

# REGIONALNI EKONOMSKI IZGLEDI EVROPE JAČANJE FINANSIJSKIH SISTEMA Novembar 07

## Izvršni sažetak

### Izgledi: Preko finansijske turbulencije do produženog rasta

Jaki ekonomski temelji bi trebalo da omoguće evropskim ekonomijama da relativno dobro prebrode sadašnju finansijsku turbulenciju. Ako se turbulencija povuče, uticaj na rast bi trebalo da bude u granicama kontrolisanog. Aktivna globalna ekonomija, u spoju sa prevashodno solidnom makroekonomskom politikom i sve većom trgovinskom i finansijskom integracijom u Evropu, stvorili su aktivnu regionalnu ekonomiju koja jasno pruža dividende rasta razvijenim ekonomijama i koristi od konvergencije Evropi u nastajanju. Uprkos svemu tome, očekuje se da će se u 2008. rast utišati u gotovo svim zemljama.

Produženo stezanje kreditnog tržišta predstavlja ključni negativan rizik za ove izglede, posebno za razvijene ekonomije. Mada je širi finansijski sistem nastavio da funkcioniše dobro, novčana i kreditna tržišta ostaju stegnuta. Direktna izloženost i međusobna povezanost novčanih tržišta doveli su do toga da se finansijska turbulencija brzo proširila među razvijenim ekonomijama u Evropi. Nedostatak informacija o izloženosti i teškoće oko vrednovanja aktive dovele su do nevoljnosti za trgovanjem na novčanim tržištima, a to je prouzrokovalo teškoće kod banaka koje se oslanjaju na kratkoročne velikoprodajne resurse za finansiranje dugoročne aktive. Produženo stezanje kredita imalo bi negativne posledice za realnu ekonomiju.

Uprkos relativno velikim spoljnim ranjivostima, Evropa u nastajanju je do sada u velikoj meri ostala netaknuta finansijskom turbulencijom, zahvaljujući svom ograničenom oslanjanju na međubankarska tržišta i složene finansijske proizvode. Pa ipak, rizici za Evropu u nastajanju su takođe porasli, posebno za one zemlje koje su svoje velike debalanse na tekućem računu finansirale putem zaduživanja kod stranih banaka. U tom pogledu, finansijska turbulencija može označavati zdravu korekciju u odnosu na prethodni entuzijizam, i približiti raspon rizika ekonomskim temeljima, poboljšati kreditnu disciplinu, i pomoći smanjenju spoljnih debalansa u zemljama u nastajanju.

Neočekivana neizvesnost vezana za poremećaj na kreditnim tržištima je tvorcima politike iskomplikovala zadatak vođenja svojih ekonomije u pravcu održanja rasta bez pregrejavanja, posebno u razvijenim ekonomijama. Iako je do sada njihov odgovor bio pretežno delotvoran, centralne banke će morati da nastave da budu spremne da stave na raspolaganje likvidnost

kako bi se izborile sa sistemskim rizicima. U evro zoni i u nekim drugim razvijenim ekonomijama, monetarna politika je zaustavljena, što je bilo ispravno, zbog negativnih rizika vezanih za finansijski poremećaj. Gledajući dalje unapred, predviđanje po bazičnom scenariju pretpostavlja da će se ti rizici postepeno izgubiti, i da će možda biti potrebno dalje stezanje. Naravno, takav pristup će biti potrebno preispitati ako se rizici ostvare i usporenje bude potrajalo. U ekonomijama u nastajanju, inflatorni pritisci i spoljne ranjivosti će onda zahtevati dalja povećanja kamatnih stopa u centralnom scenariju. U slučajevima gde su instrumenti monetarne politike nedelotvorni ili gde ih nema na raspolaganju, stezanje će morati da se postigne putem fiskalnih ograničavanja. Jak bankarski nadzor će biti kritičan za čitavu Evropu u nastajanju.

Nedavna zbivanja su podcrtala potrebu za reformom finansijskog sektora. Ona su otkrila da privatni i javni prudencijalni okviri nisu držali korak sa razvojem finansijskih inovacija i da će ubuduće morati da vrše bolji posao. Štaviše, tendencija novih finansijskih proizvoda da eksploatišu rupe u prudencijalnim okvirima se može pokazati kao problematična i od toga se treba čuvati. Kao što je argumentovano u analitičkom delu ovog rada, finansijska inovacija je bila i ostaje važan izvor poboljšanja ekonomskih rezultata na srednji rok i mora se podsticati. Ali istovremeno, potrebno je izbalansirano preispitivanje prudencijalnih aranžmana, finansijskih sigurnosnih mreža, i mehanizama za rešavanje kriza kako bi se ojačala njihova ukupna delotvornost.

