

Troškovi i koristi zaduživanja države u stranoj valuti: je li ono izvor ranjivosti za članice EU-a izvan eurozone?

Mislav Brkić

23. ožujka 2021.

Pregled

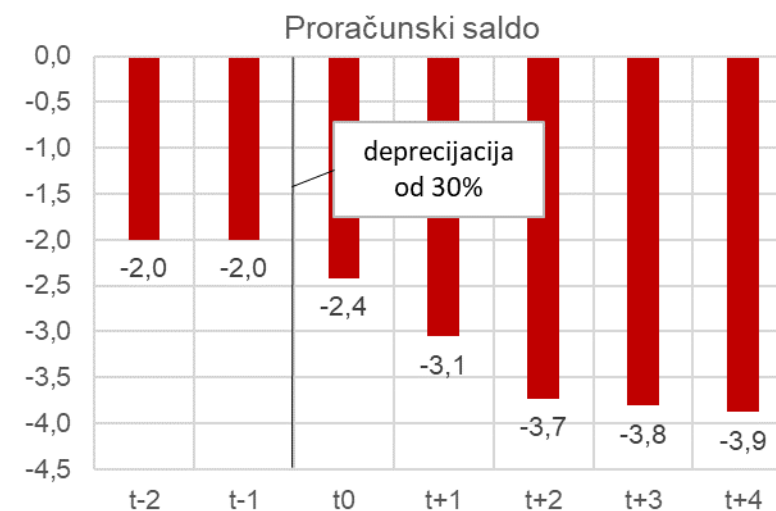
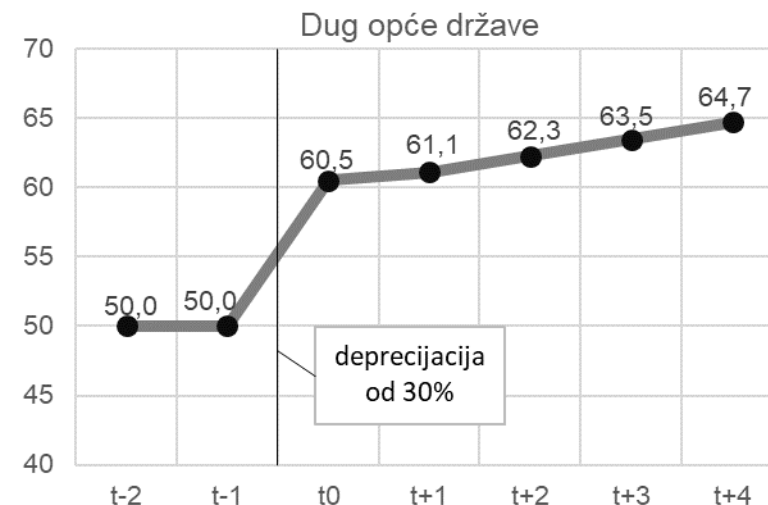
- Troškovi (rizici) zaduživanja države u stranoj valuti
 - Koristi zaduživanja države u stranoj valuti
 - Valutna struktura duga u članicama EU-a izvan eurozone
 - Kako smanjiti rizik dužničke krize ako je dug nominiran u stranoj valuti?
 - Glavne poruke
-

TROŠKOVI (1): Izloženost valutnom riziku

- Ako je javni dug pretežno nominiran u stranoj valuti, snažnija deprecijacija tečaja uzrokovat će:
 - 1) **povećanje omjera duga i BDP-a**
 - vrijednost deviznog duga će se povećati u terminima domaće valute
 - 2) **povećanje proračunskih izdataka za kamate**
 - viši dug značit će veće godišnje troškove kamata čak i ako je efektivna kamatna stopa nepromijenjena
 - 3) **(moguće) povećanje premije za rizik države**
 - investitori će se htjeti zaštititi od povećanog valutno induciranog kreditnog rizika pa će kamatna stopa porasti

Napomena: Simulacija je napravljena s pretpostavkom da početni omjer duga i BDP-a iznosi 50%, da je primarni manjak nula, udio duga u stranoj valuti u ukupnom dugu iznosi 70%, stopa rasta nominalnog BDP-a iznosi 4%, dok se ponderirana kamatna stopa na dug, koja inicijalno iznosi 4%, nakon deprecijacije tečaja povećava na 5% u t+1 te na 6% u t+2, nakon čega ostaje stabilna.

