

Struktura ročnosti prekograničnih izvora finansiranja u zemljama u tranziciji

Dr Nikola Tasić, Fakultet za državnu upravu i administraciju, Megatrend univerzitet,
ntasic@megatrend.edu.rs

Dr Vladimir Vučković, Geoekonomski fakultet, Megatrend univerzitet,
vvuckovic@megatrend.edu.rs

Apstrakt: Privredni rast je pozitivno korelisan sa povećanjem učešća dugoročnog kapitala u prekograničnom prilivu finansijskih sredstava. U radu analiziramo promene u strukturi ročnosti prekograničnih kredita u zemljama u tranziciji u periodu 2006-2009. Značaj kratkoročnog kapitala se za većinu posmatranih zemalja smanjuje, što je rezultat unapređenja institucionalnog okruženja i poboljšanja makroekonomskih pokazatelja. Globalna finansijska kriza naglašava značaj strukture ročnosti prekograničnih kredita.

Ključne reči: Prekogranični krediti, ročnost kredita, BIS, zemlje u tranziciji.

Abstract: Economic growth is positively correlated with share of long-term debt in total cross-border capital inflow. In this paper we analyze changes in cross-border debt maturity in transition countries from 2006. to 2009. Share of short-term capital for majority of countries is decreasing, which can be contributed to the enhancement of institutional and economic performance. Global financial crisis emphasizes the importance of cross-border debt maturity.

Key Words: Cross-border lending, debt maturity, BIS, transition countries.

Značaj dugoročnog finansiranja

Bankarski sektor obavlja veoma značajnu funkciju: omogućava preuzimanje dugoročnih finansijskih obaveza i upuštanje u kapitalne projekte realnog sektora. Projekti većih kapaciteta, naročito oni zasnovani na naprednijim tehnologijama, ostvaruju prinose tek nakon određenog vremena, koje je u poređenju sa alternativnim vidovima ulaganjima znatno duže. Finansiranje takvih projekata omogućavaju banke na taj način što transformišu kratkoročne likvidne depozite u dugoročne nelikvidne kredite. Kao posledica te transformacije i ulaganja, ostvaruje se dinamični privredni rast u zemljama u kojima ekonomski subjekti imaju bolji pristup dugoročnim izvorima finansiranja.

Analiza dostupnosti dugoročnih izvora finansiranja interesantna je naročito za tranzicione zemlje, budući da se njihov finansijski sektor umnogome promenio tokom prethodne dve decenije. U predtranzicionom periodu zacrtani privredni ciljevi bili su ostvarivani obezbeđivanjem jeftinih izvora finansiranja odabranim sektorima i aktivnostima. Ključni elementi finansijskih politika bili su regulacija bankarskog poslovanja, osnivanje specijalizovanih finansijskih posrednika i neposredno državno vlasništvo u komercijalnim i razvojnim bankama. Stepem izloženosti međunarodnim finansijskim transakcijama i stranim bankama bio je ograničen. Niske kamatne stope i administrativna alokacija kredita umanjivali su kvalitet investicija. Manjak konkurencije između banaka proizvodio je neefikasnost u finansijskom posredovanju.

U procesu tranzicije, poslovne banke su uglavnom privatizovane, restrukturirane i dokapitalizovane. Osnovane su nove privatne banke, dominantno u vlasništvu stranih vlasnika, što nije bilo teško zahvaljujući talasu finansijske liberalizacije i labavije regulacije. Neki od rezultata bili su drastično smanjenje inflacije, poboljšanje institucionalnog okvira i privatizacija banaka. Takođe, u bankama se povećao udeo stranog kapitala, a u nekim zemljama uvođenjem kreditnih biroa poboljšala se dostupnost informacija, koji olakšavaju razmenu podataka o dužnicima. Svaki od navedih faktora pojedinačno može imati uticaj na dostupnost dugoročnih izvora finansiranja.

