

Dubravko Mihaljek¹

Kreditni banaka i gospodarski rast: saznanja iz podataka na razini poduzeća

Izlaganje na konferenciji *Kreditni i gospodarski rast*
Hrvatskog udruženja banaka i Hrvatske udruge poslodavaca
Zagreb, 5. travnja 2016.

1. Povijesna promišljanja

Na koje su načine ekonomisti promišljali veze između financiranja gospodarske aktivnosti i ekonomskog rasta kroz noviju povijest?

Za suvremeni način razmišljanja o ovoj temi velikim je dijelom zaslužan znameniti austrijski ekonomist Joseph Schumpeter. U svojoj *Teoriji ekonomskog razvoja*, objavljenoj 1912. godine, Schumpeter je razradio model u kojem banke prepoznaju tehnološke inovacije s tržišnim potencijalom te identificiraju i financiraju poduzetnike s najboljim izgledima za uspješnu primijenu tih inovacija u proizvodnji. Već pred stotinu godina bilo je dakle jasno da su inovacije glavni pokretač ekonomskog rasta. Također je bilo jasno da banke igraju važnu ulogu u procesu rasta: ako dobro rade svoj posao, banke omogućavaju inovatorima i poduzetnicima da ostvare svoje zamisli, pokrenu proizvodnju, i ponude tržištu nove, inovativne proizvode i usluge.

Schumpeterova teza o pozitivnom prožimanju realne i financijske sfere ekonomije ponovo je oživjela četrdesetak godina kasnije. Ekonomisti koji su proučavali razvojne obrasce uočili su sredinom prošloga stoljeća da se razlike između gospodarskih struktura i ekonomskog rasta među zemljama ne mogu objasniti bez proučavanja „financijske morfologije i dinamike“ (Goldsmith, 1959).

Ta su razmatranja dosegla vrhunac krajem prošloga stoljeća, kada je više-manje cijela ekonomska profesija prihvatila teorijske stavove i empirijske nalaze o pozitivnoj i neposrednoj vezi između stupnja financijskog razvoja i ekonomskog rasta. Ross Levine, jedan od najneumornijih promicatelja ovih stavova, ustvrdio je u pregledu literaturu iz tog područja da „saznanja iz usporednih analiza na razini zemalja, industrija i poduzeća nedvojbeno pokazuju

¹ Voditelj Odjela za globalnu makroekonomsku analizu, Banka za međunarodna plaćanja, Basel, Švicarska. Iznosena stajališta isključivo su osobna i ne odražavaju nužno stavove BIS-a. Izlaganje se većim dijelom oslanja na prilog koji će biti objavljen u knjizi Banke Slovenije i Centra za istraživanje ekonomske politike (CEPR) (2016) pod radnim naslovom „Alokacija kredita prije i nakon globalne financijske krize: implikacije za realnu ekonomiju.“

kako duga razdoblja financijskog razvoja – odnosno nedostatka takvog razvoja – kritično utječu na brzinu i obrazac cjelokupnog ekonomskog razvoja” (Levine, 1997, str. 688–9).

Uz snažan uzlet svjetske privrede i posebno financijskog sektora na prelasku u novi milenij utihnule su i posljednje kritike ovih stavova, na koje ću se osvrnuti na kraju izlaganja. Konsezus o financijskom razvoju tako se pridružio onome o slobodnoj trgovini, koja je još od 1960-ih godina među ekonomistima prihvaćena kao najbolja moguća razvojna orijentacija. Ekonomski savjetnici počeli su posvuda zagovarati važnost liberalizacije domaćih financijskih tržišta i međunarodnih tokova kapitala. Kao jedan od najboljih dokaza uspješnosti takve razvojne orijentacije navodila su se upravo tranzicijska gospodarstva u središnjoj i istočnoj Europi, koja su svoje financijske sustave najvećim dijelom razvila praktički od nule zahvaljujući strateškim investicijama velikih zapadnoeuropskih banaka.