Simulacija učinka deprecijacije tečaja na javne financije



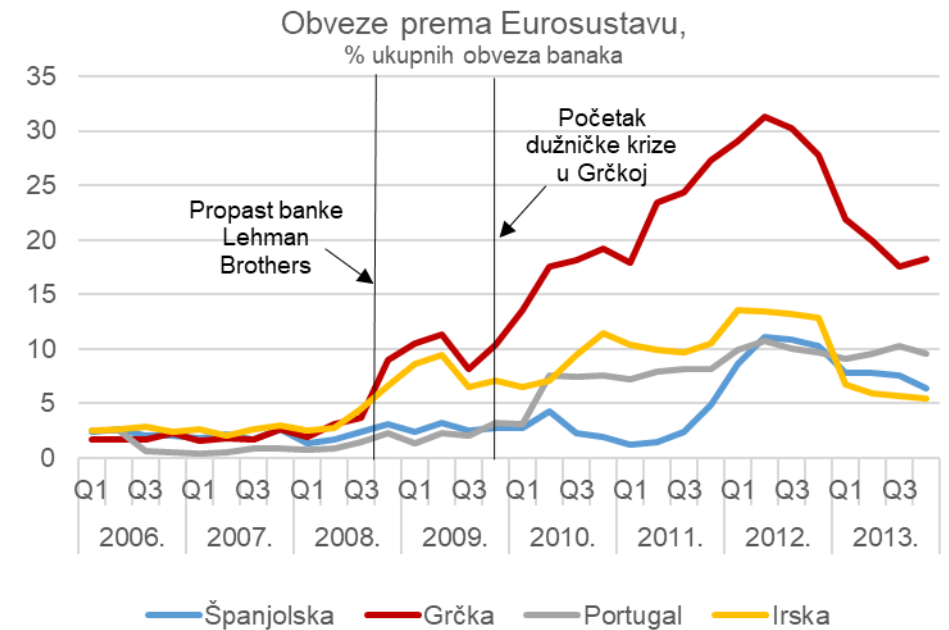
TROŠKOVI (2): Izloženost riziku refinanciranja

- Države koje se intenzivno zadužuju u stranoj valuti osjetljive su na **”samoispunjavajuća proročanstva”** (*self-fulfilling prophecies*):
 - investitori znaju da država ne može samostalno tiskati valutu u kojoj se zadužuje pa su svjesni da postoji rizik da državi ponestane (deviznih) sredstava za otplatu duga
 - zbog toga su investitori pojačano osjetljivi na promjene u percipiranoj rizičnosti države
 - ako veći broj investitora istodobno odluči povući se iz njezinih vrijednosnica, država neće moći refinancirati dospjeli devizni dug nego će ga morati otplaćivati, što može iscrpiti zalihe devizne likvidnosti u zemlji i dovesti do deprecijacije valute
 - Primjeri ovakvog scenarija: Meksička kriza 1994., dužnička kriza u Latinskoj Americi 1980-ih
-

TROŠKOVI (3): Smanjen kapacitet za suzbijanje financijskih kriza

- Države koje se **zadužuju isključivo u vlastitoj valuti** imaju velik kapacitet za suzbijanje dužničkih i bankovnih kriza:
 - **buyer of last resort** - u slučaju poremećaja na tržištu javnog duga središnja banka može kupovati velike iznose državnih vrijednosnica na sekundarnom tržištu i tako podržati njihove cijene
 - **lender of last resort** - u slučaju poteškoća u bankovnom sustavu središnja banka može solventnim bankama plasirati potrebnu likvidnost
- Dužnička kriza 2010.-2012. i kriza izazvana pandemijom COVID-19 imale bi znatno teže posljedice za eurozonu da ECB nije imao praktički neograničen kapacitet za interveniranje

ECB kao lender of last resort tijekom financijske krize



Izvori: ECB SDW; izračun autora

TROŠKOVI (3):

Smanjen kapacitet za suzbijanje financijskih kriza (nast.)

