

Financijalizacija države: preliminarna analiza za Hrvatsku

Marek Mikuš

Trinity College Dublin

mikusm@tcd.ie

30. Ekonomska radionica Hrvatske narodne banke

Zagreb, 6. 6. 2019



Trinity College Dublin
Coláiste na Tríonóide, Baile Átha Cliath
The University of Dublin

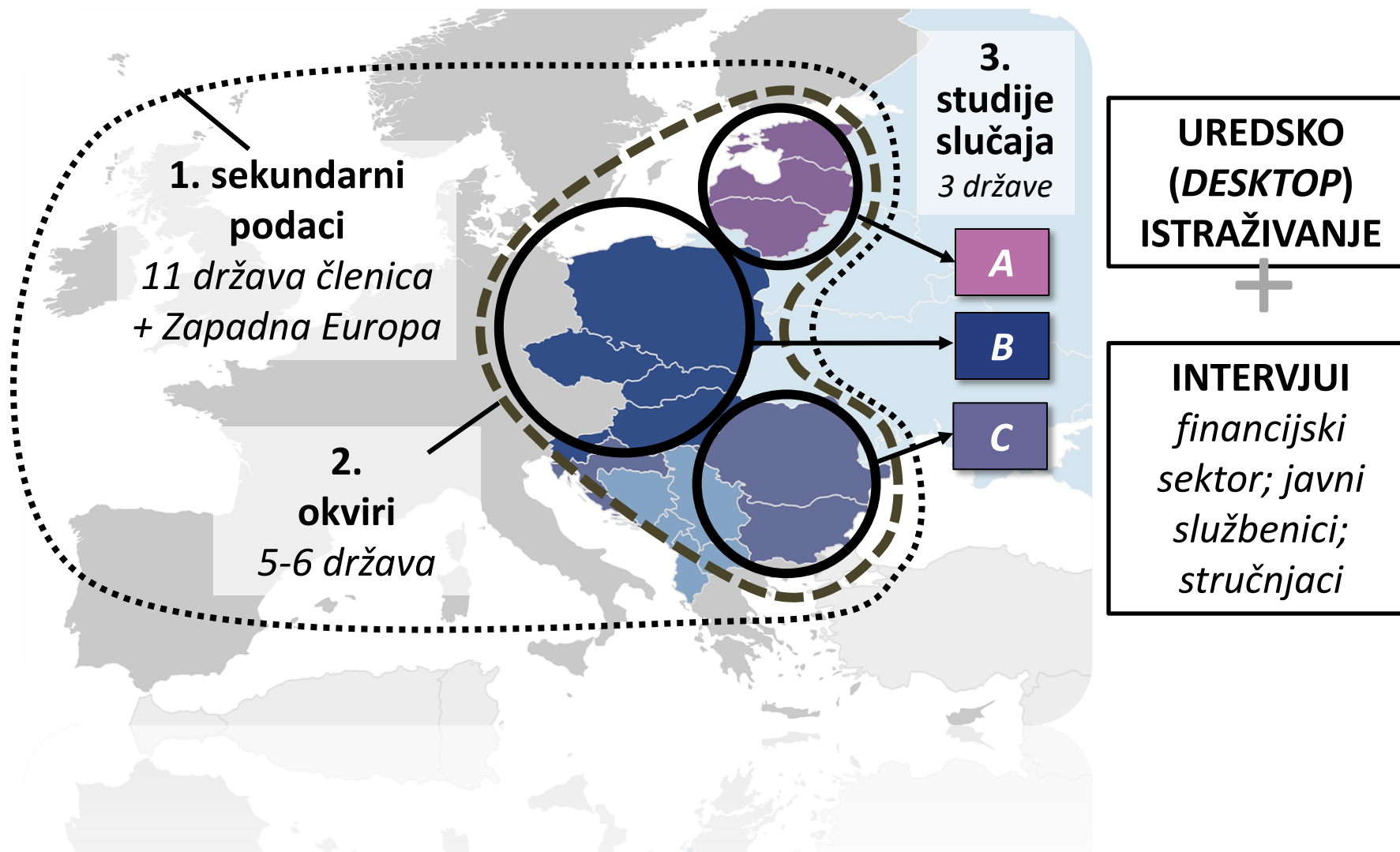
Projekt

- Pun naziv: „Western banks in Eastern Europe: New geographies of financialisation“ (Zapadne banke u istočnoj Europi: Nove geografije financijalizacije)
- petogodišnji projekt (2016–2021)
- financiranje: Konsolidacijska potpora Europskog istraživačkog vijeća (ERC)
- provodi: voditelj projekta Dr. sc. Martin Sokol i njegov istraživački tim na Odjelu za geografiju, Trinity College Dublin, Irska

