnjavamo činjenicom da prostor cirkulacije dolara nije samo SAD, nego cijeli svijet. U krizi raste potražnja za gotovinom svjetskih valuta zbog straha (potražnja iz opreza) i relativnog povećanja sive ekonomije. Drugi čimbenik koji je djelovao na strani potražnje je promjena strukture imovinskih portfelja. Američka kućanstva i tvrtke u svojim su imovinskim portfeljima prije krize držali puno više novčanih supstituta – likvidnih vrijednosnih papira i udjela u fondovima. Kriza se očitovala bijegom iz supstituta u sigurnije ulagačke oaze među kojima su i transakcijski računi i kratkoročni depoziti. Sličan se bijeg s tržišta kapitala dogodio i u Hrvatskoj, no u strukturi naših portfelja kunski se depozit ne percipira kao sigurna oaza nego financijska imovina „bježi“ u devizne depozite koji

Iako je prošao kreditni lom, SAD je zabilježio rast novčane mase, no to se kretanje ponajprije mora objasniti promjenama na strani potražnje za novcem, a ne željama kreatora politike na strani ponude.

se obračunavaju izvan M1. Novčana je masa zbog toga u Hrvatskoj smanjena, dok je u SAD-u povećana jer je FED podržao proces „remonetizacije“ otkupom obveznica koje više nitko nije želio u portfelju. Treći faktor koji je djelovao na strani potražnje je transakcijska potražnja za novcem – pad aktivnosti u SAD-u bio je najmanji među razvijenim zemljama.

Monetarna se politika pokazuje posve neučinkovitom ako se mjeri kroz prizmu monetarnog multiplikatora koji je u jednom trenutku bio jednak u SAD- u i Hrvatskoj.

Prema tome, ako monetarni multiplikator interpretiramo kao zbirni pokazatelj učinkovitosti monetarne politike, vidimo da se učinkovitost monetarne politike u vodećoj monetarnoj sili svijeta od 2007. do danas svela na razinu Hrvatske. Ne ulazeći ovdje u pitanje koliko je ta pojava privremena ili trajna, moramo primijetiti da iza svega stoji i dodatni problem kvalitete aktive središnje banke.

Hipotekarne obveznice kupljene od banaka čine 40% aktive FED-a. Očito je da se na tom rizičnom portfelju može dogoditi gubitak, baš kao što se ECB-u može dogoditi gubitak na grčkim obveznicama koje otkupljuje. Na žalost, pravila vrednovanja i ponašanje temeljnih kreditnih portfelja koji stoje u podlozi američkih hipotekarnih obveznica i dalje nisu transparentni, pa nije moguće zaključiti puno toga što bi bilo analitički dobro zasnovano. U javnosti se povremeno pojavljuju informacije koje ukazuju na to da su intervencije na vrhuncu krize, neposredno nakon propasti Lehman Brothersa, bile vrlo profitabilne. Američki je državni interventni fond TARP objavio veliku očekivanu zaradu na dokapitalizaciji Citigroupa. Deutsche Bank Research (2010) procijenio je da će ova kriza biti vrlo jeftina za porezne obveznike u povijesnoj perspektivi: očekuju gubitke reda veličine 1-2% BDP-a, što je manje nego u većini financijskih kriza u povijesti.

Ovakve su procjene u skladu s opažanjem da se najveći dio intervencija dogodio neposredno nakon epizode Lehman Brothers u rujnu 2008., kada je tržište bilo u panici i kada je postojala velika vjerojatnost da su cijene financijskih imovina podcijenjene. Intervencija kupnjom vrijednosnica u tom je trenutku navodno bila racionalan odabir. Na taj se način zaustavljala panična rasprodaja (pojavi se znatna potražnja države), a kupac je (država) zauzimao pozicije s velikim potencijalom rasta kad prođe psihološki val pesimizma i dođe do normalizacije cijena imovina. Bio bi to sretan scenarij za FED ako bi se pokazalo da ova lijepa priča vrijedi i za gotovo bilijun dolara hipotekarnih obveznica u njegovoj bilanci koje nisu akumulirane na samom dnu krize 2008., već tijekom riziku ipak nešto sklonije 2009. (oporavak cijena imovina u cijelom je svijetu započeo u ožujku 2009.). Do daljnjega, tj. do objave preciznijih i detaljnijih podataka i analiza treba sumnjati u isplativost FED-ovih kupnji hipotekarnih vrijednosnica jer prethodna optimistična priča počiva na pretpostavci da vladini službenici bolje procjenjuju tajming za ulaganje na tržištu kapitala od njegovih sudionika.