- S druge strane, kapacitet država koje se **zadužuju u stranoj valuti** mnogo je manji:
 - ako je javni dug nominiran pretežno u stranoj valuti, središnja banka otkupom državnih vrijednosnica u domaćoj valuti ne može značajnije pomoći u slučaju dužničke krize (ne može u pravom smislu djelovati kao *buyer of last resort*)
 - ako je bankovni sustav dolariziran, središnja banka ne može sanirati bankovne poremećaje tako da bankama plasira likvidnosti u domaćoj valuti (ne može u pravom smislu djelovati kao *lender of last resort*)
 - Kapacitet tih država za suzbijanja financijskih poremećaja stoga je **proporcionalan visini međunarodnih pričuva**, koje su uvijek ograničene
 - kao dodatni osigurači mogu poslužiti prudencijalni zahtjevi, koji se mogu otpustiti u slučaju potrebe (obvezna pričuva, minimalno potrebna devizna potraživanja, zahtjev za likvidnosnu pokrivenost - LCR)
-

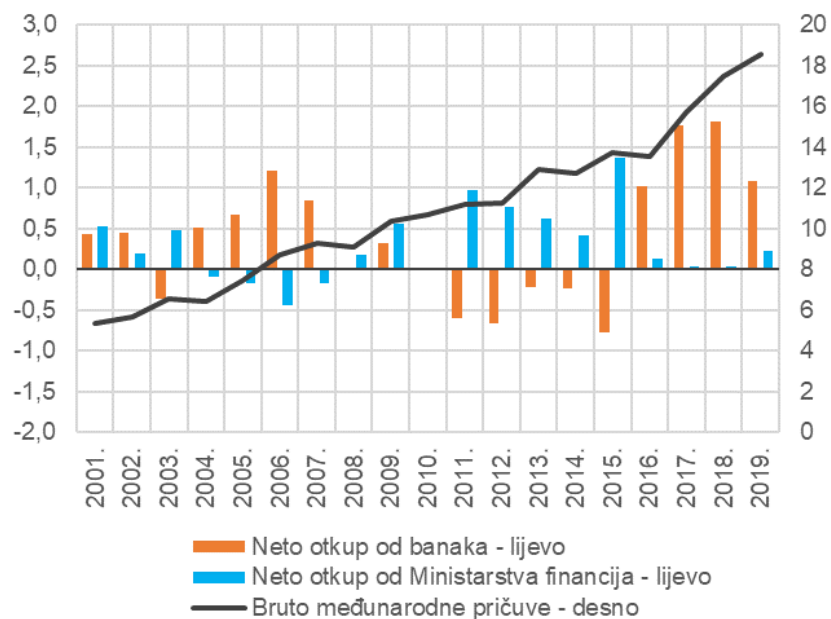
KORISTI (1): Pristup povoljnom i izdašnom financiranju

- Države s relativno malim financijskim tržištima često se koriste **inozemnim zaduživanjem**
 - ako je lokalna ponuda financiranja ograničena, država se može preusmjeriti na inozemne izvore kako bi snizila trošak financiranja i izbjegla istiskivanje (***crowding out***) privatnog sektora
 - količina financiranja dostupna na međunarodnim financijskim tržištima neusporedivo je veća od raspoloživog financiranja na lokalnom tržištu, pa inozemno financiranje za državu može biti **povoljnije i lakše dostupno** od domaćeg financiranja
 - većina država ne može se u inozemstvu zaduživati u vlastitoj valuti ("***original sin***"), pa im preostaje izdavati obveznice u jednoj od ključnih svjetskih valuta (USD, euro, yen, funta)
 - U dolariziranim (euroiziranim) financijskim sustavima država se i na **domaćem tržištu** često zadužuje u stranoj valuti – obveze domaćih banaka su pretežno u stranoj valuti pa preferiraju ulagati u trezorske zapise i državne obveznice u stranoj valuti
-