Projekt GEOFIN

- Ključni koncept: financijalizacija
- Geografski pristup (ali interdisciplinarni tim) – financijalizacija kao prostorni proces
- Kontekst: postsocijalistička Srednja i Istočna Europa, konkretnije države članice EU u toj regiji
- Tri razine: države; banke; kućanstva
- Drugi ključni koncept: financijski lanci (*financial chains*)

Financijalizacija država: metode



Financijalizacije države: uvodna zapažanja

- Ako financijalizacija označava sistemsku transformaciju kapitalizma, slijedi da financijalizacija države označava promjene u praksama i modusu operandi entiteta koji stvaraju „državu“, njihovim uzajamnim odnosima i odnosima s drugim entitetima. MEĐUTIM:
 - 1. nije to teološki proces
 - 2. ima unutrašnja i vanjska ograničenja, uključujući politiku i osporavanje
 - 3. treba uvažavati razmjeru (*scale*) i prostor

Tipologije financijalizacije države

- 1. financijalizacija (polu-) javnih sektora / financijalizacija javnih politika (Aalbers 2017) – t.j. država kao objekt / subjekt financijalizacije
- 2. unutrašnja / vanjska / izvršna (*executive*) financijalizacija države (Hendrikse i Lagna 2018) – rekonceptualiziram kao subnacionalna / supranacionalna / nacionalna financijalizacija države
- 3. tematska tipologija (Hendrikse i Lagna 2018) – „suverena moć u unutrašnjim i stranim poslovima; monetarne i fiskalne intervencije; pružanje javnih usluga; donošenje zakona i regulacija; i država kao gospodarstveni akter“ – izostavljam prvu stavku, zadnju preimenovam na „investicijsku politiku“ i koristim ovako prilagođenu tipologiju za daljnju razradu dimenzija financijalizacije države

Monetarna politika

- Monetarne i fiskalne politike SAD kao pogodne za financijalizaciju (Krippner 2011) – paralele u Europi na supranacionalnoj razini: europsko repo tržište i značaj državnih obveznica za njega (Gabor i Ban 2016)
- Relevantne nacionalne politike o Istočnoj Europi: vanjska financijska liberalizacija; ciljanje inflacije; visoke kamatne stope; precijenjeni i rigidni tečajji – podržavale su priljevi kamatonosnog kapitala i carry trade operacije u sklopu periferne financijalizacije (Becker et al. 2010; Gabor 2010, 2011; Radošević and Cvijanović 2015)
- Mogući indikatori: bilanca plaćanja – suficiti kapitalnog računa, deficiti tekućeg računa; dalje visoke vrijednosti indeksa financijske otvorenosti; niske i stabilne stope inflacije; realna aprecijacija

Fiskalna politika i javni dug

- Javni dug i njegov odnos s politikom štednje/konsolidacijskom državom (Streeck 2014) – indikatori: visoka razina javnog duga; visoki troškovi otplate duga; viši udio kratkoročnog duga u javnom dugu; visoka premija osiguranja od kreditnog rizika (*CDS spread*); smanjivanje strukturalnog deficita državnog proračuna; rezovi u javnim rashodima za stavke kao obrazovanje i socijalna politika
- Financijalizirane prakse upravljanja javnim dugom (Fastenrath et al. 2017):
- 1. oslanjanje na tržište kao mehanizam regulacije - indikatori: udio utrživog duga u javnom dugu; udio utrživog duga u posjedu ne-rezidenata; udio utrživog duga u stranim devizima; uvođenje aukcija državnih obveznica; uvođenje sistema primarnih dilera; uvođenje indeksiranih obveznica
- 2. usvajanje konceptualnog okvira utemeljenog u financijskoj ekonomici - indikatori: korištenje derivata u upravljanju dugom; uvođenje obračunskog računovodstva (*accruals accounting*); osnivanje specializiranih agencija za upravljanje javnim dugom

Pružanje javnih usluga

- Uglavnom kvalitativne studije ili studije na osnovi podataka na nacionalnoj razini – napr. Eaton et al. (2014) su mjerili financijalizaciju visokog obrazovanja u SAD na osnovi povrata i troškova financijskih transakcija važnih za taj sektor; nedostatak međunarodno usporedivih kvantitativnih podataka
- Međutim, ima takvih indikatora financijalizacije mirovinskih sistema: ukupne investicije pružioca financiranih i privatnih mirovina kao udio BDP-a; struktura imovine financiranih i privatnih mirovinskih sustava

