

ПРИЛОГ ИСТРАЖИВАЊИМА ПРИРОДЕ ВЕЗЕ ФИНАНСИЈСКОГ И РЕАЛНОГ СЕКТОРА

(и промјени помодног схватања о (бе)значајности „старих“ података)

Апстракт: Све што је старије од седам дана, у савременом пословном свијету сматра се застарјелим, а самим тим и бескорисним. Зато смо одлучили да кроз један други чланак (овај који слиједи) покажемо да су стари подаци и те како корисни за оне који их знају читати, чак иако испитујемо „нове“ хипотезе. У ту сврху постављамо хипотезу која би могла да гласи: „Развој финансијског посредовања се може користити као инструмент убрзања развоја реалног сектора и није само пасивни сљедбеник тог развоја“. Наравно тиме не негирамо постојање супротног утицаја (развој реалног сектора вуче за собом развој финансијског сектора²), већ доказујемо постојање интерактивног односа.

Ову хипотезу ћемо покушати да докажемо на „старим“ подацима, прикупљеним у периоду од 1960. до 1995. године, за 73 земље (већина „модерних економиста“ већ би овдје одмахнула руком и рекла „То је праисторија“).

При томе признајемо да смо већ имали пред собом слична истраживања³, на која ћемо се обилато ослањати, будући да сматрамо да нису довољно позната чак ни широј стручној јавности.

1. ХИПОТЕЗА: Раст и развој финансијског сектора утиче на раст и развој реалног сектора, а на раст и развој финансијског сектора се може утицати.

2. МОДЕЛ И МЕТОДЕ

За провјеру наше хипотезе поставили смо један модел, који ће нам помоћи да на научан начин потврдимо или одбацимо наведену претпоставку. Тај модел се базира на подацима прикупљеним у истраживањима ЛЛСВ-а⁴, проширеним за податке из истраживања Рејнолдса и Флореса⁵ за 73 земље посматране у петогодишњим

¹ Нису само модерни економисти дошли до закључка како финансијско посредовање поспјешује развој. Још давне 1781. године Александар Хамилтон је изјавио да су „Банке најсјеренији мотор привредног раста који је икада измишљен.“

² Познато је да класична економска теорија износи мишљење како узроке економског раста треба тражити у реалном сектору и како развој финансијског сектора само слиједи овај раст. Такво мишљење је дуго било преовлађујуће, а срећемо га у великом броју радова, између осталих и код Џ. Робертса.

³ Један од таквих радова, који се истиче по својој стриктно научној методологији и недвосмислености закључака је и рад професора Роса Левина (Ross Levine) са Универзитета у Минесоти (University of Minnesota), а као коаутори се појављују стручњаци Свјетске банке: Норман Лојса (Norman Loaysa) и Торстен Бек (Thorsten Beck), што само говори о озбиљности пројекта.

⁴ La Porta, R.F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, "Journal of Finance", 1997, 1131-50

⁵ T.H. Reynolds, and A.A. Flores, *Foreign Law: Current Sources of Codes and Basic Legislation in Jurisdictions of the World*, Littleton, Colo.: Fred B Rothman & Co. 1996.

интервалима у току 35 година (од 1960. до 1995. године). На њих ћемо примијенити два најчешће кориштена економетријска метода:

- метод уопштавања појединости и
- метод линије тренда.

Овако широка и дубока база података нам служи да, посматрајући варијације података у већем броју земаља и у дужем периоду, избјегнемо сваку необјективност резултата.

Кроз први метод покушаћемо да уочимо везу између кретања зависне варијабле - раста (а то је у овом случају кретања БДП-а по глави становника, као најчешће кориштене мјере), и независне варијабле - у овом случају нивоа развоја финансијског посредовања, за чије мјерење ћемо користити више показатеља.

Кориштењем првог метода покушаћемо и да утврдимо везу која постоји између егзогених фактора (у нашем истраживању правног система) и нивоа развоја финансијског посредовања. *На тај начин ћемо успоставити индиректну везу између привредног раста, с једне стране, и правног система као егзогених фактора на који креатори економске политике могу да утичу, с друге стране, што је и основна порука овог дијела рада.*

Помоћу другог метода ћемо покушати да квантификујемо ту међузависност.

2.1. МЕТОД УОПШТАВАЊА ПОЈЕДИНОСТИ

2.1.1. Показатељи нивоа развоја финансијског посредовања

Да бисмо могли да примијенимо овај метод на податке из базе података, прво морамо да одаберемо **показатеље** способности различитих система финансијског посредовања да олакшају и повећају мобилизацију капитала, те ефикасно уложе та средства (истражују и идентификују профитабилне прилике, посматрају и контролишу менаџмент, те на тај начин смање ризик). То није нимало лак задатак, узевши у обзир да посматрамо већи број земаља и у дужем временском интервалу. Ипак, ми смо се определијели за три индикатора нивоа развоја финансијског посредовања, као што су ликвидна финансијска пасива, комерцијалне – Централна банка и показатељи приватних кредита.

1) **ЛИКВИДНА ФИНАСИЈСКА ПАСИВА** је збир готовине, потраживања и каматоносних потраживања од банкарског и небанкарског посредничког сектора, подијељен са вриједношћу БДП-а.