KORISTI (2): Doprinos rastu međunarodnih pričuva

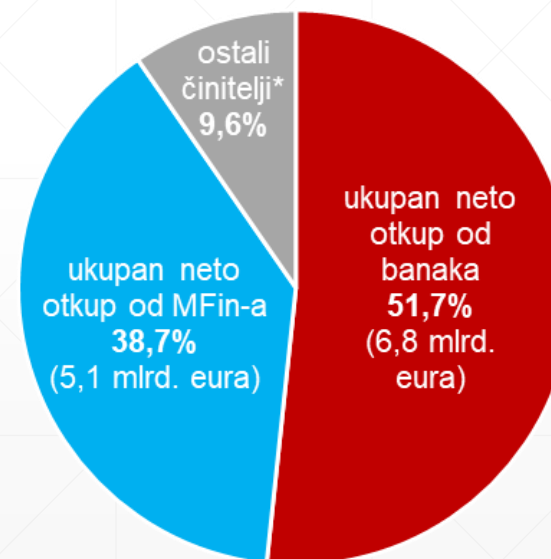
Zaduživanje države u stranoj valuti važan je kanal akumulacije međunarodnih pričuva u Hrvatskoj

Otkup deviza od Ministarstva financija i bruto međunarodne pričuve RH



Izvor: HNB

Doprinosi kumulativnom povećanju pričuva u razdoblju 2002.-2019.