Tako se nešto može pretpostaviti za dokapitalizacije banaka, jer postoje povijesna iskustva sa situacijama u kojima su privatna tržišta uhvaćena u klopku „koordinacijske pogreške“. Poznate su situacije jurnjave na zdrave banke (koje u pravilu zahvaljujući intervenciji ne uspijevaju), kao i situacije kada iz sličnih razloga ne postoji nitko tko želi dokapitalizirati zdravu banku koja ima dobru perspektivu, jer nema nikoga tko vjeruje u podatke (asimetrične informacije). Intervencija se u takvim situacijama pokazala društveno vrlo korisnom – prisjetimo se samo slučaja Riječke banke 2002. Međutim, prvi put u povijesti imamo takvu situaciju s velikom količinom američkih hipotekarnih obveznica, i to nakon što su agencije za kreditni rejting evidentno pogriješile u procjenama njihovih rizika, te

nakon što su dužnici koji stoje iza tih vrijednosnica prošli duboku strukturnu promjenu na američkom stambenom tržištu koju smo opisali u prvom poglavlju. Stoga je sumnja u vrijednost tih papira utemeljena.

Međutim, kako je uglavnom riječ o hipotekarnim obveznicama državnih agencija, a i za one privatne država će spremno izdati garanciju ako zatreba, problem strukture i kvalitete bilance FED-a svodi se na eventualne gubitke koje će na kraju morati platiti porezni obveznici. Federalni proračun čvrsto stoji iza FED-a što znači da se problem pokriva primarnoga novca u osnovi svodi na problem održivosti fiskalne politike SAD-a.

Zbog toga ne možemo očekivati da će se s vremenom u bilanci FED-a početi prikazivati gubitci jer će oni prije toga biti prevedeni u problem američke fiskalne održivosti. Kao i kod svake druge zemlje, to neće imati utjecaja na tečaj i monetarnu politiku sve dok će financijska tržišta vjerovati u fiskus. Kada to povjerenje nestane, cijene obveznica će pasti i tada će vjerojatno pasti i dolar kao svjetska valuta. No, taj dan još nije blizu. Za sada ipak možemo reći da je došao dan kada se preispituje dosadašnja pretpostavka o učinkovitosti američke monetarne politike.

Ova je kriza definitivno potvrdila da je veza između tržišta novca i tržišta kredita puno kompleksnija nego što se pretpostavljalo na temelju standardne makroekonomske teorije i dosadašnjeg američkog iskustva. Standardna je teorija pretpostavljala da je tržište novca određeno ponudom koju kontrolira središnja banka, a da je tržište kredita određeno potražnjom. Vječito snažna potražnja za kreditima omogućavala je, barem u teoriji, središnjoj banci da preko novčanoga tržišta utječe na ponudu kredita i kroz to na sve kamatne stope i output. Iako su mnoga istraživanja zemalja u razvoju pokazivala da bi u nekim uvjetima situacija mogla biti posve obratna, morala se dogoditi ova kriza pa da se shvati da je čak i u SAD-u i u EU moguć obratan slučaj u kojem je tržište novca određeno potražnjom (središnja banka može učiniti vrlo malo manipulirajući ponudom novca), a tržište kredita ponudom (ponašanjem bankovnog sustava u uvjetima rizika zbog asimetričnih informacija). FED za sada na novu situaciju odgovara daljnjim „kvantitativnim popuštanjem“ (eng. quantitative easing – QE) što zapravo znači proširenje liste kolaterala koje FED prihvaća refinancirati. Međutim, veliko je pitanje koliki je doseg te politike jer ona se provodi već gotovo dvije godine, a do sada nije dala rezultata.

Nadalje, ova je kriza potvrdila otprije poznatu činjenicu da su velike krize neočekivane i da zahtijevaju brzo djelovanje. Demokratski je politički proces spor, temeljit i zahtjevan. Zbog toga u demokracijama postoje autonomne institucije koje na osnovi stručnih kriterija mogu donositi brze i teške odluke. FED u idealnom svijetu nikada ne bi trebao kreditirati banke čija je solventnost upitna i kupovati vrijednosne papire čija je vrijednost također upitna. Međutim, u grotlu krize, kada se čini da se svijet ljulja na samome rubu, ljudi od krvi i mesa imaju sklonost ubrzati odlučivanje i poduzeti stvari koje u drugim okolnostima nikada ne bi bili spremni. Stoga će račun dobiti i gubitka FED-a odnosno zahtjev prema federalnom proračunu da se namire gubitci po kreditnim plasmanima koje je FED otkupio tijekom krize, tijekom sljedećih nekoliko godina odrediti hoće li svjetska gospodarska povijest slaviti Bena Bernankeu kao financijskoga heroja ili

Neki potezi povučeni u grotlu krize s ciljem njezina suzbijanja mogli su biti ishitreni pa tek treba vidjeti kako će plaćanje državnih jamstava za hipotekarne obveznice utjecati na održivost američkih javnih financija i stabilnost dolara.

gubitnika.¹⁰ Najmanje će deset godina proći prije nego što se profilira većinsko mišljenje o ovom pitanju, a i tada će pitanje o njegovoj utemeljenosti ostati otvoreno. Naposljetku, naš današnji pogled na Veliku krizu oblikovan je knjigom Friedmana i Schwartzove iz 1960., objavljenom 27 godina nakon Velike krize. I danas propitujemo glavne zaključke toga rada. Ekonomija nije „tvrda“ znanost i utoliko njeni pojedini dijelovi nemaju jasan kraj.