Ovakve promene dovele su do ponude novih bankarskih usluga, lakšeg zaduživanja privrede i stanovništva, ali je došlo i do rastućeg zaduživanja u inostranoj valuti i do veće izloženosti turbulentnim međunarodnim finansijskim tokovima. U poslednjem kvartalu 2008. godine, po izbijanju globalne finansijske krize, struktura ročnosti spoljnog duga ispoljava se kao preteći faktor po makroekonomsku stabilnost mnogih zemalja. Naime, kada je postalo jasno da se u 2009. godini ne može računati na obimne prilive kapitala, finansiranje deficita platnog bilansa postaje otežano. Države koje imaju izraženije učešće kratkoročnog kapitala imaju više razloga za zabrinutost, pošto se suočavaju sa opasnošću brzog i obimnog neto odliva kapitala. Struktura ročnosti spoljnog duga postaje tako vodeći indikator finansijske krize.

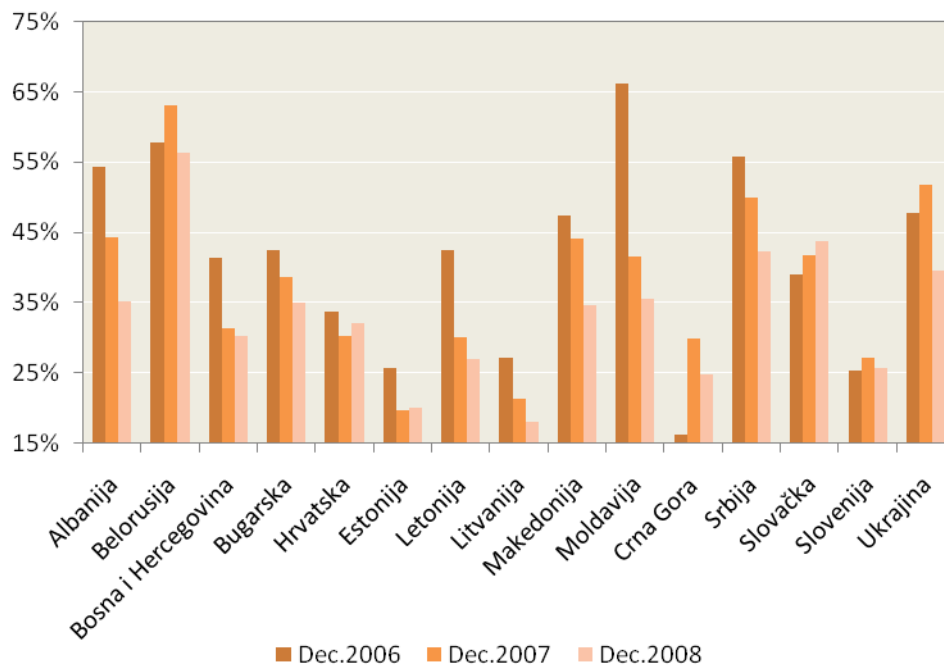
Struktura ročnosti prekograničnih kredita

Podaci o međunarodnom kreditiranju preuzeti su iz statistike *Consolidated Banking Statistics* koju objavljuje Banka za međunarodne obračune (*Bank for International Settlements*, BIS). Posmatramo podatke za 15 zemalja (među njima i Srbiju), kojima je zajedničko to što se mogu okarakterisati kao evropske zemlje u tranziciji. Analizirani period je 2006-2008. i želimo da uočimo tendencije u strukturi ročnosti inostranog kreditiranja u odabranoj grupi zemalja. U ovom radu ne razmatramo prvi indikator ranjivosti – ukupni spoljni dug (posmatran apsolutni i relativno, u odnosu na BDP), već se bavimo njegovom strukturom njegove ročnosti. Naime, posmatramo dinamiku i relativni nivo kratkoročnog spoljnog duga grupe zemalja. Za potrebe ovog rada, kratkoročni kredit je definisan kao kredit sa rokom dospeća manjim od jedne godine; krediti ročnosti duže od jedne godine predstavljaju dugoročne kredite.

Na grafikonu 1. prikazano je učešće kratkoročnog duga u stoku ukupnih prekograničnih kredita za grupu odabranih tranzicionih zemalja. Primećuje se da je,

prvo, značaj kratkoročnog kreditiranja različit od zemlje do zemlje i, drugo, da je formirana različita dinamika kratkoročnog zaduživanja u prethodne tri godine.