Donošenje zakona i regulacija

- Financijalizacija donošenja zakona i regulacije – povezana sa svim ostalim dimenzijama financijalizacije države, ali korisna u tome što ističe kako sami ti procesi mogu biti financijalizirani; u literaturi uglavnom interpretirana kao dominacija finansijskih aktera, njihovih interesa, ideologija, znanja, tehnika itd. nad tim procesima
- Kao takva, zahtjeva uglavnom kvalitativnu metodologiju
- Središnje banke i njihove politike
- Offshore centri – mogući kvantitativni indikatori: odljevi kapitala u offshore centre; udio imovine ne-rezidenata u portfeljima banaka

Investicijska politika

- Investicije države u financijsku imovinu
- Njihovo korištene financijskih tehnika za upravljanje javnim investicijama u sklopu gomiljanja pričuva, štíćenja gospodarstva od eksternih šokova, i razvojnih strategija
- indikator: struktura imovine države (napr. udio derivata) i njezine promjene
- Fondovi državnog bogastva – ne postoje u Srednjoj i Istočnoj Europi

indicator + country ↓ year →	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	avg.
FA/GDP - Croatia	-4.9	-7.9	-10.7	-5.9	-10.7	-5.8	-4	-7.6	-8.3	-7.3	-8.2	-9.7	-9.9	-11.6	-7.5	-3	-3.1	-1	-1	0.9	4.2	2.8	3.7	-5.1
FA/GDP - ECE-11	-2.5	-4.9	-4.4	-5.5	-5.8	-4.8	-3.7	-5.3	-5.3	-6.9	-7.2	-9.7	-11.3	-10.8	-0.7	-0.7	-1.1	0.6	1.6	1.8	3.2	2.1	1.8	-3.5
FA/GDP - EU-15	0.4	0.3	0.4	0	-0.6	-1.7	-0.9	0.3	0.3	1.7	1	0.3	-0.9	-2.6	-1.1	-0.8	-0.4	0.4	2.3	1.6	1.8	1	2.3	0.2
CA/GDP - Croatia	-5.8	-4	-10.4	-5.8	-6.4	-2.3	-3.1	-7.2	-6.1	-4.3	-5.3	-6.7	-7.3	-9.0	-5.3	-1.2	-0.8	-0.2	1.0	2.0	4.4	2.4	3.9	-3.4
CA/GDP - ECE-11	-2.5	-4.5	-4.4	-5.9	-5.7	-4.7	-4.9	-5.0	-6.0	-7.3	-7.0	-9.6	-11.3	-9.5	-1.6	-1.7	-2.1	-1.2	0.7	0.9	0.7	1.5	1.6	-3.9
CA/GDP - EU-15	1.8	1.5	1.8	1.2	0.9	0.5	0.6	1.1	0.8	1.4	0.5	0.3	-0.3	-1.1	-0.5	-0.2	0.3	1.3	2.2	2.1	2.3	1.9	3.0	1.0
ORA/GDP - Croatia	8.47	9.77	10.66	11.07	12.93	16.19	20.19	21.89	23.63	21.07	19.38	22.77	22.76	18.38	23.75	23.62	23.22	26.18	30.59	26.76	30.28	27.75	34.31	21.1
ORA/GDP - ECE-11	13.01	12.3	14.36	14.54	15.1	16.53	17.18	20.62	20.85	20.73	19.28	20.75	19.35	16.71	20.53	20.77	17.92	20.23	20.19	17.55	18.32	19.12	22.47	18.2
ORA/GDP - Germany	3.650	3.670	3.840	3.760	4.250	4.490	4.210	4.290	3.860	3.450	3.550	3.720	3.960	3.680	5.290	6.340	6.360	7.020	5.280	4.950	5.150	5.330	5.440	4.6
FCI - Croatia		-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07		0.67
FCI - ECE-11	-1.113	-0.033	0.134	0.157	0.157	0.29	0.534	0.8	1.16	1.374	1.491	1.792	1.885	1.862	1.839	1.792	1.745	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113		0.47
FCI - Germany	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36		2.36
CPI - Croatia	3.95	4.30	4.17	6.40	4.02	4.61	3.78	1.67	1.77	2.06	3.32	3.19	2.90	6.08	2.38	1.03	2.27	3.41	2.22	-0.22	-0.46	-1.10		2.81
CPI - ECE-11	25.51	27.06	118.33	13.93	8.63	10.27	8.21	5.05	3.82	5.00	3.95	4.20	5.29	8.18	2.74	2.23	3.79	3.42	1.66	0.03	-0.35	-0.22		11.85
CPI - EU-15	4.54	3.74	2.49	2.05	1.58	2.68	3.07	2.54	2.07	1.87	2.21	2.38	2.67	3.92	0.06	1.87	3.21	2.38	1.24	0.41	0.03	0.41		2.16
REER - Croatia (2010 = 100)	92.48	89.99	89.07	94.21	91.98	89.82	92.57	94.21	95.21	96.43	96.72	97.8	98.21	102.1	103.6	100	97.32	94.9	96.08	96.51	95.12	96.17	96.15	N/A
REER - ECE-11 (2010 = 100)	67.25	66.82	70.61	78.1	78.86	81.49	84.41	86.25	86.43	88.12	90.67	92.26	96.82	102.4	102	100	100.3	98.18	98.81	99.12	97.69	98.14	98.38	N/A