Konačna je pouka još dublja. Ako je FED (isto se, premda u nešto manjoj mjeri, odnosi na ECB) preuzeo prevelike rizike jer nije imao tko drugi, pravo je pitanje: zašto nije bilo nikoga drugoga tko bi mogao intervenirati? Naposljetku, nije FED na sebe uzeo baš sve; posebni fond TARP pod upravom državne riznice imao je na raspolaganju 700 milijardi USD za razne vrste ulaganja i garancija uključujući i sredstva za dokapitalizaciju banaka. Na tragu takvoga rješenja EU je nedavno ustrojila svoj fond (EFSF – eng. European Financial Stabilization Facility) koji je ponajprije zamišljen kao dio fiskalnoga stabilizacijskog mehanizma u okviru monetarne unije (iz tog se fonda odobravaju sredstva Grčkoj).

Posebni fondovi koji su institucionalno postavljeni između proračuna i središnjih banaka, a koji mogu biti i privatno i javno i mješovito financirani, imaju puno smisla. Oni u sklopu zadanih pravila i s jasnim političkim mandatom mogu preuzimati značajnije rizike što se u vrijeme velikih kriza može pokazati nasušno potrebnim. Takvi fondovi u konačnici mogu imati i gubitke. Ti gubitci mogu nastati na temelju svjesne političke odluke, ako kreatori politike procjenjuju da su dobitci na nekoj drugoj strani (npr. izbjegavanje financijskoga kolapsa) dovoljno veliki da opravdavaju takav teret za porezne obveznike. Gubitci u poslovanju takvih fondova mogu nastati i slučajno, zbog kroničnih poteškoća u predviđanju budućnosti u kriznim situacijama, bez obzira na stručnost i poštenje djelatnika.

Bez obzira na završni financijski rezultat, prednost je takvih fondova u tome što izoliraju središnje banke odnosno novac od potencijalnih gubitaka. Novac, tj. njegovo pokriće koje vidimo u aktivi središnje banke, ostaje zaštićen od eventualnih pogrešaka, čime se valutna stabilnost, tj. temeljno financijsko povjerenje, automatski izolira od drugih aspekata financijske krize.¹¹ Međutim, takav je fond teško osnovati u vrijeme krize kad je nužno brzo djelovanje. Teško ga je osnovati i kad nije kriza jer je parlamentarnim zastupnicima i javnosti teško objasniti čemu služi takav fond, ako kriza još nije zakucala na vrata. Zbog toga mnoge zemlje nemaju takve fondove, ali su zbog toga ranjivije na velike financijske poremećaje. Hrvatska formalno ima takav fond (fond osiguranja štednih uloga može poslužiti za financiranje intervencija u financijskom sustavu u specifičnim okolnostima), no posve je nejasno kako bi se u krizi donosile odluke i koristila sredstva. Dosadašnje korištenje u svrhu dokapitalizacije državnih banaka posve je suprotno naravi, smislu i cilju takvoga fonda (što naravno ne znači da je suprotno propisima).

Posebni fondovi koji su institucionalno pozicionirani kao tampon zone između proračuna i središnje banke, izoliraju novac odnosno središnje banke od potencijalnih gubitaka, transparentni su i imaju jasan politički mandat.

¹⁰ Dolar sigurno neće u kratkom roku nestati sa svjetske scene kao svjetska rezervna valuta. Međutim, kvarenje bilance FED-a moglo bi označiti početak toga procesa ako američka politika u slučaju značajnih gubitaka ne pronađe snage i mudrosti za izglasavanje dovoljno velikoga proračunskog transfera FED-u uz zadržavanje njegove neovisnosti.

¹¹ Izvrsna rasprava o ovoj temi može se pronaći kod Kooa (2009).

V. Umjesto zaključka

Kao što ističe Tarr (2010), većina napisa o ovoj krizi ostavlja dojam da su se zločesti bankari zaigrali, a lijeni ili korumpirani regulatori „zaspali na poslu“. Zbog prevladavanja takvoga stava naglo razbuđeni regulatori sada vježbaju revnost, vjerujući da će novom i strožom regulacijom spriječiti ponavljanje financijskih kriza.