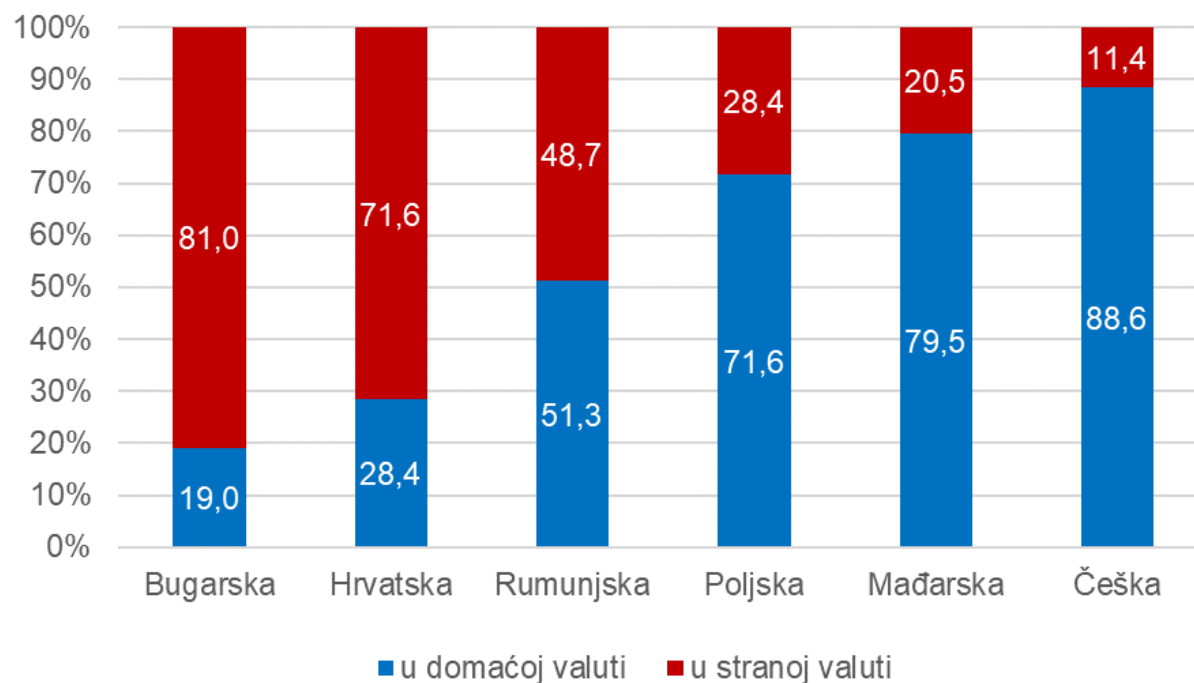


Izvor: HNB

Valutna struktura duga u članicama EU-a izvan eurozone

Bugarska i Hrvatska imaju najviše udjele deviznog javnog duga

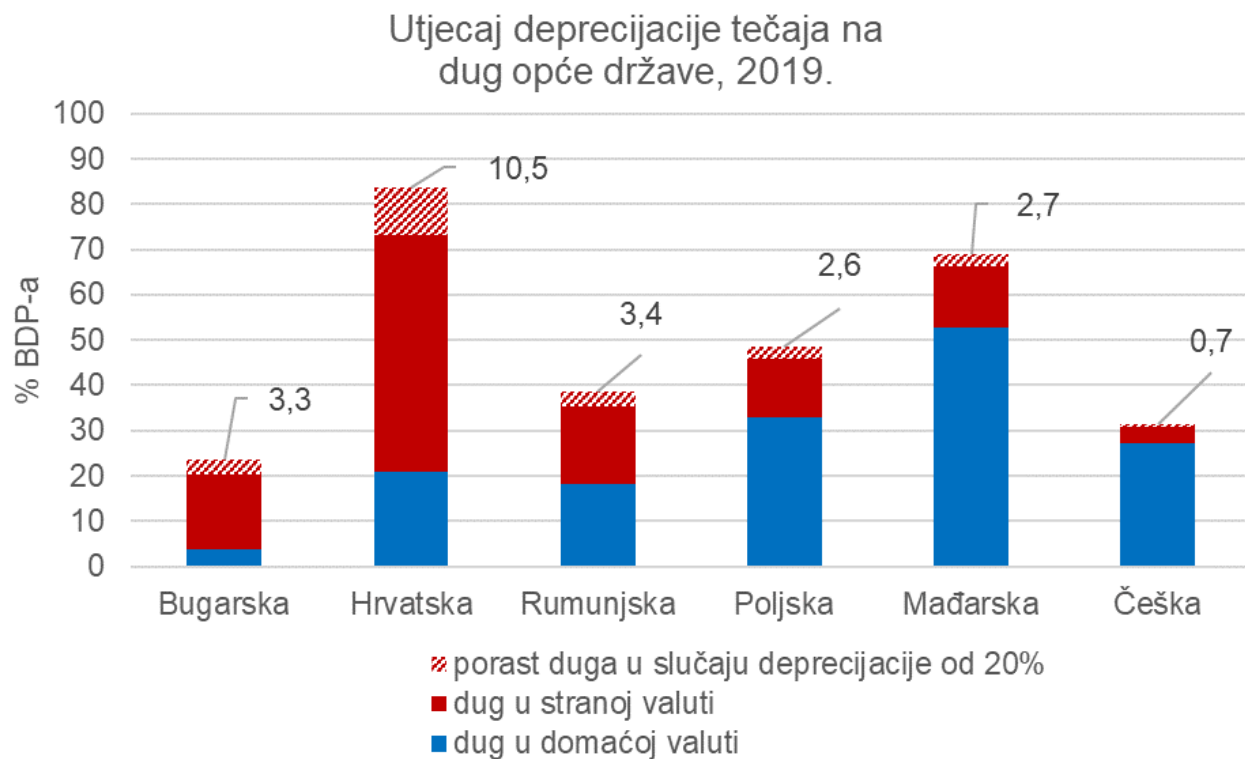
Valutna struktura duga opće države, 2019.



Izvor: Eurostat

Valutna struktura duga u članicama EU-a izvan eurozone (nast.)