Globalna financijska kriza poljuljala je, međutim, povjerenje ekonomske profesije u viziju o uspješnom prožimanju realne i financijske sfere ekonomije. Literatura nastala posljednjih nekoliko godina zaključila je da financijski razvoj pozitivno utječe na gospodarski rast samo do određene granice, nakon koje daljnje financijsko produbljivanje počinje djelovati nepovoljno. Preciznije rečeno, kada su udjeli kredita u BDP-u i zaposlenih u financijskom sektoru u ukupnom broju zaposlenih relativno niski, dodatno zaduživanje ekonomskih subjekata podupire ekonomski rast. No kada udio duga države, poduzeća ili kućanstava nadmaši 100% BDP-a, rast ukupne faktorske produktivnosti – najvažnije odrednice dugoročno održivog rasta – počinje se usporavati (Reinhart i Rogoff, 2010; Cecchetti et al, 2011; Cecchetti i Kharroubi 2012). Štoviše, *promjena* u veličini financijskog sektora – za razliku od njegovog relativnog udjela u BDP-u – na ekonomski rast gotovo uvijek djeluje nepovoljno: što brže financijski sektor raste, to je sporiji rast ukupne faktorske produktivnosti (Cecchetti i Kharroubi, 2015).

Usporedno s ovim saznanjima na makroekonomskoj razini, počela se je razvijati jedna sasvim nova empirijska literatura na mikroekonomskoj razini. Tu literaturu omogućio je čitav niz tehnoloških inovacija kojima se ekonomska profesija počela koristiti posljednjih godina. Radi se o otkriću velikih baza podataka, značajnom povećanju računalne snage nove generacije digitalnih računala, i usavršavanju ekonometrijskih metoda analize podataka u obliku panela.

Zahvaljujući tim tehnološkim inovacijama, ekonomisti su po prvi put počeli spajati detaljne informacije o osobinama poduzeća s jedne i banaka s druge strane u velike baze podataka – često se radi o nekoliko milijuna opservacija na razini odobrenih kredita ili čak molbi za kredite banaka. Takvo spajanje podataka posebno je značajno jer omogućava odvojenu analizu

determinanti ponude i potražnje za kreditima, što je inače nemoguće postići s podacima o kreditima na razini cjelokupne privrede ili pojedinih gospodarskih grana.

Ono što je literatura zasnovana na mikro podacima do sada pokazala dodatno je uzdrimalo konsenzus o međusobno korisnom prožimanju financijskog i realnog sektora. Istraživači talijanske središnje banke Albertazzi i Marchetti (2010) pokazali su npr. da smanjenje ponude kredita u Italiji za vrijeme nedavne krize nije gotovo uopće ovisilo o poslovnim rezultatima poduzeća koja su tražila kredite: banke su kredite uskraćivale zbog vlastitih problema povezanih s niskom kapitalizacijom i nelikvidnim plasmanima. Kod većih banaka, one bolje kapitalizirane doprinosile su procikličnosti kreditiranja preusmjeravanjem kredita sigurnijim ali manje dinamičnim poduzećima. Kod manjih banaka, one slabije kapitalizirane kočile su gospodarski rast obnavljanjem kredita već prezaduženim poduzećima, jer bi ažurnim priznavanjem gubitaka po kreditima nepovoljno utjecale na vlastite pokazatelje kapitalne adekvatnosti i profitabilnosti.

U nizu članaka objavljenih u najpoznatijim ekonomskim časopisima, istraživači španjolske središnje banke (npr. Jiménez i sur., 2012) ustvrdili su da su španjolske banke sa slabijim bilancama masovno odbijale kreditne aplikacije u vrijeme zaoštavanja monetarne politike, a poduzeća čiju bi aplikaciju odbila jedna banka više nisu mogla dobiti kredit kod drugih institucija, bez obzira na uspješnost svojeg poslovanja.