Međutim, financijske su krize stare koliko i financije. Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff (2009) dokumentirali su i dokazali ovu tezu kroz „osam stoljeća financijskih ludorija“ (podnaslov njihove već sada slavne knjige). Od njih smo trebali naučiti da eliksir stabilnosti ima alkemijski karakter – takav ne postoji. Zlato ćete pronaći ako ga potražite tamo gdje ga ima. Nećete ga dobiti mučkajući egzotične sastojke u laboratoriju. To znači da ćete stabilnost imati ako na njoj uporno i kontinuirano radite, a ne ako u uredu za zaslonom računala tražite optimalnu kombinaciju zakonskih i podzakonskih akata čije se odredbe nalaze u vječitim previranjima, perturbacijama i kolizijama, ponekad i bez previše doticaja sa stvarnošću. Bilo bi više nego izazovno istražiti financijsku povijest s ciljem utvrđivanja trenutka ili razdoblja u kojem je izgubljen pogled na financijsku stabilnost kao plod kontinuiranog rada (analiza, sukoba, rasprava, osnivanja i usavršavanja institucija, testiranja funkcioniranja sustava i sl.) i zamijenjen pogledom na financijsku stabilnost kao proizvod regulacijske alkemije (pisanja propisa). Objavljivanje rezultata stres-testova za banke u SAD-u i EU prvi je ohrabrujući korak u smjeru koji obećava da se iz ove krize možda ipak nešto naučilo.

Mi još nismo naučili ono što je ova analiza pokazala - da su hrvatske banke u krizi 2008.-2010. odigrale stabilizacijsku ulogu. Takva uloga banaka niti jednim propisom nije bila propisana.

U posljednjoj financijskoj krizi potkraj devedesetih Hrvatska se našla na gubitničkoj strani, kao i u prijašnjoj postkomunističko-ratnoj krizi iz prve polovice 90-tih. U ovoj nam krizi „sreća“ nije okrenula leđa. Naprotiv, malu Hrvatsku, zemlju s dugom poviješću financijskih kriza i ne baš uzornom fiskalnom politikom, i zemlju izloženu velikim realnim fluktuacijama i oscilacijama tokova međunarodnog kapitala, stabilan je bankovni sustav sačuvao od još većih udara. Velike gospodarske sustave kao što su SAD i EU njihovi su bankovni sustavi izložili velikim udarcima koji su pokretali i širili ovu krizu. Da je prije deset godina netko govorio o takvoj sudbini EU i SAD s jedne, i Hrvatske s druge strane, smatrali bi ga šarlatanom.

Jedan od razloga takvoga ishoda jest činjenica da smo u Hrvatskoj vrlo rano naučili da postoje granice učinkovitosti standardne monetarne politike i da ništa ne može zamijeniti strukturne reforme u bankovnom sektoru. Tek kada osigurate ekonomsko zdravlje i snažnu konkurenciju možete razmišljati o regulaciji koja fino podešava bazično propulzivan sustav. To je abeceda strukturne reforme. O tome sada uče SAD i EU, i pritom se prilično muče. Ragu Rajan (2010) sličnim zaključkom završava svoju knjigu o „rasjeklinama“ u globalnom financijskom sustavu. On smatra da SAD uče ono što su zemlje u razvoju već naučile: izdatci financirani političko-populističkom kreditnom ekspanzijom - vode u propast.

Izgubljen je pogled na financijsku stabilnost kao plod kontinuiranog rada – analiza, sukoba mišljenja, rasprava, osnivanja i usavršavanja institucija itd., a afirmiran je pogled na financijsku stabilnost kao plod pisanja propisa. To je posve pogrešno i mora se promijeniti.

Literatura

Bernanke, B. i A. Blinder (1988): „Credit, Money and Aggregate Demand.“ American Economic Review, 98: 435-439.

Bernanke, B., M. Gertler i S. Gilchrist (1996): „The Financial Accelerator and the Flight to Quality.“ The Review of Economics and Statistics, 78 (1): 1-15.

Deutsche Bank Research (2010): „Direct fiscal cost of financial crisis: probably much lower than feared.“

http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000257663.pdf

Dewatripont, M.; J.-C. Rochet i J. Tirole (2010): Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Kindleberger, C. P. (1978): Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. New York: Basic Books.

Kiyotaki, N. i J. Moore (1997): „Credit Cycles.“ Journal of Political Economy 105: 211-248.

Koo, R. (2009): The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession. Singapore: John Wiley and Sons (Asia).

Levine, R. (2010): „An Autopsy of the U.S. Financial System.“ NBER Working Papers Series No. 15956.

Minsky, H. P. (1977): „The Financial Instability Hypothesis: an Interpretation of Keynes and Alternative to Standard Theory.“ Challenge (March-April): 20-27.

MMF (2010): Global Financial Stability Report. Washington D. C.: IMF. www.imf.org

Partony, F. (1999): „The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies.“ Washington University Law Quarterly, 77: 692 – 712.

Pinches, G. E. i J. C. Singleton (1978): „The Adjustment of Stock Prices to Bond Ratings Changes.“ Journal of Finance, 33: 29-44.

Rajan, R. (2010): Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Rebonato, R. (2007): Why We Need to Manage Risk Differently: The Pledge of the Fortune Tellers. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Reinhart, C. M. i K. S. Rogoff (2009): This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly. Princeton & Oxford: Princeton University Press.