Ово је типични показатељ "финансијске дубине" и према томе показатељ величине сектора финансијског посредовања. Овај показатељ има и неке слабости које се састоје у његовом претежно квантитативном карактеру. Наиме, он не показује директно како сектор финансијског посредовања смањује информациону асиметрију и утиче на смањење трансакционих трошкова. Поред тога, овај показатељ не искључује ни "дупло бројање", то јест депозите и друга потраживања које једни финансијски посредници држе код других. Ипак, уз претпоставку да је величина финансијског сектора у корелацији са квалитетом услуга које пружају, овај показатељ се често користи у многим истраживањима па и у овом нашем.

1) **КОМЕРЦИЈАЛНЕ VS ЦЕНТРАЛНА БАНКА** - овај показатељ је једнак количнику активе комерцијалних банака на једној страни и збиру актива комерцијалних банака и Централне банке на другој страни. На тај начин, овај показатељ мјери у ком степену комерцијалне банке у односу на Централну банку алоцирају штедњу. Као што се види, ни овим се не мјери директно у којем степену

комерцијалне банке привлаче штедњу пружањем услуга својим клијентима или колико ефикасно алоцирају средства, али се полази од претпоставке да оне то много боље раде од Централне банке.

3) **ПОКАЗАТЕЉ ПРИВАТНИХ КРЕДИТА** једнак је количнику вриједности кредита које је сектор финансијског посредовања дао приватном сектору и вриједности БДП-а. Тако овај показатељ раздваја кредите дате приватном сектору од оних датих влади, њеним агенцијама и државним предузећима. Уз то, овај показатељ искључује кредите које је одобрила Централна банка и друге државне банке (нпр. банке за привредни развој). Због тога је овај показатељ, иако сличан претходном, доста строжији, па је он наш преферирани показатељ нивоа развоја сектора финансијског посредовања. Тумачи се на исти начин као и претходни, тј. већи показатељ означава и виши ниво развоја финансијског посредовања.

2.1.2. Израчунавања и резултати

Сљедећи наш задатак је био да израчунамо горе наведене показатеље на основу информација из базе података 1. Резултате смо дали сумарно у табели 1⁶.

Табела 1

Статистика	Ликвидна пасива	Комерц vs Централна банка	Приватни кредити
Минимум	9.73	23.72	4.08
Максимум	143.43	98.99	141.3
Средња вриједност	37.48	83.89	27.01
Стандардна девијација	25.61	18.26	28.71
Број посматрања	71	71	71

Подаци за сваку земљу појединачно се налазе у табели 2 (у прилогу). Као што се из ње види, наш преферирани показатељ ПРИВАТНИХ КРЕДИТА износи мање од 10% БДП-а у Заиру, Сијера Леонеу, Хаитију и Сирији. С друге стране су Швајцарска, Јапан, Сједињене Америчке Државе и Холандија, у којима овај показатељ превазилази 85% БДП-а.

2.1.3. Међузависност стопе привредног раста и нивоа развоја финансијског посредовања

Наша је теза да земље са високим вриједностима параметара финансијског посредовања остварују убрзан развој. Због тога са информацијама из наведених табела повезујемо податке о стопи привредног раста. Та информација је представљена помоћу графикана 1, који показује међузависност нивоа показатеља ПРИВАТНИХ КРЕДИТА и стопе привредног раста. У графикону су све земље груписане у четири групе (према нивоу показатеља ПРИВАТНИХ КРЕДИТА). Као што се из графикана лијепо види, земље са највишим нивоом овог показатеља су у периоду 1960-1995. оствариле и највише стопе привредног раста. Шта више, свих десет земаља са највишим стопама раста имале су натпросјечан овај показатељ. Тако многе земље, познате као "азијска чуда" (као што су Јапан, Кореја, Тајван, Тајланд и Малезија) имале су релативно високе показатеље финансијског посредовања, иако на старту свог убрзаног развоја нису

⁶ Преузето из истраживања Рос Левина, *Финансијско посредовање и раст: узроци и посљедице* (Ross L. e v i n e, Norman L o y s a, Thorsten B e c k, *Financial intermediation and Growth: Causality and Causes*, "Journal of Monetary Economics", 46 (1), 2000, pg. 40

спадале у групу најразвијенијих земаља свијета. Слична ситуација је и са четири европске земље (Грчка, Ирска, Португал и Кипар) које у овом периоду спадају међу десет земаља свијета са највишим стопама привредног развоја.

Графикон 1



- 1- земље са најнижим нивоом показатеља приватни кредити,
- 2- земље са нижесредњим нивоом показатеља приватни кредити,
- 3- земље са вишесредњим нивоом показатеља приватни кредити,
- 4- земље са највишим нивоом показатеља приватни кредити.