Grafikon 1. Učešće kratkoročnog duga u ukupnom dugu (%)



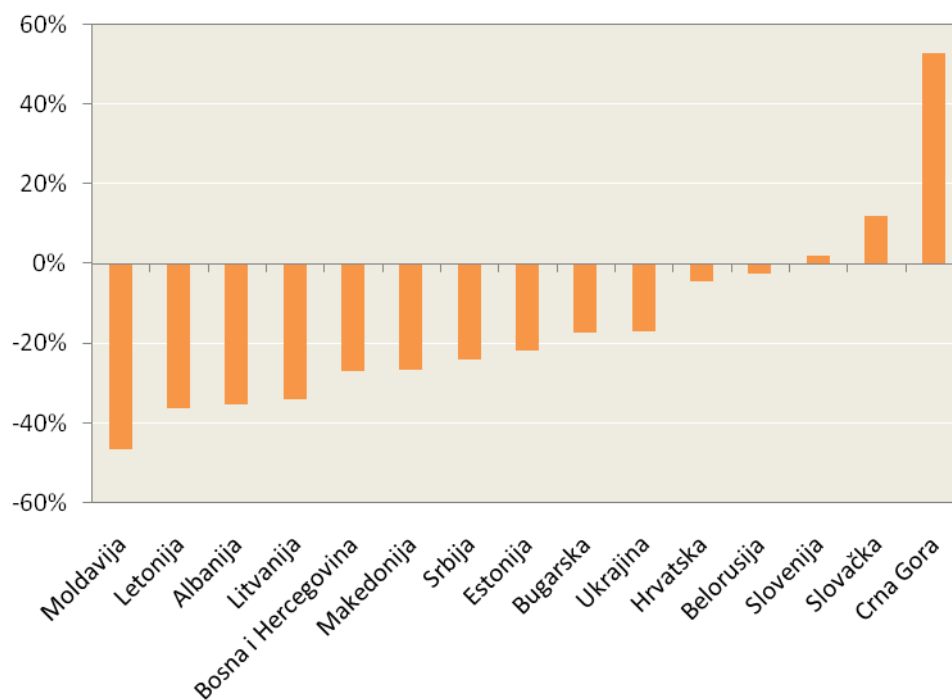
Izvor: proračun autora na osnovu podataka BIS.

Na grafikonu 2, za najveći broj zemalja primećuje se opadanje učešća kratkoročnog duga u periodu od kraja 2006. do kraja 2008. godine (Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Letonija, Litvanija, Makedonija, Moldavija, Srbija, Ukrajina). U manjem broju zemalja, sa druge strane, udeo kratkoročnih kredita stagnira ili raste (Belorusija, Hrvatska, Crna Gora, Slovačka, Slovenija).

Prema učešću kratkoročnog u ukupnom dugu, prema podacima sa kraja 2008. godine, države možemo podeliti u tri grupe (grafikon 3). U prvoj su zemlje u kojima je učešće kratkoročnog duga manje od 30%: Litvanija, Estonija, Crna Gora, Slovenija i Letonija. U sledećoj, najbrojnijoj grupi (učešće kratkoročnog duga od 30 do 40%) nalaze se Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Makedonija, Bugarska, Albanija, Moldavija, Ukrajina), a u trećoj grupi (učešće veće od 40% Srbija, Slovačka i Belorusija).