Roubini, N. (2007): Transcript of IMF Seminar: The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets. Washington: IMF. www.imf.org

Schularick, M. i A. M. Taylor (2009): „Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008.“ NBER Working Paper 15512.

Shiller, R. J. (2005): Irrational Exuberance. Princeton: Princeton University Press.

Stiglitz, J. i A. Weiss (1981): „Credit rationing in markets with imperfect information.“ American Economic Review, 71: 393-410.

Taleb, N. N. (2008): The Black Swan. New York: Random House.

Tarr, D. G. (2010): „The Political, Regulatory and Market Failures that Caused the US Financial Crisis.“ World Bank Policy Research Working Paper No. 5324.

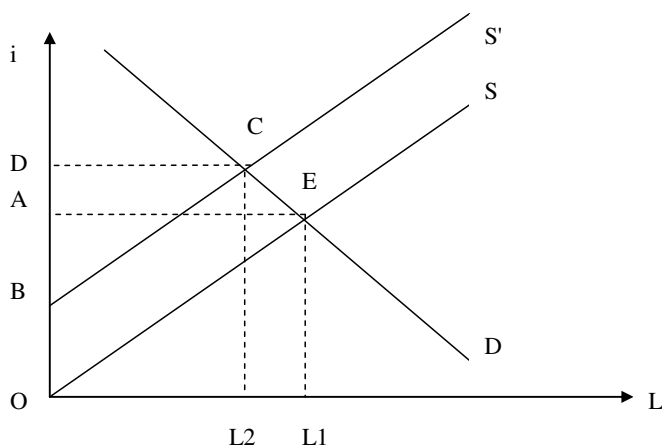
PRILOG: Teorijska razmatranja

Pretpostavimo da tržište kredita funkcionira kao svako drugo tržište (slika A.). Snažan pad profitabilnosti i rast neto kamatne marže koje smo uočili u SAD i EU ilustriramo kontrakcijskim pomakom funkcije ponude lijevo gore. Dobit banaka, prije određena trokutom OEA, sada je određena manjim trokutom BCD. Snaga pada dobiti (koja je na ovoj slici relativno mala) nije u skladu s podacima koji pokazuju vrlo jaku kontrakciju dobiti. Osim toga, pad temeljnih kamatnih stopa središnjih banaka i tržišta novca neutralizira kontrakcijski pomak funkcije ponude. Štoviše, ako je taj pad vrlo jakog intenziteta, kao u ovoj krizi, on bi se trebao tumačiti kao prevladavajući utjecaj, tako da ne bi samo vratio ponudu u početni položaj nego bi mogao uzrokovao i njen pomak na jugoistok. No u tom slučaju ovaj model ne može objasniti pad dobiti banaka.

Ako kamatna elastičnost funkcije potražnje za zajmovima nije iznimno velika, pad ponude kredita (s L1 na L2) u slučaju kontrakcijskoga pomaka funkcije ponude mogao bi biti relativno blag. To je u skladu s podacima na slikama 21. i 22. Međutim, problem je što takvi odnosi impliciraju rast kamatne stope na novoodobrene zajmove. U stvarnosti je registrirana obratna situacija. U slučaju ekspanzivnog pomaka funkcije ponude na jugoistok možemo dobiti pad kamatnih stopa, no u tom se slučaju čak dvije varijable neće ponašati kao podatci: nemamo pad dobiti, a količina kredita raste. Očito imamo problem s tumačenjem podataka pomoću ovog modela.

Nadalje, pretpostavimo kontrakcijski pomak funkcije potražnje (lijevo dolje). Sada se možemo približiti opisu realnih podataka u dijelu dobiti koja će biti znatno manja ako je kontrakcija potražnje dovoljno jaka. Međutim, da bismo dobili takav rezultat i u skladu s njime znatno manju kamatnu stopu, kontrakcija potražnje mora biti tako jaka da količina zajmova padne puno jače nego što to stvarni podatci sugeriraju. Prema tome, klasični model parcijalne ravnoteže ne može istovremeno objasniti pad kamatnih stopa na novoodobrene kredite, pad dobiti i rast kamatne marže i blagu kontrakciju zajmova kakvu vidimo u SAD i EU.

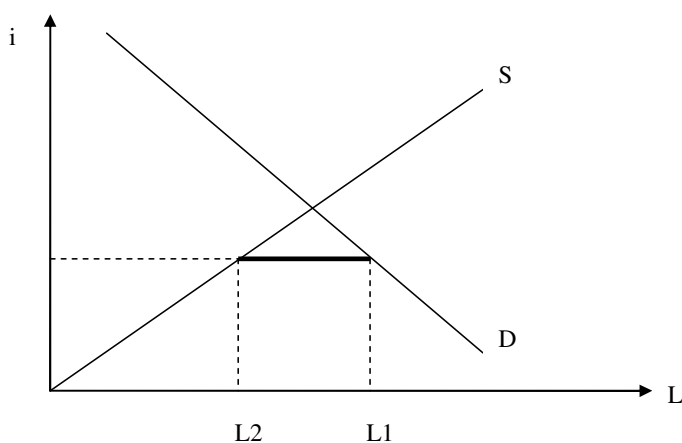
Slika A. Kreditno tržište kao klasično tržište u parcijalnoj ravnoteži