Hrvatske javne financije najsnažnije su izložene valutnom riziku

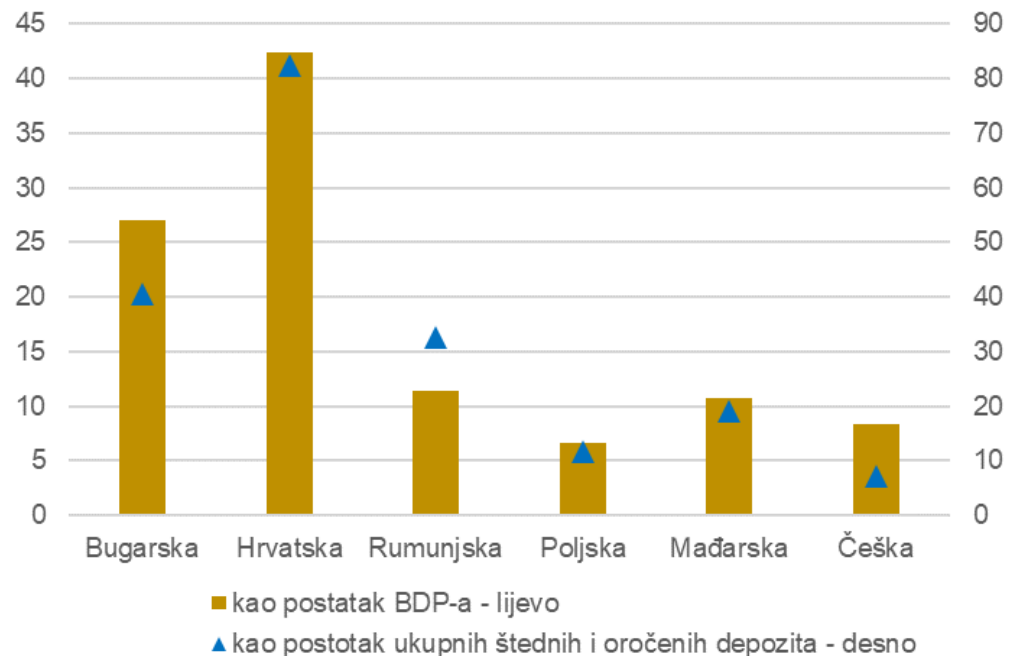


Izvor: Eurostat

Valutna struktura duga u članicama EU-a izvan eurozone (nast.)

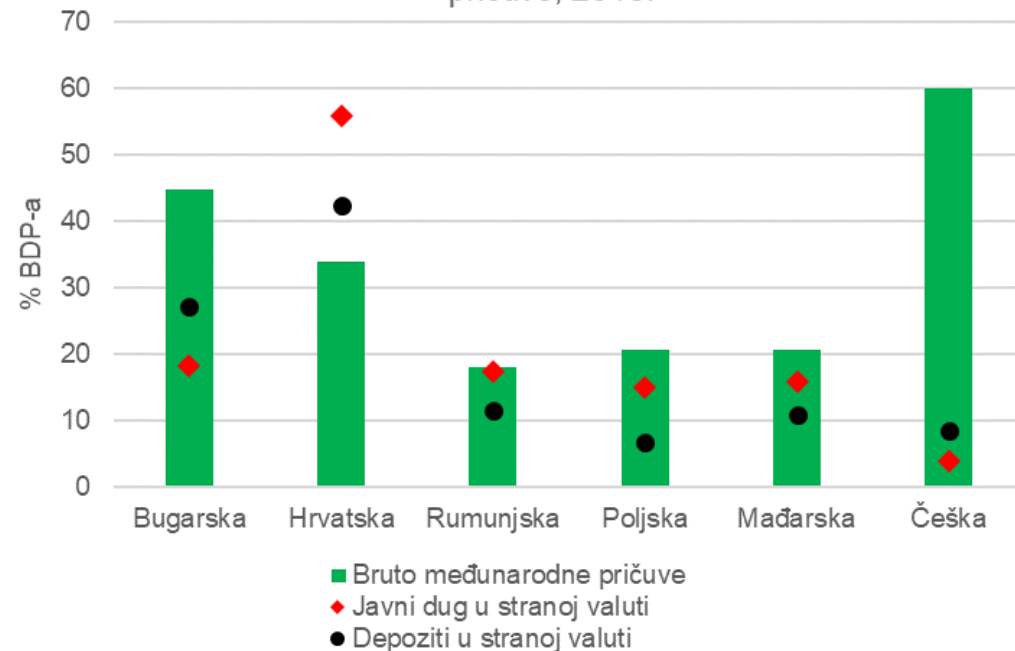
Bugarska i Hrvatska izdvajaju se od ostalih država i po stupnju euroiziranosti

Devizni depoziti kod banaka, 2018.