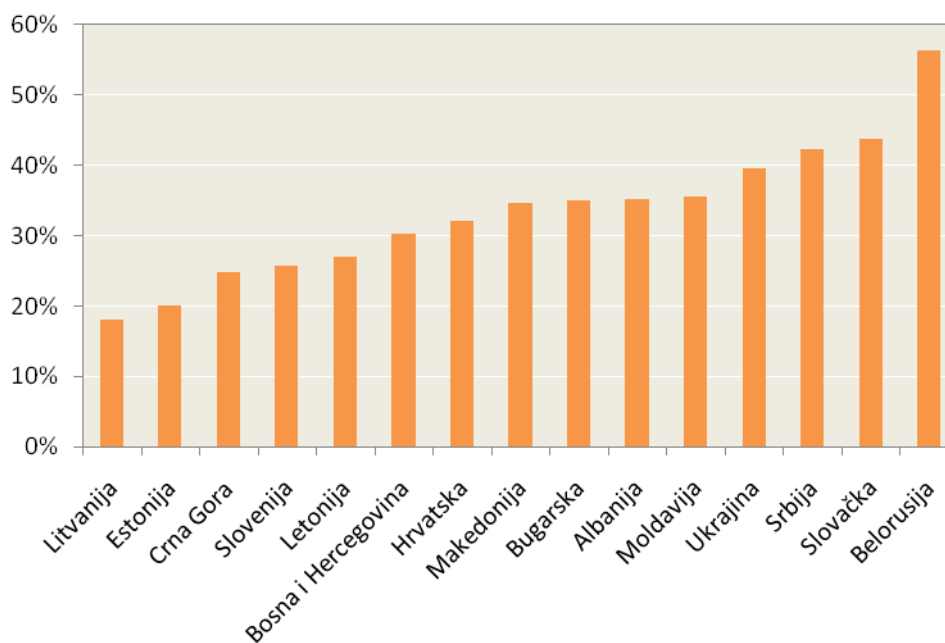
Na grafikonu 4. razvrstali smo posmatrane države prema dva prethodna kriterijuma: dinamici promene učešća kratkoročnog duga u ukupnom dugu u periodu od 2006. do 2008. godine i nivou (u odnosu na ukupni dug) kratkoročnog duga krajem 2006. godine.

Grafikon 2. Relativna promena učešća kratkoročnog duga u ukupnom dugu (2008/2006, %)



Izvor: proračun autora na osnovu podataka BIS

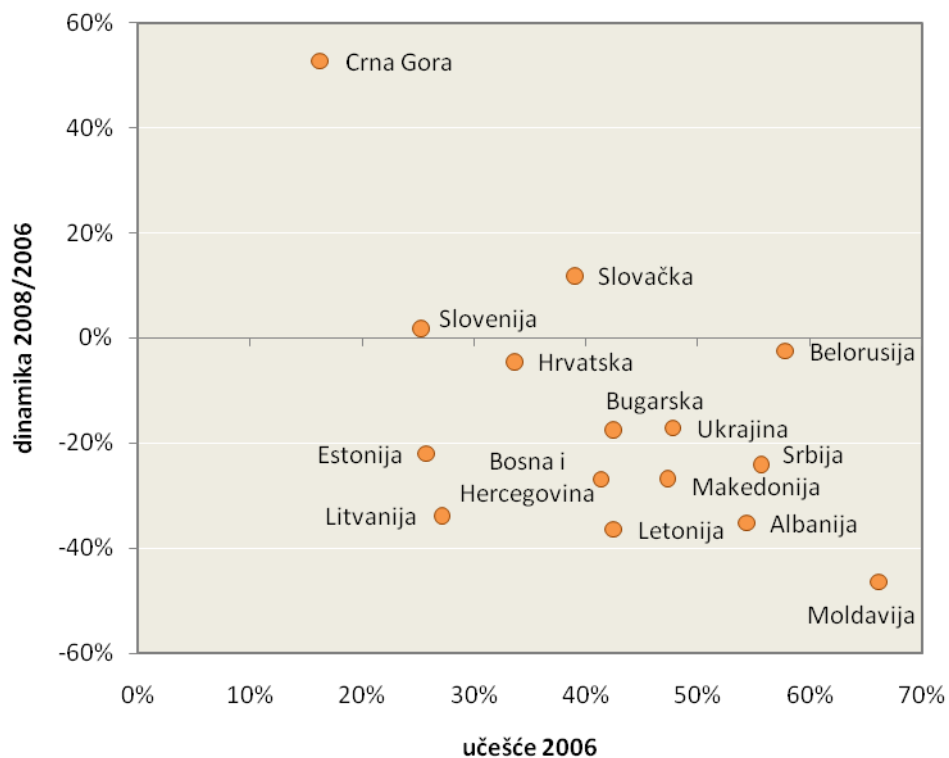
Grafikon 3. Učešće kratkoročnog u ukupnom spoljnom dugu u 2008. godini (%)