Indicator+country ↓ year →	‘95	‘96	‘97	‘98	‘99	‘00	‘01	‘02	‘03	‘04	‘05	‘06	‘07	‘08	‘09	‘10	‘11	‘12	‘13	‘14	‘15	‘16	‘17	avg.
GD/GDP - Croatia	22.6	25.5	24.9	22.9	29.1	35.8	37.1	36.3	37.7	39.4	41.3	38.5	37.3	38.3	48.5	56.6	63	69.1	79.9	83.7	83.4	79.9	77.7	48.2
GD/GDP - ECE-11	23.5	23.8	30	27	32.2	31.6	32.8	31.2	30.5	30.9	28.6	27.9	25.9	25.8	35.6	40.1	40.7	45.2	47.5	49.3	48.8	48.5	46.5	35
GGD/GDP - EU-15	70.3	70	66.8	64.6	62.9	59	58.4	57.6	57.6	57.5	57.7	55.8	53.4	58.1	68.9	75.8	81.9	85.4	88.4	89.1	86.1	85	83	69.3
LGD/GDP - Croatia																				1.2	1.4	1.2	1.2	1.3
LGD/GDP - ECE-11	0.4	0.3	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.5	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.6	2.3	2.2	1.6
LGD/GDP - EU-15	5.5	5.4	5.0	4.8	4.6	4.4	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7	4.6	4.7	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8	5.7	5.6	5.4	5
SSD/GDP - Croatia																				0	0	0	0	0
SSD/GDP - ECE-11	7.0	4.5	2.2	2.0	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	0.8	0.3	0.0	0.2	1.0	1.6	1.5	1.8	1.9	1.2	1.2	1.2	0.9	1.6
SSD/GDP - EU-15	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7	1.7	1.5	1.5	1
-1YD/GDP - Croatia														7.52	13.82	12.08	10.74	14.44	17.18	14.40	13.77	17.02	12.41	13.34
-1YD/GDP - ECE-11	5.51	8.82	6.00	6.83	6.74	7.04	7.04	7.67	6.84	6.05	5.15	4.36	4.02	5.04	6.61	6.43	6.76	7.64	7.90	7.76	6.86	7.41	6.55	6.57
-1YD/GDP - EU-11*	18.44	18.94	17.68	15.47	13.91	13.51	13.65	14.51	14.09	14.17	13.93	13.44	12.63	14.68	15.60	16.80	17.35	15.91	16.58	16.74	16.65	17.05	15.68	15.54
DS2Y/GDP - Croatia																		14.49	18.8	18.97	22.35	22.52	20.27	19.95
DS2Y/GDP - ECE-10**															10.46	11.17	11.96	13.27	14.39	14.58	14.94	13.96	12.46	13.53
DS2Y/GDP - EU-15															19.87	21.4	21.51	20.51	20.66	19.6	18.8	17.82	17.4	19.49
IP/GDP - Croatia							1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.3	2.4	2.7	3.1	3.2	3.4	3.5	3.1	2.7	2.4
IP/GDP - ECE-11	3.0	3.9	3.0	2.5	2.7	2.6	2.4	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4	1.4	1.3	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8	1.7	1.4	2.1
IP/GDP - EU-15	5.4	5.2	4.7	4.3	3.8	3.5	3.3	3	2.8	2.6	2.5	2.4	2.4	2.5	2.4	2.6	2.9	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9	3.1
NR/GD - Croatia	37.87	48.46	56.94	57.84	62.85	64.01	62.31	56.95	58.51	56.56	49.66	47.77	50.38	47.3	47.61	44.84	41.86	42.14	42.92	42.5	41.63	38.55	39.02	49.5
NR/GD - ECE-11	45.42	46.76	46.01	46.7	49.14	50.93	49.2	46.54	47.92	48.88	48.2	49.18	47.05	46.57	50.69	51.01	51.65	55.63	56.6	57.76	55.46	54.31	53.45	50.22
NR/GD - EU-11***	33.32	33.9	35.76	37.83	42.17	44.89	47.87	50.87	51.61	53.37	54.27	54.66	56.14	57.12	56.16	53.75	52.98	53.01	53.51	55.29	53.1	48.91	46.18	48.99
FX/GD - Croatia														74.07	77.74	78.34	78.33	77.36	78.84	80.00	79.56	77.86	76.33	77.84
FX/GD - ECE-11	23.91	26.19	27.35	27.44	29.09	29.91	25.79	25.10	25.50	25.60	24.58	24.39	24.56	30.69	28.45	28.40	28.30	27.30	28.20	28.49	28.19	27.08	26.07	26.98
FX/GD - EU-11	26.22	26.2	26.22	26.1	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6