Наравно, овим се не тврди да је једини узрок њиховог убрзаног раста развој система финансијског посредовања, већ да је то један од фактора. То ће се, можда, још боље потврдити на примјеру земаља чији су се системи финансијског посредовања у овом периоду споро развијали. Рецимо, од десет земаља са најнижим нивоом привредног раста, чак седам (Заир, Нигерија, Гана, Хаити, Либериа, Сијера Леоне и Гвајана) уједно остварују и најниже стопе показатеља финансијског посредовања. Банкарски системи ових земаља су у хаосу⁷ јер држава посједује банке, има значајан утицај на "приватне" банке, управља каматним стопама и поставља бројне рестрикције. Међутим, јасно је да ове земље имају и бројне друге проблеме, па се полако окрећемо регресионој анализи како бисмо квантификовали утицај и неких других фактора на привредни развој.

Прије него што то урадимо, износимо још једно запажање, а то је да када земља достигне одређен висок степен привредног развоја, опада значај финансијског посредовања на убрзање раста. Тако, од пет земаља са највишим стопама показатеља финансијског посредовања, четири не спадају у групу оних земаља са највишом стопом привредног раста (Јапан је једини изузетак). Међутим, све четири остале земље су већ на високом нивоу развоја (Швајцарска, Холандија, САД и Шведска). Насупрот њима су наведене земље које крећу са условно нижег нивоа развоја и остварују и брз раст параметара развоја финансијског посредовања и високе стопе привредног раста.

⁷ E. Gelbard, P. Leite, *Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa*, IMF Working Paper, ed. International Monetary Fund (African Department), Washington D.C., 1999.

2.1.4. Правни систем и развој финансијског посредовања

Овде смо пошли од идеје да се, помоћу разлика по земљама у појединим карактеристикама законског и регулаторног окружења, могу објаснити разлике по земљама у степену развоја финансијског посредовања. Ниво до кога финансијски посредници могу (по закону) стећи податке о фирмама и њиховом пословању суштински ће утицати на способност ових посредника да ефикасно улажу, а са тим је дугорочно повезана и њихова способност акумулације капитала. Укратко: правни системи који боље штите права повјерилаца погодоваће развоју финансијског посредовања. Ми ћемо се у овом дијелу проучавања везе између законског окружења и развоја финансијског сектора ослонити на студију групе аутора ЈЛСВ, која је изведена на подацима за 44 земље, проширену за податке Рејнолдса и Флореса. У овој студији су све земље груписане у четири врсте правних система (Њемачки, Француски, Енглески и Шведски) који воде поријекло из римског права⁸.

2.1.4.1. Поријекло правних система

Као што је познато, римско право је стигло до раног 11. вијека кроз Јустинијанов кодекс из шестог вијека (*Digestae*, *Novella*, *Coprus Iuris Civilis*), који су током времена бројни коментатори преводили, адаптирали и допуњавали. У 17. и 18. вијеку скандинавске земље су створиле аутохтони правни систем који није потпао под утицај касније створених правних система (осим у мањој мјери њемачког). Француски правни систем се веже за Француски грађански законик из 1804. године, чије је настајање везано за Наполеона који се и побринуо да законик буде прихваћен и у земљама које је освојио: Италији, Пољској, Хабзбуршкој монархији итд. Француски правни систем се проширио у доба француског колонијализма на земље на Блиском Истоку, сјеверној и содсахарској Африци, Индокини, Океанији, француској Гвајани, француским Карибима итд. Такође је преовлађујуће утицао и на португалске и шпанске правне системе, кроз које је утицао и на њихове колоније у централној и Јужној Америци.

Њемачки грађански законик (*Bürgerliches Gesetzbuch*) је завршен скоро вијек касније - 1896. године. Овај правни систем је имао значајан утицај на швајцарски, аустријски, кинески (а тиме и тајвански), јапански, корејски, чешки, ек-југословенски, мађарски, грчки и неке друге правне системе. Енглески (англосаксонски) правни систем формирао се на друкчији начин. То је правни систем у коме судске одлуке на свим судским нивоима имају нормативни карактер.

Припадност земаља појединим врстама правног система може се видјети у табели 2.

2.1.4.2. Показатељи права кредитора у правним системима

Разлог због којег смо у претходном поглављу подијелили националне правне системе у четири групе је тај што различити правни системи дају различита права кредиторима, односно, у различитој мјери штите та права. У сврху мјерења смо се ослонили на три показатеља које на крају синтетизујемо у један.

ПОКАЗАТЕЉ АУТОМАТСКЕ ОБУСТАВЕ (ПАО) једнак је јединици ако закони земље намећу аутоматско стопирање средстава фирмама које попуне захтијев за

⁸ T. H. Reynolds, A.A. Flores, *Foreign Law: Current Sources of codes and basic Legislation in Jurisdictions of the World*, ed. Ilielton colo, 1996.

реорганизацију. Једнак је нули ако ова одредба не постоји. Овај члан онемогућава кредиторе да преузму власништво над конкурентским фирмама и да их ликвидирају. Због тога је овај показатељ у негативној вези са правима кредитора.

ПОКАЗАТЕЉ УПРАВЉАЊА (ПУ) једнак је јединици ако менаџери фирме настављају да управљају пословима фирме у вријеме рјешавања процеса реорганизације, а у противном је једнак нули. У другом случају пословима фирме управља привремени менаџмент, постављен од стране кредитора. С обзиром да давање права старом менаџменту да настави управљање не одговара повјериоцима, овај показатељ је у негативној корелацији са правима кредитора.