Izvor: proračun autora na osnovu podataka BIS

Na grafikonu 4. uočava se da je u najnepovoljnijem položaju Belorusija, koja je 2006. imala relativno visoko učešće kratkoročnog u ukupnom dugu i, suprotno preovlađujućim tendencijama u regionu, porast ovog učešća u sledeće tri godine (do kraja 2008. godine). Crna Gora je 2006. imala nisko učešće kratkoročnog duga, ali je potom došlo do njegovog eksplozivnog porasta. U Slovačkoj se primećuju negativne tendencije (porast umereno visokog učešća kratkoročnog duga iz 2006. godine). Kada je Srbija u pitanju, smanjenje učešća kratkoročnog duga u periodu 2006. do 2008. je zadovoljavajuće, mada treba imati u vidu da polovina posmatranih zemalja ima povoljniji saldo -brži pad učešća kratkoročnog duga od Srbije.

Grafikon 4. Učešće kratkoročnog duga u ukupnom spoljnom duguu 2006. godini i njegova dinamika u periodu 2006-2008.



Izvor: proračun autora na osnovu podataka BIS

Determinante ročnosti prekograničnih kredita

Navešćemo i neke faktore koji utiču na ročnost zaduživanja u zemlji, kako na formiranje ročnosti domaćih kredita unutar zemlje, tako i na formiranje ročnosti spoljnog duga zemlje.¹ U osnovi, na dostupnost dugoročnih izvora finansiranja utiču dve grupe faktora: institucionalni i ekonomski. Kada su institucionalni faktori u

¹ Za pregled literature o determinantama ročnosti videti Ravid, S. Abraham. 1996. „Debt Maturity--a Survey“, *Financial Markets, Institutions and Instruments* 5, no. 3: 1-69. Za determinante ročnosti prekograničnih kredita videti Valev, Neven T. 2006. Institutional Uncertainty and the Maturity of International Loans. *Journal of International Money and Finance* 25, no. 5: 780-794. i Tasić, Nikola, Neven Valev i Tamara Bašić Vasiljev, „Fear of Commitment: Weak Institutions and the Prevalence of Short-term International Capital“, radni papir NBS, 2008.

pitanju, na razlike u ročnosti kredita u zemljama koje smo prikazali mogu da utiču sledeći faktori:

1. **Vladavina prava.** Ukoliko zbog neefikasnosti pravnog sistema banke nisu u mogućnosti da naplate svoja potraživanja, ili to mogu da učine sporije, nastaje okruženje u kome banke nude kredite manje ročnosti kako bi kontrolisale dužnike pretnjom da kredit neće biti obnovljen.
2. **Vlasništvo nad bankama.** Vlasništvo nad bankama daje državi mogućnost da usmerava sredstva ka strateškim dugoročnim projektima koje privatne banke ne bi finansirale. Ipak, državne banke mogu da budu neefikasne i postojanje privatnih (i stranih) banaka doprinosi boljoj oceni projekata.
3. **Kreditni biro.** Kada banke uspostave razmenu informacija o dužnicima, očekuje se da na osnovu kvalitetnijih informacija banke bolje ocene potencijalne dužnike i njihove projekte. U takvim okolnostima banke nisu primorane da kontrolišu dužnike s manjom ročnošću kredita. U Srbiji od 2002. godine postoji javni kreditni registar.

Pored institucionalnih faktora, ekonomski faktori koji karakterišu zemlju imaju takođe bitnu ulogu u dostupnosti dugoročnih izvora finansiranja. Jedan od najvažnijih među tim faktorima jeste inflacija. Niska i stabilna inflacija može da utiče povoljno na dugoročne finansijske ugovore smanjujući nesigurnost vezanu za realnu vrednost budućih nominalnih dospeća. Banke su manje voljne da se dugoročno obavezuju u okruženju koje karakteriše viši nivo inflacije. Visoka inflacija, odvrćajući privredne aktere da stupaju u dugoročne finansijske aranžmane, primorava banke i ostale finansijske posrednike da održavaju veoma likvidne plasmane.