Posmatrajući stvari izvan trenutne turbulencije, Evropa se nalazi pred krupnim izazovima ako očekuje da održi relativno robusan rast. Da bi se izborila sa rashodnim pritiscima vezanim za starenje stanovništva, fiskalna konsolidacija—zasnovana na smanjenju rashoda—mora da se vrati na ambiciozniji put. Za nekoliko razvijenih ekonomija, to je takođe potrebno zato što deficiti ostaju preveliki da bi se komforno nosili sa neminovnim usporenjima. U Evropi u nastajanju, veća fiskalna konsolidacija je poželjna radi ublaženja pritisaka od potražnje vezane za konvergenciju i obezbeđenja od rizika koje donosi brzi porast zaduženosti privatnog sektora. Međutim, konsolidacija takođe mora da cilja na strukturne reforme i da ih dopunjuje kako bi ojačala ponudu i ispunila obećanja o konvergenciji prihoda, uključujući mere za dalju ekonomsku i finansijsku integraciju.

### **Analitički fokus: jačanje finansijskih sistema**

Brzo finansijsko produblјivanje, inovacija i finansijska integracija su bitno transformisali finansijske izgledе Evrope. Potrošači i poslovne firme stiču koristi od sve šireg raspona opcija za finansiranje i ulaganje. Te koristi su posebno vidljive u brzom konvergenciji prihoda koji se postižu u mnogim zemljama Evrope u nastajanju. Ali brza finansijska inovacija i integracija stvaraju rizike i, kao što je to pokazala ova turbulencija, negativni šokovi imaju tendenciju da se brzo proširuju van granica. Prema tome, šta tvorci politike treba da čine?

Bez obzira na trenutnu turbulenciju, razvijene ekonomije još uvek mogu da očekuju znatne dobiti na osnovu povećane efikasnosti kroz dalje širenje raspona finansijskih aktivnosti koje

nude njihovi finansijski sistemi (Deo 2, poglavlje 1). Konkurentni i diverzifikovaniji finansijski sistemi bolje raspoređuju rizik i raspodeljuju resurse u sektore sa visokim potencijalom rasta. Zemlje koje su postigle najveći napredak u korišćenju komplementarnosti bankarskog i tržišnog finansiranja su ukupno gledano izvukle najviše koristi. U većini ekonomija, potrebne se dalje reforme kako bi se izjednačili početni uslovi za različite oblike finansijskog posredovanja i iskoristile njihove sinergije.

Ali nedavni događaji upozoravaju da finansijska inovacija može da pojača rizike koji nastaju iz rupa u prudencijalnim okvirima. Doduše, postavljajući stvari u perspektivi, svi tradicionalni oblici finansijskog posredovanja prošli su kroz slične testove, i povratili se od njih: njihova korisnost se više ne dovodi u pitanje. Kao odgovor na trenutnu turbulenciju, učesnici tržišta i tvorci politike će morati da razviju zaštitne mere kako bi omogućili da se ove koristi nabiraju bez stvaranja preteranog rizika. Iz te perspektive, biće važno poboljšati modele ocene rizika, upravljanje rizicima tržišta i likvidnosti, pregled poslovanja (due diligence), i transparentnost u pogledu procesa nastanka zajmova i izloženosti riziku komitenta.

S druge strane, za ekonomije u nastajanju glavni izazov je kako delotvorno upravljati brzim finansijskim produbljivanjem u kontekstu konvergencije (Deo 2, poglavlje 2). Žustar tempo rasta kredita i brzo povećanje privatnog zaduživanja u mnogim od ovih ekonomija povećali su rizike i postavili pitanja o održivosti. Mere politike nisu bile u stanju da zaustave ovo naviranje, što podvlači važnost smanjivanja ranjivosti i stvaranja sigurnosne zone. Ti ciljevi se mogu postići otklanjanjem fiskalnih i drugih deformacija koje postoje u bankarskom kreditiranju, boljim sprovođenjem prudencijalnih i nadzornih mera, i unapređenjem boljeg obelodanjivanja i razumevanja rizika. Tamo gde je konvergencija bila u sprezi sa velikim spoljnim debalansima, izazov na srednji rok će biti ispraviti te debalanse bez bolnih prilagođavanja. To će zahtevati nesmetano proticanje sredstava u pravcu produktivnih ulaganja, posebno u sektor utržive robe. Da bi pomogli u tom procesu, tvorci politike će morati da ojačaju svoje finansijske sisteme i unesu više fleksibilnosti u svoja tržišta radne snage i kapitala.

Gradeći na nedavnom napretku, sve ekonomije Evrope u nastajanju bi mogle da steknu važne koristi od produženog razvoja svojih finansijskih sistema u smislu efikasnosti, diverzifikacije rizika, i otpornosti prema potencijalno nestalnim spoljnim tokovima kapitala (Deo 2, poglavlje 3). Za članice EU, proces integracije pruža jedinstvenu priliku za ubrzavanje finansijskog razvoja, pošto zahtevi za harmonizacijom, pritisak konkurencije i nadzorni rizici čine dalje obuhvatne reforme još potrebnijima. Ekonomije u nastajanju van Evropske Unije bi trebalo da se usredsrede na učvršćivanje temelja finansijskog razvoja: nisku i stabilnu inflaciju, dobar kvalitet institucija, i pravnu državu. Stvaranje dobro funkcionišućeg tržišta vladinim hartijama od vrednosti, uspostavljanje jakog korporativnog upravljanja i zaštita prava poverilaca, kao i unapređenje pojave institucionalnih investitora bi takođe bilo korisno.