Трећи показатељ законских права кредитора је ПОКАЗАТЕЉ СИГУРНОСТИ. (ПС) Једнак је јединици ако су кредитори ранжирани као први за накнаду потраживања из ликвидационе масе фирме која је банкротирала. Ако су радници и држава ранжирани прије кредитора у расподијели, овај показатељ је једнак нули. Због тога је овај показатељ позитивно повезан са правима кредитора.

На основу горе наведених показатеља стварамо синтетички показатељ ПРАВА КРЕДИТОРА, који је једнак $ПК = ПС - ПАО - ПУ$. Овај показатељ има вриједност између 1 (најбоље) и 2 (најгоре). Могло би се очекивати да земље са вишим коефицијентом имају развијеније системе финансијског посредовања.

Информације за сваку земљу појединачно се налазе у табели 2 (у прилогу). Одатле можемо видјети да вриједности за Француску, Бразил, Колумбију, Филипине, Мексико и Перу износе - 2 (све су земље француског правног система). За Велику Британију, Индију, Хонг Конг, Израел, Индонезију, и још неке земље англосаксонског привредног система износе 1. То значи да ове земље имају боље предуслове за развој финансијског посредовања.

Поред података о постојању одредби закона које штите права кредитора, битна чињеница је и да ли се та права примјењују. Примјена права се мјери ИНДИКАТОРОМ ВЛАДАВИНЕ ЗАКОНА⁹ (конструисан у Међународном водичу за ризик по земљама - International Country Risk Guide, ICRG). Овај параметар је представљен скалом од 1 (слаба традиција реда и законитости) до 10 (јака традиција реда и законитости). Други показатељ поштовања права кредитора је ПОКАЗАТЕЉ УГОВОРНОГ РИЗИКА и показује ризик да ће влада хтјети и моћи модификовати већ закључен уговор. Модификовати подразумијева одрицање, одгађање и редуковање финансијских обавеза владе. Као и код претходног показатеља, вриједност 1 означава највиши ниво ризика, а показатељ 10 најнижи ризик. Из претходна два показатеља конструисан је трећи синтетички - ПОКАЗАТЕЉ СПРОВОЂЕЊА. Вриједност овог показатеља је израчуната и представљена сумарно у табели 3¹⁰, а по земљама у табели 2 (у прилогу). Из ње се види да вриједност изнад 9 имају Аустралија, Аустрија, Белгија, Канада, Данска, Финска, Француска, Њемачка, Јапан, Холандија, Нови Зеланд, Норвешка, Шведска и Швајцарска.

Још један битан податак за процјену права кредитора јесу рачуноводствени стандарди. Оне земље које су увеле рачуноводствене стандарде који обезбјеђују јасну и поуздану информацију, направиле су боље услове за развој финансијског посредништва. У ЛЛСВ-у се користи показатељ назван РАЧУНОВОДСТВО. Он представља индекс разумљивости и креће се од 90 (најбоља) до 0 (никаква) разумљивост и поузданост финансијских извјештаја. У ЛЛСВ-у највишу оцјену је

⁹ преузето из студије La Porta, R.F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, "Journal of Finance", 1997, 1131-50

¹⁰ исто

добила Швајцарска - оцјену 83, а најнижу Египат - оцјену 24. Просјечна вриједност је 61, док овај индекс за САД износи 71.

2.1.4.3. Израчунавања и резултати

Након што смо анализирали факторе који, према нашем мишљењу, утичу на развој система финансијског посредовања, израчунали смо све показатеље и у облику просјека представили у табели 3.

Табела 3

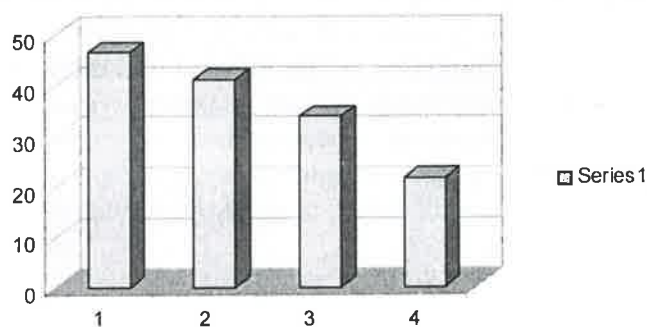
Статистика	Права кредитора	Показатељ спровођења	Рачуноводствени стандарди
Минимум	-2	3.6	24
Максимум	1	10	83
Средња вриједност	-0.3	7.5	61
Стандардна девијација	1.1	2	13.5
Број посматрања	44	44	44

Подаци за сваку земљу појединачно се налазе у табели 2.

2.1.5. Међузависност нивоа развоја финансијског посредовања и права кредитора

Да постоји веза између нивоа развоја финансијског посредовања, с једне стране, и заштите и поштовања права кредитора, с друге стране, јасно се види из графикана 2, код кога је на ординати уцртан ниво развоја финансијског посредовања, мјерен показатељем ПРИВАТНИ КРЕДИТИ, а на апсциси се налазе четири групе земаља - у зависности од степена законске заштите права кредитора и поштовања закона. Из базе података смо искључили земље које су већ достигле висок степен привредног развоја (у складу са примједбом коју смо изнијели у првом поглављу), па се подаци односе на земље које су у периоду од 1960. до 1995. године кренуле са нижег нивоа развоја. Признајемо и одређену мањкавост нашег израчунавања, јер смо, поред најбогатијих, искључили и земље за које немамо све податке, а то су махом оне најсиромашније, па су добијени подаци можда дијелом преоптимистични.