indicator + country ↓ year →	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	avg.
total/GDP - Croatia					58.3	54.3	52.7	51.3	53.3	56.1	49.4	47.5	51.6	53.4	53.5	57.8	60.8	61.6	61	57.8	55
total/GDP - ECE-11	72	63	55.9	51.2	48.5	45	43.7	40.2	38.4	39	36.6	36.1	35.4	35.2	37.5	37.6	39.7	40	39.9	38.7	43.7
total/GDP - EU-15		32.8	31.8	29.8	28	28.2	28.7	30.7	31.6	32	31.8	34.7	38.3	38.7	41.7	41.1	42.1	41.2	40.2	40.2	34.9
equity/GDP - Croatia					37.6	35.7	34.0	32.1	34.4	36.7	26.1	23.4	25.7	28.4	27.9	29.6	31.1	30.6	30.6	29.3	30.8
equity/GDP - ECE-11	38.3	32.8	29.8	26.5	26.3	24.3	23.3	22.1	20.3	21.0	18.8	18.1	18.2	18.2	18.5	18.3	18.6	19.1	18.7	18.4	22.5
equity/GDP - EU-15		13.8	12.2	11.3	10.0	10.6	11.1	12.4	13.0	13.4	11.9	13.0	14.1	13.9	15.4	15.3	15.7	15.3	14.9	15.0	13.3
OAR/GDP - Croatia					11.4	8.3	9.3	9.3	9.4	9.5	12.5	12.3	13.2	13.3	13.5	13.6	13.9	14.4	14.4	14.9	12.1
OAR/GDP - ECE-11	14	12.3	10.5	9.4	8.6	8	8.4	7.4	7.1	7	6.7	6.5	6.7	7.1	7	7.2	7.4	8	7.6	8	8.2
OAR/GDP - EU-15		6.4	6.2	6.3	6.3	6.4	6.2	6.3	6.4	6.3	6	6.3	6.4	6.5	6.8	6.9	7	6.9	6.6	6.6	6.5
currency/GDP - Croatia					5.6	6.2	5.4	5.9	5.3	5.3	7	8.5	9.3	7.8	8.2	11.4	10.7	9.1	7.5	7.5	7.5
currency/GDP - ECE-11	6.9	6.4	5.6	5.8	6.7	6.8	7	6.3	7	7.6	7.8	8.3	7.4	6.7	8.5	8	8.7	7.7	8.6	8.7	7.3
currency/GDP - EU-15		5.3	6	5	4.7	4.6	4.6	4.7	5	5.1	5.7	5.9	5.9	6.3	6.4	6	6.4	6.3	6.3	6.7	5.6
loans/GDP - Croatia					3	3.5	3.4	3.3	3.2	2.9	2.9	2.9	2.8	3	3.2	3.7	4	4.2	4.7	4.8	3.5
loans/GDP - ECE-11	11.7	10.4	8.7	7.9	5.8	4.5	3.8	3.1	2.6	1.8	2.1	2.1	2	2	2.4	3.3	3.9	3.4	3.2	2.9	4.4
loans/GDP - EU-15		4.8	4.6	4.6	4.4	4.2	4	4	3.7	3.6	4.2	5	6.2	6.5	7.4	7.6	7.4	7.1	6.7	6.4	5.4
securities/GDP - Croatia					0.1	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0	0	0	0
securities/GDP - ECE-11	1	0.9	0.9	1.3	1.1	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.9
securities/GDP - EU-15		1.7	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.7	1.8	2	2.5	2.8	3.8	3.7	3.7	3.5	3.5	3.4	3.4	3.2	2.6
derivatives/GDP - Croatia					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.5	0.2	-1.1	0.4	2.7	3	0.6	0.4
derivatives/GDP - ECE-11	0	0.2	0.2	0.3	0.1	0	0	0	0	0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2	0	0.4	1.1	1.1	0.3	0.2
derivatives/GDP - EU-15		0	0	0	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0	0	0	0	0	-0.2	-0.2	0