Gornji model stoji malo bolje u pogledu opisa hrvatskih podataka. Ako je potražnja dovoljno slabo elastična na kamatnu stopu, imamo sklad između blagog smanjenja profitabilnosti, vrlo malog smanjenja vrijednosti kreditnog portfelja i rasta nominalnih kamatnih stopa na novoodobrene kredite. Postavlja se međutim pitanje čime pravdamo snažan negativan šok ponude u hrvatskom slučaju. Kao i u slučaju SAD-a i EU-a, dvije sile sa suprotnim predznakom djeluju na pomake funkcije ponude. Temeljne kamatne stope padaju i u Hrvatskoj i u svijetu, no premije rizika u Hrvatskoj rastu. Karakteristike bankovnog sustava (gubitci, rastuće marže) u svijetu poništavaju pozitivan učinak temeljnih stopa na pomak funkcije ponude desno dolje (tako da se ona u konačnici ne miče ili čak pomiče lijevo gore), dok će karakteristike bankovnog sustava u Hrvatskoj (relativno mali pad profitabilnosti, stabilne ili padajuće marže) teže poništiti kontrakcijski pomak funkcije ponude zbog rasta premije rizika. Stoga model parcijalne ravnoteže ne daje pretjerano uvjerljiva objašnjenja.

Financijski ekonomisti još od rada Stiglitz i Weissa (1981) ne pretpostavljaju da se tržište kredita nalazi u ravnoteži. Informacijske asimetrije, tj. rizici onemogućavaju uravnoteženje tržišta. Jedan je od najčešćih razloga negativna selekcija. Prema toj hipotezi, kreditno se tržište nalazi u neravnoteži pri kojoj su i krediti i kamatne stope manje nego što bi bili u situaciji kada bi informacije bile potpune (tada rizika ne bi bilo, ili bi postojalo savršeno tržište rizika). Razlog leži u činjenici da bankari znaju za postojanje korelacije između visine kamatnih stopa i kvalitete dužnika. Dok su kamatne stope male i rastu, kvaliteta dužnika se ne mijenja. No nastavak rasta kamatnih stopa nakon nekoga praga dovodi do toga da bolji klijenti više ne traže kredite – ili se više oslanjaju na vlastite izvore ili se drugdje zadužuju, ili izlaze na tržište kapitala, ili jednostavno čekaju bolja vremena. Zbog toga dolazi do kvarenja plasmana tj. iznadproporcionalnog rasta rizika u kreditnom portfelju zbog također iznadproporcionalnog rasta broja i udjela loših dužnika. Ne bi li izbjegli takav scenarij, bankari zadržavaju tržište u neravnoteži tako da je kamatna stopa uvijek niža od ravnotežne i na tržištu uvijek postoji višak potražnje (L1-L2 na slici B.).

Slika B. Početno stanje na kreditnom tržištu u uz problem negativne selekcije



Prvo treba uočiti da varijacije potražnje na takvom tržištu ne moraju imati nikakav učinak na kamatne stope i količinu zajmova. Vidimo da funkcija D može varirati lijevo i desno u razmjerno širokom rasponu, a da to ne izazove nikakvu promjenu $L2$ i i^* . Naravno, uvjet je da se optimalni višak potražnje može mijenjati. Optimalni višak potražnje ovisi o udjelu loših klijenata u potražnji iznad one koja bi bila ostvarena u ravnoteži uz potpune informacije. Taj udjel nije jednoznačno određen jer postoje čimbenici koji bi taj višak mogli povećati, kao i čimbenici koji bi ga mogli smanjiti i/ili ostaviti nepromijenjenim. Ako potražnja padne zbog pada dohotka, udjel loših klijenata mogao bi se smanjiti ako bi pad dohotka izazvao izlazak lošijih nesolventnih klijenata s tržišta i/ili ako bi kreditorima u recesijskim uvjetima bilo lakše razlikovati loše od dobrih klijenata. (U tom slučaju recesiju možemo interpretirati kao „mehanizam“ za smanjenje informacijskih asimetrija koje su u ekspanzivnoj fazi poslovnog ciklusa latentne, a tek u recesiji postaju razvidne).

Koristeći gornji prikaz možete zamisliti dva različita slučaja. Prvi, u kojem kontrakcijski pomak potražnje nema nikakav učinak na kombinaciju kamatne stope i $L1$ jer se višak potražnje (problem informacijske asimetrije) smanjuje. U suprotnom, ako problem negativne selekcije ostane jednako prisutan, isti će se višak potražnje održati uz nižu kamatnu stopu tako da će pasti kamatna stopa, dobit banaka i ponuda kredita.