Графикон 2



- 1-земље са највишим степеном заштите и поштовања права кредитора,
- 2- земље са средњевишим степеном заштите и поштовања права кредитора,
- 3- земље са средњенижим степеном заштите и поштовања права кредитора,
- 4- земље са најнижим степеном заштите и поштовања права кредитора.

Поред оваквог уопштеног представљања занимљиво је и мало детаљније сагледавање резултата. У нашој анализи вриједност поштовања права кредитора 1 имале су земље енглеског правног система, али је поштовање тих права у просјеку 6.1, што је испод просјека за све земље, док је рачуноводствена регулатива добила оцјену 61, што је на нивоу просјека за све земље (укључујући и развијене). Земље код којих је поштовање права кредитора на нивоу оцјене 0 углавном се одликују знатно бољим поштовањем тих права - оцјена 8.05, што је изнад просјека за све земље, док је показатељ рачуноводство такође јако близу просјека и износи 60. Захваљујући оваквом бољем поштовању датих права, ове су се земље у синтетичком показатељу пробиле на прво мјесто свих група земаља. Њихов показатељ ПРИВАТНИ КРЕДИТИ је и највиши, у просјеку 46.46, што је више од земаља енглеског правног система код којих је овај показатељ на нивоу 41.10. У трећу групу спадају земље код којих је показатељ права кредитора на нивоу - 1. Поштовање тих права је солидно - ниво 6.76, а рачуноводствени стандарди су добили оцјену 47, што је испод просјека. Код ове треће групе земаља показатељ ПРИВАТНИ КРЕДИТИ је на нивоу 33.80. Посљедња група земаља углавном припада француском правном систему. Код њих су скоро сви показатељи најгори: права кредитора - 2, поштовање права 4.07, рачуноводствени стандарди 53. Захваљујући свему овоме, не изненађује да имају најнижи просјечан ниво показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ, свега 21.46.

* * *

Ако се присјетимо графикона 1, код кога се на ординати налазила стопа привредног раста, а на апсциси ниво развоја финансијског посредовања мјерен показатељем ПРИВАТНИ КРЕДИТИ, па те податке повежемо са графиконом 2, код кога се на ординати налази ниво развоја финансијског посредовања мјерен истим показатељем ПРИВАТНИ КРЕДИТИ, док се на апсциси налази законски ниво заштите права кредитора и поштовање тих права, *вјерујемо да смо успјели да емпиријским подацима докажемо постојање везе између стопе привредног раста, с једне стране, и креирања окружења погодног за развој финансијског посредовања, с друге стране.*

Сви наведени показатељи (комбиновано с постојањем и поштовањем права кредитора) служе нам само да процјенимо правац њиховог утицаја на развој финансијског посредовања и финансијског посредовања на привредни раст. Квантификовање тог утицаја извешћемо у сљедећем поглављу.

2.2. МЕТОД ЛИНИЈЕ РЕГРЕСИЈЕ

Након што смо кроз претходну анализу доказали постојање везе између развоја финансијског посредовања и висине стопе привредног раста, у поглављу које слиједи покушаћемо да извучемо линију регресије која би квантификовала односе стопе раста, као зависно промјенљиве, и нивоа развоја финансијског посредовања и других фактора, као независно промјенљивих.

2.2.1. Извлачење линије регресије

На основу до сада изложене теорије, а уз примјену математичких метода (метод најмањих квадрата) из двије серије података - једне која показује привредни раст у периоду од 1960. до 1995. године, и друге која показује ниво развоја сектора финансијског посредовања у том периоду - конструисана је једначина линеарне регресије облика:

$$\text{Раст} = \alpha + \beta * (\text{фин.систем}) + \gamma * (\text{условљавајући сет}) + \epsilon$$

гдје је:

- зависна варијабла РАСТ једнака расту БДП-а по глави становника;
- независна варијабла α једнака најнижем расту БДП-а по глави становника кад су независне варијабле једнаке 0;
- независна варијабла *финансијски систем* једнака показатељима нивоа развоја финансијског посредовања (ликвидна финансијска пасива или комерцијалне-Централна банка или приватни кредити). Коефицијент β је константа и извучен је из емпиријских података и износи око 10%¹¹;
- независна варијабла *условљавајући сет* представља друге факторе који утичу на привредни раст (ниво образовања, снага владе, инфлација, снага црног тржишта и укљученост у међународну размјену, ниво политичке стабилности и етничке различитости), те гдје је
- посљедња независна варијабла ϵ мјера необјашњених одступања од линије регресије.