Do sličnih saznanja došli su istraživači Banke Slovenije Banerjee, Masten, Polanec i Volk (2016). Koristeći podatke iz nekoliko izvora, uključujući kreditnog registra za 32 tisuće poduzeća s ukupno do 3 milijuna opservacija, oni su pokazali da su slovenske banke loše alocirale kredite još i prije izbijanja krize. Vjerojatnost dobivanja kredita i veličina iznosa kredita već onda nisu bile statistički korelirane s poslovnim karakteristikama poduzeća. Kriza je dodatno pogoršala taj odnos: slovenske banke su od 2009. godine bile znatno manje spremne kreditirati čak i poduzeća koja su dobro poslovala. Državne banke iskazale su pri tom najlošije rezultate u alokaciji kredita: ne samo da su nakupile najviše loših plasmana, nego su nakon izbijanja krize nastavile kreditirati neuspješna poduzeća – doduše u smanjenom opsegu – usprkos oslabljene kapitalne osnove.

U studiji središnje banke Latvije, Benkovskis (2016) je utvrdio da su banke kredite naplaćivale skuplje izvoznim poduzećima nego onima koja su uvozila ili proizvodila za domaće tržište, makar su neka od potonjih bila zaduženija i imala više vlastitih sredstava pa im krediti banaka nisu toliko bili ni potrebni kao izvoznicima.

Neke od novih studija bave se i pitanjem odnosa cijena nekretnina i aktivnosti poduzeća. To je pitanje osobito važno za mala i srednja poduzeća, budući da ona tipično koriste nekretnine vlasnika kao zalog za dobivanje kredita. Istraživači BIS-a Banerjee i Blicke (2016) ocijenili su npr. utjecaj promjene lokalnih cijena nekretnina u Francuskoj, Italiji, Španjolskoj i Velikoj Britaniji na mikro i mala poduzeća, te na mlada i nešto starija poduzeća podjednake veličine. Utvrdili su da na odobravanje kredita snažnije utječu promjene lokalnih cijena nekretnina nego rezultati poslovanja i kvaliteta poslovnih planova poduzeća, osobito u zemljama poput Italije i Španjolske gdje je korištenje nekretnina kao kolaterala raširenije. Alokacija kredita koja proizlazi iz takve prakse je neefikasna jer kredite znatno manje dobivaju mlada poduzeća koja su u pravilu produktivnija ali čiji vlasnici obično nemaju dovoljno kolaterala, nego starija poduzeća čiji vlasnici mogu založiti nekretnine. Takva je alokacija osim toga vrlo prociklična, jer se bumovi i kolapsi cijena nekretnina i ponude kredita međusobno nadopunjuju.

2. Završna razmatranja

Što na kraju možemo zaključiti o saznanjima iz pozamašne empirijske literature o kreditima banaka i gospodarskom rastu? Odlazi li zaista velik dio kredita banaka onim poduzećima i granama koje ne garantiraju najbrži i dugoročno održiviji ekonomski rast?

Za temeljit odgovor na ova pitanja treba razmotriti i stavove nekih ekonomista koji nikada nisu bili sasvim uvjereni u ispravnost teze o važnosti financijskog razvoja za ekonomski rast. Sredinom prošloga stoljeća Joan Robinson (1952) smatrala je npr. da ekonomski razvoj sam po sebi stvara potražnju za određenim vrstama financiranja, i da financijski sistem više-manje automatski odgovara tim zahtjevima. Nobelovac Robert Lucas (1988) smatrao je da ekonomisti naveliko pretjeruju u naglašavanju uloge financijskog sektora u ekonomskom rastu. A neki ekonomisti koji su proučavali ekonomski razvoj izrazili su svoje sumnje time što su financijska pitanja jednostavno ignorirali: u pregledu stanja razvojne ekonomije, Nicholas Stern (1989) nije uopće spomenuo financijski sustav, čak ni u listi pitanja koja literatura nije obrađivala.