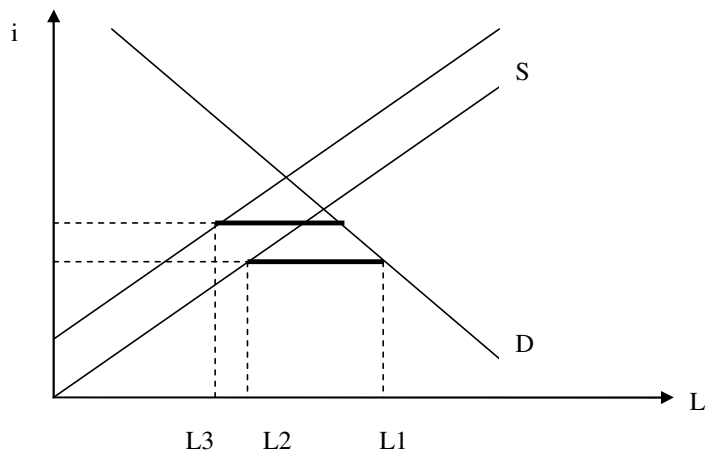
Prema tome, u sustavu u kojem recesija nema „otkrivajuću“ moć i u kojem institucije uvijek jednako dobro funkcioniraju bez obzira na fazu poslovnoga ciklusa, kontrakcija potražnje izaziva jači pad kamatnih stopa i količine kredita (jača je procikličnost kredita) nego u sustavu u kojem recesija dovodi do razotkrivanja informacija i smanjenja informacijskih asimetrija.

Sada nam preostaje istovremeno posložiti sve kockice mozaika. Slika C. opisuje hrvatsku situaciju. Imamo kontrakcijski pomak funkcije ponude. Ako nema kontrakcije potražnje dolazi do vrlo malog smanjenja količine kredita ($L3$ je vrlo blizu $L2$) i isto tako malog pada dobiti banaka uz blagi rast kamatnih stopa, kao što pokazuju podatci. Na istoj slici možemo zamisliti kontrakciju potražnje koja ne mijenja ništa u pogledu rezultata ako se smanji udjel loših klijenata (recesija kao mehanizam „razotkrivanja“ stvarnih karakteristika klijenata). U tom slučaju ponuda predstavlja dominantnu odrednicu tržišta kredita.

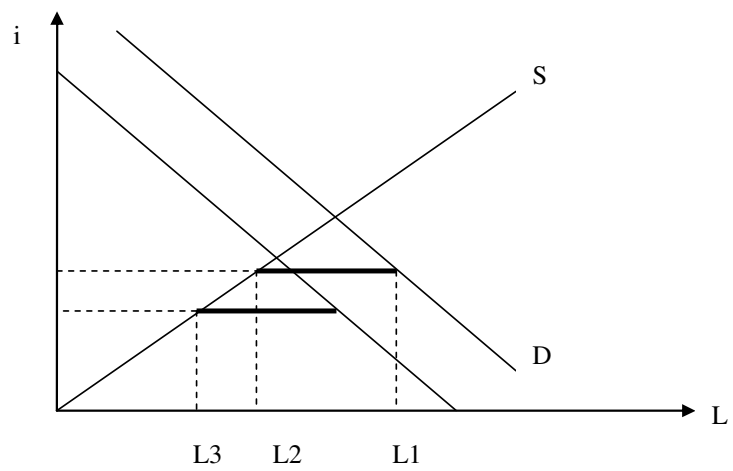
Slika D. opisuje situaciju na svjetskom tržištu. Suprotni se utjecaji na ponudu poništavaju, potražnja se u recesiji snažno smanjuje. Višak potražnje ostaje isti jer institucije funkcioniraju na isti način i informacije su jednako transparentne bez obzira na fazu poslovnog ciklusa. Nominalna kamatna stopa na zajmove snažno pada, ali snažno padaju i količina kredita i dobit banaka.

Usporedba slika C. i D. pruža solidan konceptualni okvir za tumačenje razlika između hrvatskih i svjetskih podataka. Na slici D. imamo snažniju varijaciju količine kredita uz jak pad nominalnih kamatnih stopa i veće smanjenje dobiti banaka nego na slici C.