Овако добијена једначина линије регресије била је сврха цијеле ове анализе. Она је корисно средство да проценимо утицај развоја финансијског посредовања и других фактора на привредни раст. На примјер, индијска вриједност показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ је у периоду 1960-1995. била 19,5% БДП-а, док је просјечна вриједност за земље у развоју била 25% БДП-а. Резултати сугеришу да би једно егзогено побољшање у показатељу ПРИВАТНИ КРЕДИТИ у Индији које би подигло тај показатељ на ниво просјека за земље у развоју, убрзало раст БДП-а по глави становника за 0,6% годишње. Слично, да је Аргентина помјерила вриједност показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ на просјек земаља у развоју, то би повећало развој за више од 1% годишње. То је велико повећање, узимајући у обзир да је раст БДП-а за Аргентину у овом периоду био свега 0,62 % годишње¹².

¹¹ Преузето из студије Рос Левина, *Развој финансијског посредовања и раст: узроци и посљедице*, стр. 47

¹² Преузето из студије Рос Левина, *Развој финансијског посредовања и раст: узроци и посљедице*, стр.

3. НОВИЈА ИСТРАЖИВАЊА НА ПРИМЈЕРУ ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ, ИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ И БАЛКАНА (*Ранораниоци, касни спавачи и успаване љепотице*: раст банкарских кредита приватном сектору у централној, источној Европи и на Балкану¹³)

У теоријском смислу овај рад се ослања на рад Роса Левина "Финансијско посредовање и раст: узроци и посљедице". То се методолошки види из кориштења истих показатеља (ПРАВА КРЕДИТОРА) и сличних закључака о потреби побољшања законске заштите права кредитора. Али, за разлику од првог рада, који има много ширу перспективу посматрања (73 земље, тридесетпетогодишњи период, 1960-1995), овај други рад је урађен на панелу од 15 земаља источне, централне и југоисточне Европе, и у периоду краћем од 15 година (1992-2005). У овим земљама су се у том периоду одигравали процеси транзиције, а међу тим земљама се налазила и БиХ. Све земље су подијељене у три групе: "ранораниоци" ("early birds" = букв. "ране птице"), "касни спавачи" ("late sleepers") и "успаване љепотице" ("sleeping beauties"), према тренутку у којем је дошло до наглог раста показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ и нивоа показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ/БДП, са којег земља полази. Тако БиХ, заједно са СЦГ и Литванијом, спада у групу земаља "касных спавача", гдје се за тачку преокрета узима 2001-2002. година, а ове земље крећу са ниског нивоа поменутог показатеља (код БиХ 9,2).

И у овом раду се истиче да нема реформе финансијског сектора без опште реформе привредног система. Какве те реформе треба да буду, најбоље се види из следећих закључака:

- један од најважнијих фактора за убрзање показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ јесте својинска трансформација;

- други битан моменат је приватно посједовање банака;

- такође битан фактор јесте и ниво заштите права кредитора, док је

- четврти закључак је да не постоје чврсти докази да је брз раст примарно посљедица „хватања корака“ од стране "ранораниоца" са "успаваним љепотицама". На примјер, код "раноранилаца" просијечан ниво показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ/БДП био је знатно нижи од "успаваних љепотица" прије тачке преокрета (просјек 14,2, што је пола од нивоа код "успаваних љепотица" током деведесетих), међутим - овај рачуно наставља да расте код "раноранилаца" и након достигнутог нивоа "успаваних љепотица";

- пети закључак је да не постоје чврсти докази да је процес раста покренут способношћу банкарских система "раноранилаца" да привуку страну штедњу, мада има и таквих примјера (Хрватска)¹⁴;

- раст показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ првенствено је покренут нивоом домаће штедње.

Препоручују се следеће промјене: убрзана приватизација комплетне привреде, а посебно банкарског сектора, подизање законске заштите права кредитора, раст домаће

¹³ Рад који су за потребе ММФ-а урадили Карло Котарели, Ђовано Дел Аричија и Ивана Владкова-Холар (Cottarelli.C., Dell Ariccia. G., Vladkova-Hollar.I.)

¹⁴ За два последња закључка изражавамо дубоку сумњу, будући да је аутор имао прилике да погледа податке о изворима средстава банака у БиХ, нпр. Програм оцјене финансијског сектора БиХ, састављен од стране ММФ-а и Свјетске банке, гдје се лијепом види значај иностране штедње за развој домаћег банкарског сектора, или нпр. Билтен ЦББХ, 2-2007, гдје поређењем структуре депозита и кредита сазнајемо о значају инодепозита за привредни развој.

штедње, упоредо са отварањем домаћег финансијског тржишта за страна улагања. Као посљедица оваквих реформи, уочена су два макроекономска ефекта, а то су: привлачење страног капитала и истискивање сектора државе са финансијског тржишта.

Земље које су прве кренуле у реформе привредних система већ су до 2002. године оствариле значајне резултате у вези са питањем развоја финансијског система. У Бугарској, Естонији и Латвији (све спадају у "ранораниоце") остварен је раст показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ за 315, 121, 304% у периоду 1998-2002. год. или раст од 11, 22, 17% показатеља ПРИВАТНИ КРЕДИТИ/БДП.