indicator + country ↓ year →	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	avg.
pension/GDP - Croatia		1.1	2.27	3.5	4.32	5.56	6.77	6.77	9.25	11.58	12.91	16.19	18.39	21.23	23.29	25.5	26.79	12.21
pension/GDP - ECE-11	1.33	1.71	2.22	3.39	3.9	4.97	5.22	5.24	7.13	7.94	7.08	8.16	8.99	9.15	9.72	10.79	11.51	6.38
pension/GDP - EU-15	31.99	30.85	33.74	33.72	37.85	39.39	37.29	34.33	38.22	40.79	39.91	43.27	44.29	47.54	47.24	49.54	50.25	40.01
offshore - Croatia														-119.4	-215.8	-281.5	-233.3	-212.5
offshore - ECE-11								-4575.81	-5463.16	-4306.16	-3723.16	-3608.12	-1395.14	-1387.12	-933.85	-2016.70	-1895.44	-2930.47

Hrvatska: analiza literature

- Izvori: uglavnom radovi hrvatskih ekonomista, ali i hrvatskih sociologa i nekolicine stranih autora: napr. Becker i Ćetković 2015; Cvijanović i Kešeljević 2015; Ivanov 2011; Krnić i Radošević 2014; Radošević 2015; Rodik 2015; Rodik i Žitko 2015; Šimović i Batur 2017
- Opće zapažanje: financijalizacija države je bila usko povezana s perifernom financijalizacijom hrvatskog gospodarstva
- Preduslovi periferne financijalizacije u Hrvatskoj:
 1. tečajna politika (upravljani tečaj) kao nominalno sidro monetarnog režima; s njom povezana euroizacija
 2. eksterna financijska liberalizacija
 3. interna financijska liberalizacija
 4. strana privatizacija bankarskog sektora

Hrvatska: analiza literature

- Priljevi kapitala (profitirajući od kamatnih diferencijala) prije krize
- Kreditiranje kućanstava i investicije u međunarodno nerazmjenske sektore (građevinarstvo isl.), dok poduzeća su bila upućivana na inozemno zaduživanje
- Prociklička politika središnje banke
- Porast inozemnog duga
- Suficiti kapitalnog računa, deficiti tekućeg računa
- Model rasta utemeljen na uvozu, dugu, potrošnji i nekretninskom mjehuru, i povezan s gubitkom kompetitivnosti i deindustrializacijom
- Istodobno, porast javnog duga uprkos ekonomskom rastu

Hrvatska: analiza literature

- Kriza: pad priljeva kapitala, kraj kreditne ekspanzije
- Otkrila je akumulirane makroekonomske neravnoteže i mali manevarski prostor za monetarnu politiku
- Procikličke politike središnje banke (obrane tečaja, ovaj put od deprecijacije) i vlade (deflacija plaća)
- Recesija, smanjenje javnih prihoda i nedovoljna fiskalna konsolidacija dovele su do snažne ekspanzije javnog duga i rasta trošaka otplate duga u 2009.-14., kao i udjela kratkoročnog i deviznog duga u javnom dugu

Zaključci preliminarne analize

- Ključne dimenzije financijalizacije države u Hrvatskoj (u usporedbi s ostatkom CEE):
 - Visoka razina javnog duga
 - Rizični oblici javnog duga
 - Viši stupanj financijalizacije mirovinskog sustava (povezane s javnim dugom)
- Širi kontekst periferne financijalizacije
 - Ovisnost od priljeva kapitala koji su poticali zaduživanje, potrošnju i uvoz
 - Makroekonomske neravnoteže
 - Izloženost eksternim šokovima