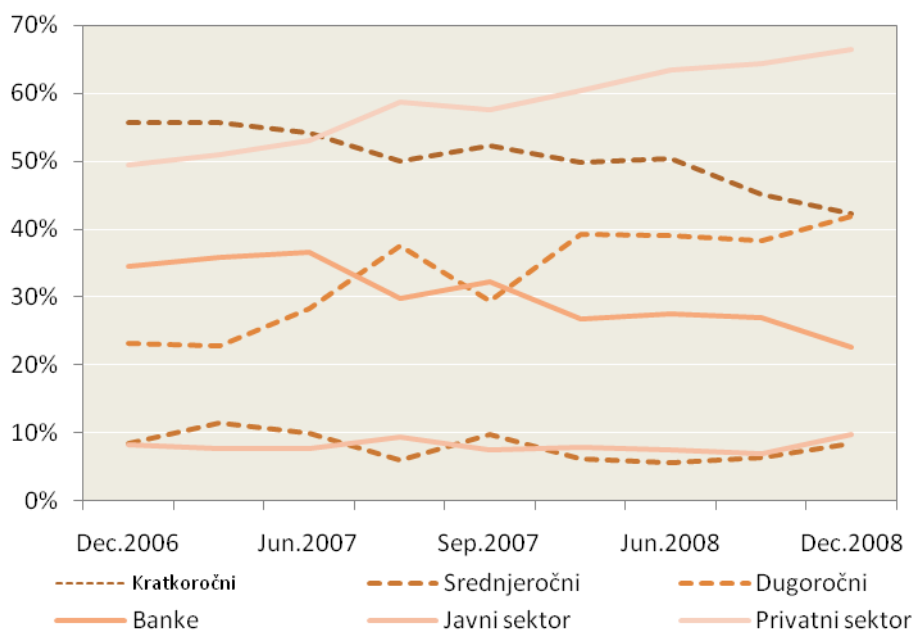
Veći bankarski sistem, kroz ekonomiju obima, može da umanjuje troškove nadgledanja projekata i poveća dostupnost dugoročnih izvora finansiranja. Volatilnost proizvodnje (kao mera poslovnog rizika) umanjuje, dok rast BDP (kao mera investicionih mogućnosti) povećava ročnost. Uticaj razvoja berze može imati dvojak uticaj na ročnost: pored toga što berza pruža dodatne informacije o dužnicima, ona predstavlja i alternativni izvor dugoročnog finansiranja.

Ukoliko sagledavamo determinante ročnosti prekograničnih kredita, potrebno je razmotriti još jedan institucionalni faktor (poreklo pravnog uređenja) i dva ekonomska faktora (udeo uvoza u BDP i strukturu dužnika). Ukoliko je pravno uređenje socijalističkog porekla (kao što je slučaj u posmatranim zemljama), očekuje se da strani dug ima dužu ročnost. Udeo uvoza u BDP povećava udeo kratkoročnog stranog duga u ukupnom dugu, jer se kratkoročnim zaduživanjem finansira uvoz. Ukoliko sagledavamo strukturu dužnika, treba navesti da, u poređenju efektom udela privatnog sektora u stranom dugu, udeo banaka u stranom dugu smanjuje ročnost, dok udeo javnog duga povećava ročnost.

Osvrt na Srbiju

Grafikon 5. prikazuje strukturu ročnosti i strukturu dužnika za prekogranične kredite u Srbiji. Sve vrednosti su u procentima ukupnog duga.

Grafikon 5. Učešće stranog duga po ročnosti i po dužnicima u ukupnom stranom dugu Srbije