У складу са закључцима првог поглавља, примјећујемо да би овакав раст финансијског посредовања морао повући за собом и раст привреде. Међутим, статистички подаци за период 1998-2002. год. не дају нам јасан одговор. Наиме, у овом периоду је просјечан раст реалног БДП-а у земљама које спадају у "ранораниоце" износио 13,9 % кумулативно за све четири године, док је у земљама "каским спавачима" износио 15,5%. Ипак, разлика између "раноранилаца" и "успаваних лепотица" је неоспорна: раст БДП-а у првим 13,9% наспрам само 6,92%¹⁵. Зато се разлози бржег раст БДП-а код групе "каских спавача" можда могу објаснити послјератним опоравком ових земаља (БиХ, СЦГ), због чега ће за извлачење коначних закључака бити неопходна дужа временска дистанца¹⁶.

Закључак

Овај рад би могао да се посматра као кратак увид у модерну економску теорију у области односа реалног сектора економије и сектора финансијског посредовања. У ту сврху смо, кроз први дио, представили радове Роса Левина и групе аутора познатије као ЛЛСВ, у којима се емпиријски провјереним подацима показује како је развој финансијског посредовања фактор који доприноси бржем расту цијеле економије. Даљи логичан наставак ове мисли протеже се на стварање услова за развој финансијског посредовања. Ти услови се стварају кроз побољшање законске позиције кредитора, поштовање тих закона и увођење високих стандарда у области рачуноводства. Највише достигнуће првог дијела је конструисање криве регресије, која може да послужи као аналитичко средство оцјењивања утицаја побољшаних услова финансијског посредовања са ефектима убрзања привредног раста.

У другом дијелу смо пратили рад професора Левина, као и један новији рад који основне закључке Левиновог истраживања провјерава на примјеру земаља централне, источне и југоисточне Европе.

Надамо се да ће овај рад дјеловати макар инспиративно за даља истраживања, а за оне који желе да темељније провјере наше закључке, у прилогу дајемо генеричку табелу 2.

¹⁵ Израчунато на основу података из рада: "Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans" IMF Working Paper wp/03/ 213

¹⁶ Како је од тада прошло више од 5 година, сматрамо да би било добро покренути једно озбиљно истраживање на ову тему и провјерити закључке овога рада.

Литература

- Cottareli, C, Dell Ariccia, G, Vladkova-Hollar, I: "Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans" IMF Working Paper wp/03/ 213
- Levine, R, Loysa, N, Beck, T, *Financial intermediation and Growth: causality and Causes*, "Journal of monetary Economics", 46 (1), 2000
- La Porta, R.F. Lopez-de-Silanes, A., Shleifer, and R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, "Journal of Finance", 1997, 1131-50
- T.H. Reynolds, and A.A. Flores. *Foreign Law: Current Sources of Codes and Basic Legislation in Jurisdictions of the World*. Littleton, Colo; Fred B Rothman & Co, 1996.

Земља	% раста БДП	Индикатори финансијског развоја			Поријекло правног		варијабле	
		лик. пасива	комерц. vs. центр. банка	приватни кредит	система	пок. кредитор	пок. спровођења	пок. рачуноводства
Аргентина	0.62	18.34	74.16	15.69	Ф	-1	5.13	45
Аустралија	1.98	51.73	92.67	54.82	Е	-1	9.36	75
Аустрија	2.89	67.5	98.44	65.3	Њ	0	9.8	54
Бангладеш	0.71	24.69	86.38	13.55	Е	...	...	...
Барбадос	2.65	51.59	91.85	40.79	Е	...	...	...
Белгија	2.65	49.02	92.01	25.65	Ф	0	9.74	61
Белизија	0.36	16.39	31.6	13.14	Ф	...	...	...
Бразил	2.93	19.16	61.68	22.1	Ф	-2	6.31	54
Канада	2.39	56.5	89	60.86	Е	-1	9.48	74
Чиле	1.45	22.96	52.81	27.81	Ф	-1	6.91	52
Колумбија	2.23	22.41	80.16	22.08	Ф	-2	4.55	50
Костарика	1.61	29.38	72.82	21.77	Ф	...	...	...
Кипар	5.38	74.49	92.72	62.39	Е	...	...	...
Данска	2.18	49.48	88.1	42.45	Ш	0	9.66	62
Доминиканска р.	2.5	20.58	73.34	19.11	Ф	...	...	...
Еквадор	2.39	20.05	62.16	17.99	Ф	1	5.93	...
Ел Салвадор	0.61	26.96	72.04	22.85	Ф	...	...	...
Фили	1.85	37.48	96.95	23.65	Е	...	...	...
Финска	2.8	45.35	97.22	51.78	Ш	-1	9.58	77
Француска	2.43	63.37	96.54	75.47	Ф	-2	9.09	69
Њемачка	2.45	57.46	97.57	76.46	Њ	0	9.5	62
Гана	-0.96	17.58	39.78	5.07	Е	...	...	...
Грчка	3.22	53.34	74.36	36.72	Ф	-1	6.4	55
Гватемала	0.93	20.22	75.16	13.32	Ф	...	...	...
Гуана	-0.28	52.96	58.02	20.52	Е	...	...	...
Хаити	-0.66	22.6	23.72	7.71	Ф	...	...	...
Хондурас	0.6	23.04	76.54	23.86	Ф	...	...	...
Исланд	3.01	31.76	88.94	34.79	Ш	...	...	...
Индија	1.92	32.95	63.68	19.53	Е	1	5.14	57
Ирска	3.25	54.74	94.73	49.14	Е	-1	8.38	...
Израел	2.81	51.95	84.28	37.43	Е	1	6.18	64
Италија	2.93	77.48	87.77	59.03	Ф	-1	8.75	62
Јамајка	0.42	36.85	78.09	24.55	Е	...	...	...
Јапан	4.3	125.94	96.72	128.38	Њ	0	9.34	65
Кенија	1.96	35.74	81.27	23.93	Е	1	5.54	...
Јужна Кореја	7.16	41.02	83.95	66.52	Њ	1	6.97	62
Либериа	-0.47	9.73	37.9	10.16	Е	...	...	...
Малезија	4.11	63.74	96.45	47.2	Е	1	7.11	76
Малта	6.65	143.43	92.57	43.97	Е	...	...	...