Odvojeno od tih razmatranja, ekonomiste je dugo vremena kopkao tzv. „financijski paradoks“: činjenica da se se duga razdoblja snažnog ekonomskog rasta u zapadnoj Europi, Japanu, Koreji i nekim drugim zemljama u stvari odvijala u uvjetima izražene financijske represije, koju je obilježavala snažno prisutna intervencija države u alokaciji kredita. U vrijeme tzv. zlatnog doba europskog rasta od 1945. do 1973. godine, državne vlasti u zapadnoj Europi osnovale su čitav

niz javnih i javno-privatnih institucija specijaliziranih za usmjeravanje kredita pojedinim industrijama, a središnje banke prilagodile su monetarne i regulatorne politike cilju da se prioritetnim sektorima osigura dovoljno srednjoročnih i dugoročnih izvora financiranja (Monnet, 2012). Tako su ekonomski rast i iskrivljenja u financijskom sustavu dugo vremena naizgled išli ruku pod ruku, bez negativnih posljedica na koje su ekonomisti već u ono doba upozoravali Wyplosz (1999).

Usprkos sumnjama izraženima kako u starijoj tako i u najnovijoj literaturi, među velikom većinom ekonomista još uvijek prevladava stav da je djelotvoran i razvijen financijski sustav jedan od temeljnih preduvjeta za dugoročno održiv rast. To se posebno odnosi na manje razvijene privrede poput onih u središnjoj i istočnoj Europi, gdje tržišno orijentirani bankarski sistemi još uvijek nisu potpuno sazrijeli. Realnom sektoru u tim gospodarstvima banke su nužno potrebne kao izvor financiranja tekućeg poslovanja i osobito investicija. Alternativni izvori financiranja jednostavno ne postoje za većinu poduzeća – ili ih se ne isplati razvijati iz perspektive duštvenih koristi i troškova. Jedan razlog je mala veličina tih privreda, drugi je činjenica da se i znatno veće i financijski razvijenije zapadnoeuropske privrede nastavljaju oslanjati na banke umjesto na tržišta kapitala kao glavni izvor financiranja.

Štoviše, nova literatura samo je dodatno potvrdila da bez snažnih i djelotvornih banaka nema ni učinkovite alokacije kredita. Većina istraživanja koja koriste mikro podatke proučavaju naime alokaciju kredita u vrijeme europske bankarske i dužničke krize. Ta su iskustva osebujna i teško se mogu preslikati na normalna vremena i druga gospodarstva zbog veličine dislokacija na tržištima nekretnina, zbog veza između zaduženosti država i problema banaka u euro zoni, te zbog ograničenih mogućnosti vlasti u državama euro zone da provode mjere monetarne, regulatorne i fiskalne politike prilagođene specifičnim domaćim okolnostima. Uz to, kvaliteta podataka iz ogromnih datoteka s milijunima opservacija nije još u potpunosti provjerena, a metode analize tih podataka još uvijek se razvijaju.

Što se tiče intepretacija spomentutog „financijskog paradoksa“, bilo bi pogrešno zaključiti da se gospodarstva s nerazvijenim financijskim institucijama trebaju više oslanjati na direktnu alokaciju kredita umjesto na postojeću kroz bankarski sustav. Analize francuskog iskustva pokazale su npr. da su visoke stope rasta ostvarene u 1960-im i 1970-im godinama mogle biti još više uz manje državnih intervencija u dodjeljivanju kredita (Sicsic i Wyplosz, 1996). Istraživači su također naglasili važnost učinkovite javne uprave i visoko razvijene pravne i financijske infrastrukture za relativno uspješno usmjeravanje kredita u zemljama poput Francuske

(Monnet, 2012). Ti su uvjeti tek manjoj mjeri ispunjeni u gospodarstvima jugoistočne Europe. Štoviše, spomenuto slovensko iskustvo jasno je pokazalo da su upravo državne banke ostvarile najslabije rezultate u alokaciji kredita. Oni koji se zalažu za veći utjecaj države u alokaciji kredita trebali bi stoga prvo objasniti na koji način bi njihovi prijedlozi dali bolje rezultate od slovenskog iskustva.