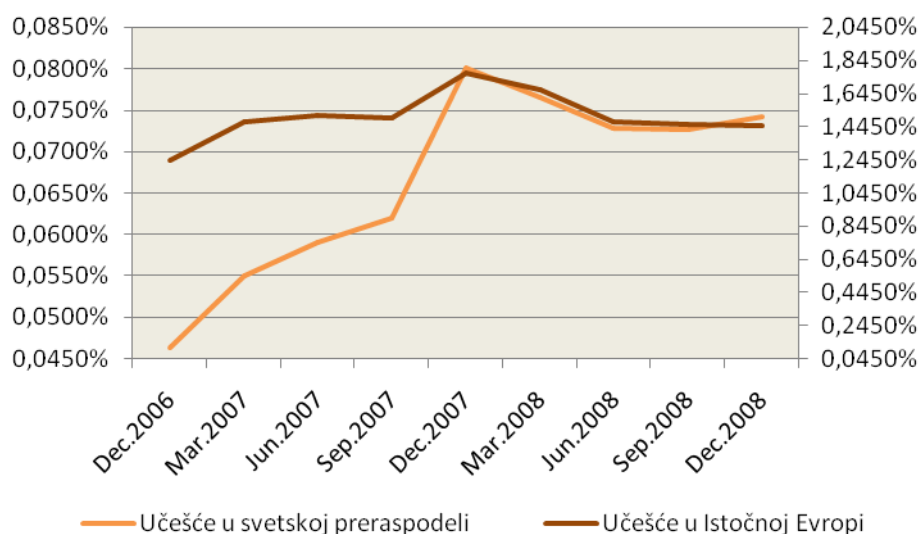


Izvor: proračun autora na osnovu podataka BIS

Kao što grafikon 5. pokazuje, učešće kratkoročnog stranog duga se smanjuje tokom celog posmatranog perioda. Međutim, takođe se vidi da je u ovom periodu došlo i do smanjenja učešća banaka u stranom dugu. Ovo je bila posledica direktnog zaduživanja preduzeća u inostranstvu, čiji dug ima dužu ročnost. Opisana kretanja ukazuju da je produženje ročnosti spoljnog duga Srbije pre posledica promene strukture dužnika, nego poboljšanja institucionalnog okvira.

Grafikon 6. prikazuje učešće Srbije u preraspodeli stranog kapitala.

Grafikon 6. Učešće Srbije u prepraspodeli stranog kapitala.



Izvor: proračun autora na osnovu podataka BIS

Kao što se sa grafikom 6. može videti, učešće Srbije u preraspodeli stranog kapitala raslo je od decembra 2006. do decembra 2007. godine, mereno učešćem u svetskoj preraspodeli, kao i učešće u Istočnoj Evropi. Prva polovina 2008. godine beleži pad u učešću, dok se u drugoj polovini učešće stabilizuje. Poražavajuće je što je Srbija uspela da privuče svega toliko kapitala i da sebi obezbedi 1,4533% kredita zemalja Istočne Evrope i 0,0742% kredita svih svetskih zemalja.

Zaključak

Učešće kratkoročnog duga u ukupnom spoljnom dugu zemalja u tranziciji nije dramatično povećano. Naprotiv, za najveći broj zemalja primećuje se opadanje ovog učešća kratkoročnog duga u periodu 2006-2008. Najugroženije države, prema nivou učešća kratkoročnog duga u ukupnom spoljnom dugu i njegovoj dinamici, jesu Belorusija i Crna Gora. Srbija se nalazi u sredini liste tranzicionih zemalja prema veličini kratkoročnog duga u ukupnom spoljnom dugu i prema dinamici njegovog kretanja. Prema značaju kratkoročnog duga u ukupnom eksternom finansiranju, Srbija je, kao i većina posmatranih tranzicionih zemalja, krajem 2008. godine bila manja izložena finansijskoj krizi nego krajem 2006. godine. Očigledno je da su institucionalni i ekonomski faktori poboljšani u evropskim tranzicionim privredama, pa je, prema očekivanjima, relativno povećan priliv dugoročnih sredstava. U globalnim finansijskim tokovima je, međutim, došlo do dramatičnih promena nakon izbijanja ekonomske krize, pa će u budućnosti inostrani kapital biti manje tolerantan na pogoršavnje apsolutnih i relativnih pokazatelja eksterne pozicije zemlje.

Promene u ročnoj strukturi Srbije – opadanje značaja kratkoročnog kapitala – proistekle su iz većeg neposrednog zaduživanja preduzeća u inostranstvu. Ovi prekogranični krediti, koji su pretežno dugoročni, delimično su zamenili kratkoročnije međunarodne bankarske kredite. Ipak, Srbija ima zanemarljivo učešće u međunarodnim i regionalnim tokovima kapitala.