Slika C. Odnosi koji oponašaju hrvatske podatke



Slika D. Odnosi koji oponašaju svjetske podatke



Bankovni sektor u 14 država Srednje i Istočne Europe: glavni podatci

Države 1/ svi podaci u %	Loši plasmani 2/					Adekvatnost kapitla 3/					Rezervacije u % loših plasmana 4/					Povrat na kapital					Povrat na aktivu				
	1999	2004	2007	2008	2009	1999	2004	2007	2008	2009	1999	2004	2007	2008	2009	1999	2004	2007	2008	2009	1999	2004	2007	2008	2009
Estonija	1,7	0,3	0,5	1,9	6,8	16,1	13,4	14,8	18,8	15,7	...	...	...	...	80,0	9,2	13,8	30,2	13,8	-22,8	1,4	1,6	2,6	1,2	-2,7
Češka	22,0	4,1	2,7	2,9	4,6	13,6	12,6	11,5	11,6	14,0	46,8	69,4	56,4	56,9	...	-4,3	23,4	24,5	20,7	26,4	-0,3	1,3	1,3	1,1	1,4
Litva	12,5	2,3	0,8	1,1	19,3	17,4	12,3	10,9	12,9	14,2	34,6	21,6	73,0	...	40,0	1,1	13,4	26,0	16,1	-48,0	0,5	1,3	1,7	1,2	-4,5
Slovačka	23,7	5,4	2,8	3,2	5,5	29,5	19,0	13,2	11,1	12,6	75,1	89,1	93,3	91,4	74,6	-36,5	11,9	19,6	14,7	6,5	-2,3	1,0	1,1	1,0	0,5
Hrvatska	11,8	4,5	3,1	3,3	5,3	20,6	14,1	16,4	15,1	16,4	79,9	60,3	51,5	46,6	43,1	4,8	16,6	10,9	9,9	6,7	0,7	1,4	1,6	1,6	1,1
Bugarska	29,0	7,1	1,7	2,5	6,4	43,0	16,6	13,8	14,9	17,0	65,9	49,0	46,6	8,0	18,1	20,9	20,0	23,8	20,5	9,3	2,5	2,1	2,4	2,1	1,1
BiH	9,9	3,5	3,0	2,7	5,4	26,3	18,0	17,1	16,1	16,0	64,2	96,1	...	98,8	78,2	-5,8	5,6	8,9	5,4	1,7	-1,3	0,6	0,9	0,5	0,2
Mađarska	3,6	2,7	2,6	4,7	10,1	14,9	11,2	11,0	11,2	13,1	57,0	51,1	58,1	80,3	...	7,1	25,2	18,6	15,1	13,0	0,6	2,0	1,7	1,3	1,0
Poljska	13,2	15,5	5,3	4,5	7,7	13,2	15,6	12,0	11,0	13,3	40,5	58,0	...	...	...	12,9	17,6	24,8	20,4	10,6	0,9	1,4	1,9	1,5	0,8
Rumunjska	35,4	8,1	2,6	4,5	7,9	17,9	18,8	13,8	13,8	14,7	...	34,3	25,7	27,8	...	-15,3	19,3	10,5	17,0	2,9	-1,5	2,5	1,2	1,6	0,2
Latvija	6,0	1,1	0,4	2,1	14,3	16,0	11,7	11,1	11,0	13,7	74,1	99,1	129,8	92,6	...	11,2	21,4	24,2	2,9	-50,6	1,0	1,7	2,0	0,2	-3,9
Makedonija	41,3	13,2	5,7	6,4	7,9	28,7	23,0	17,0	15,6	16,4	...	76,2	94,1	91,2	82,4	3,5	6,2	15,2	12,5	5,6	0,8	1,1	1,8	1,4	0,6
Srbija	21,6	22,8	3,8	5,3	16,5	25,6	27,9	27,9	21,9	21,5	...	...	...	...	59,0	-60,6	-5,3	8,5	9,3	4,6	-8,4	-1,2	1,7	2,1	1,0
Slovenija	5,2	5,7	1,8	2,0	4,0	14,0	11,8	11,2	11,7	11,6	45,3	34,0	...	43,6	37,1	7,8	14,2	16,3	8,1	3,8	0,8	1,1	1,4	0,7	0,3
<i>Prosjeck</i>	<i>16,9</i>	<i>6,9</i>	<i>2,6</i>	<i>3,4</i>	<i>8,7</i>	<i>21,2</i>	<i>16,1</i>	<i>14,4</i>	<i>14,0</i>	<i>15,0</i>	<i>58,3</i>	<i>61,5</i>	<i>69,8</i>	<i>63,7</i>	<i>56,9</i>	<i>-3,1</i>	<i>14,5</i>	<i>18,7</i>	<i>13,3</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,7</i>	<i>1,2</i>	<i>-0,2</i>

Izvori: središnje banke (Godišnja izvješća ili izvješća o financijskoj stabilnosti); MMF (Estonija, Latvija, Rumunjska, fsi.imf.org); vlastite procjene i izračuni; 1999. i 2009.

1/ Države poredane prema udjelu banaka u stranom vlasništvu u ukupnoj aktivni

2/ U postotku od ukupnih plasmana

3/ Jamstveni kapital u odnosu na rizikom ponderiranu aktivni

4/ Omjer rezervacija za identificirane gubitke i loših plasmana

5/ 2000. umjesto 1999. Podaci do 2008. za FBiH; za 2008. i 2009. jednostavni prosjek podataka za FBiH i RS

6/ 2002. umjesto 1999. Loši plasmani su svi s kašnjenjem duljim od 90 dana