No uz sve olakšavajuće okolnosti nemoguće je izbjeći zaključak da su se današnje banke prilično udaljile od Schumpeterove vizije o institucijama koje prepoznaju tehnološke inovacije, te identificiraju i financiraju poduzetnike s najboljim izgledima da te inovacije primijene, dajući time impuls ekonomskom rastu. Ako postoje financijske institucije koje ispunjavaju ovu funkciju, onda to danas nisu banke nego fondovi privatnog kapitala i njihovi „tehnološki izviđači“. Za odgovor na pitanje kako banke u današnjim uvjetima mogu pozitivno utjecati na dugoročno održivi rast, možda se stoga prvo trebamo upitati kako se banke mogu u većoj mjeri vratiti jednoj od svojih izvornih funkcija, koju danas obavljaju privatni fondovi kapitala.

References

- Albertazzi Ugo, and Domenico Marchetti (2010): "Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman", Banca d'Italia Temi di discussione, no 756, April.
- Banerjee, Ryan and Kristian Blickle (2016): "Housing collateral and small firm activity in Europe", BIS Working Papers, radni material BIS-a, u pripremi.
- Banerjee, Biswajit, Igor Masten, Sašo Polanec and Matjaž Volk (2016): "Credit misallocation before and after the crisis: microeconomic analysis for Slovenia", u pripremi za Banka Slovenije i CEPR (2016).
- Banka Slovenije and Centre for Economic Policy Research (CEPR) (2016): *Credit allocation before and after the global financial crisis: implications for real economy*, forthcoming.
- Benkovskis, Konstantins (2016): "Misallocation of resources in Latvia: did anything change during the crisis?" u pripremi za Banka Slovenije i CEPR (2016).
- Cecchetti, Stephen and Enisse Kharroubi (2015): "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?" BIS Working Papers, no 490, August.
- Cecchetti, Stephen and Enisse Kharroubi (2012): "Reassessing the impact of finance on growth", BIS Working Papers, no 381, July.
- Cecchetti, Stephen, Madhusudan Mohanty and Fabrizio Zampolli (2011): "The real effects of debt in achieving maximum long-run growth", Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium, pp 145-196.
- Goldsmith, Raymond (1959): "Financial structure and development as a subject for international comparative study", in Raymond Goldsmith (ed), *The comparative study of economic growth and structure*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, José-Luis Peydró and Jesús Saurina (2012): "Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications", *American Economic Review*, vol 102, pp 2301–26.
- Levine, Ross (1997): "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, vol 35, pp 688–726.
- Monnet, Eric (2012): "Financing a planned economy: institutions and credit allocation in the French golden age of growth (1954–1974)", University of California, Berkeley Economic History Laboratory Working Paper, no 2013-02, September.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff (2010): "Growth in time of debt", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 100, pp 573–8.
- Robinson, Joan (1952): "The Generalisation of the General Theory," in Joan Robinson, *The rate of interest, and other essays*, London: Macmillan, 1952, pp 67–142.
- Schumpeter, Joseph (1912): *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig: Dunker & Humblot.
- Sicsic, Piere and Charles Wyplosz (1996): "France, 1945–92", in Nicholas Crafts and Gianni Toniolo (eds), *Economic Growth in Europe since 1945*, Cambridge: Cambridge University Press, pp 210–39.
- Stern, Nicholas, (1989): "The economics of development: a survey," *Economic Journal*, vol 99, pp 597–685.
- Wyplosz, Charles (1999): "Financial restraints and liberalisation in post-war Europe", Technical report, CEPR Discussion Papers.