Земља	% раста БДП	Индикатори финансијског развоја			Поријекло правног		варијабле		
		лик.пасива	комерц. vs. центр. банка	приватни кредит	система	пок. кредитор	пок. спровођења	пок. рачуноводства	
Мауританија	3.02	46.87	82.21	24.36	Ф	...	...	...	
Мексико	1.97	25.57	69.38	22.89	Ф	-2	5.95	60	
Непал	0.77	20.27	57.86	7.72	Е	...	...	...	
Холандија	2.2	71.41	98.1	86.69	Ф	-1	9.68	64	
Нови Зеланд	1.12	49.63	82.43	37.59	Е	0	9.65	70	
Нигерија	-2.75	14.43	83.89	13.05	Ф	...	...	...	
Норвешка	3.18	54.04	90.02	81.62	Ш	-1	9.86	74	
Пакистан	2.7	38.68	67.89	20.77	Е	1	3.95	...	
Панама	2.03	33.37	71.97	40.22	Ф	...	...	...	
Папуа Нова Гвинеја	1.12	31.05	89.12	20.84	Е	...	...	...	
Парагвај	2.38	17.62	65.29	14.52	Ф	...	...	...	
Перу	0.06	18.52	86.04	13.32	Ф	-2	3.59	38	
Филипини	1.16	27.5	81.4	27.01	Ф	-2	3.77	65	
Португал	3.65	78.02	90.35	55.01	Ф	-1	8.63	36	
Сенегал	-0.44	22.8	84.54	27.51	Ф	...	...	...	
Сијера Леоне	-0.34	16.83	49.55	5.07	Е	...	...	...	
Јужна Африка	0.39	51.44	94.77	71.94	Е	0	5.85	70	
Шпанија	2.88	70.31	92.74	65.05	Ф	0	8.1	64	
Шри Ланка	2.7	30.34	57.8	17.11	Е	0	3.58	...	
Шведска	1.89	53.49	88.94	89.11	Ш	-1	9.79	83	
Швајцарска	1.42	123.41	98.99	141.3	Г	-1	9.99	68	
Сирија	2.51	43.32	46.93	8.83	Ф	...	...	...	
Тајван,Кина	6.62	66.97	95.72	57.32	Н	0	8.84	65	
Тајланд	4.88	47.79	84.66	48.52	Е	1	6.91	64	
Того	0.46	32.9	82.05	21.88	Ф	...	...	...	
Тринидад и Тобаго	1.12	37.46	91.72	31.2	Е	...	...	...	
Велика Британија	1.96	48.63	83.55	46.31	Е	1	9.1	78	
САД	1.71	62.12	93.11	113.07	Е	-1	9.5	71	
Уругвај	1.03	29.47	59.24	21.21	Ф	0	6.15	31	
Венецуела	-0.88	36.84	90.9	33.12	Ф	...	6.34	40	
Заир	-2.81	16.03	28.58	4.08	Ф	...	...	...	
Зимбабве	0.84	46.92	75.8	23.04	Е	1	4.36	...	

Прилог : Табела број 2.

Марко Ђоро

**CONTRIBUTION TO RESEARCHES ON THE NATURE OF THE CONNECTION
BETWEEN FINANCIAL AND REAL SECTOR**

(and modification of a trendy view of (in)significance of the "old" data)

Summary

Everything older than seven days is considered out-of-date and useless. That is why I decided to show in another paper (the one following herein) that old data are very useful for those who know how to read them, even at examining the "new" hypotheses. I have set a hypothesis to that cause that might read: "The development of the financial mediation may be used as the instrument of acceleration of development of the real sector and it is not only a passive follower of such development". Naturally, I do not deny the existence of the opposite influence at the same time (the development of the real sector carries with it the development of the financial sector), but I try to prove the existence of interactive relationship.

I am going to try to prove this hypothesis with "old" data collected in the period 1960-1995 from 73 countries (the majority of the "modern economists" would wave their hand saying ("It is prehistory")).

However, we confess that we have had similar researches in front of us that we are going to rely upon abundantly as we think that they are not known enough to wider expert public.

Our research will be, of course, much simpler and we hope more useful as a guideline for this country. So let us start...