Izvor: Eurostat, nacionalne središnje banke, izračun autora

Dug opće države, devizni depoziti i međunarodne pričuve, 2018.



Izvor: Eurostat; nacionalne središnje banke, izračun autora

Valutna struktura duga u članicama EU-a izvan eurozone (nast.)

- Zaduzenost države u stranoj valuti i euroiziranost bankovnog sustava važni su argumenti u korist uvođenja eura u Bugarskoj i Hrvatskoj
 - Nakon uvođenja eura Bugarska i Hrvatska bit će manje izložene riziku:
 - nestat će valutni rizik za državu i ostale subjekte s obvezama u eurima
 - banke će dobiti pristup eurskom financiranju kod Eurosustava
 - središnja banka će moći u pravom smislu djelovati kao *lender of last resort* i *buyer of last resort*
 - posljedično, povećat će se otpornost tih država na krize
 - S druge strane, Češka, Poljska i Mađarska zadužuju se pretežno u domaćoj valuti, a njihovi bankovni sustavi u znatno su manjoj mjeri euroizirani
 - zbog toga, uvođenjem eura profitirale bi relativno manje nego Hrvatska i Bugarska
-

Valutna struktura duga u članicama EU-a izvan eurozone (nast.)

Koristi uvođenja eura (Eurostrategija RH)

	Važnost	Vremenski učinak
Uklanjanje valutnog rizika	Velika	Trajni
Smanjenje kamatnih stopa	Srednja	Trajni
Otklanjanje rizika valutne krize i smanjenje rizika bankovne i platnobilančne krize	Srednja	Trajni
Niži transakcijski troškovi	Mala	Trajni
Poticaj međunarodnoj razmjeni i ulaganjima	Srednja	Trajni
Sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava	Mala	Trajni
Pristup mehanizmima financijske pomoći europodručja	Mala	Trajni

relevantno
samo za
euroizirane
države

Kako smanjiti rizik dužničke krize ako je dug nominiran u stranoj valuti?

- Čak i ako je valutna struktura javnog duga nepovoljna, rizik izbijanja dužničke krize bit će nizak ako su drugi fundamenti povoljni:

- **proračunski saldo i razina javnog duga**
 - **ročnost duga**
 - **adekvatnost međunarodnih pričuva**
 - **(ne)postojanje makroekonomskih neravnoteža**
 - **stabilnost i otpornost financijskog sustava**
 - **primjerenost monetarne i prudencijalne politike**
-

Kako smanjiti rizik dužničke krize ako je dug nominiran u stranoj valuti? (nast.)

Temeljni uzročnici povijesnih epizoda dužničkih kriza



Glavne poruke

- Zaduživanje države u stranoj valuti povećava izloženost rizicima i smanjuje kapacitet države da samostalno sanira financijske krize
 - Međutim, čak i države koje se pretežno zadužuju u stranoj valuti bit će otporne na krize ako su ostali fundamenti zdravi (nizak deficit i dug, povoljna ročnost duga, adekvatnost pričuva, izostanak makro neravnoteža, stabilan financijski sustav)
 - Zaduživanje u stranoj valuti može imati i pozitivne učinke ako omogućuje nižu cijenu zaduživanja i ako pridonosi rastu međunarodnih pričuva
 - Nastojanja Bugarske i Hrvatske da uvedu euro logične su s obzirom na njihovu deviznu zaduženost i visoku euroiziranost
 - Češka, Poljska i Mađarska u znatno su manjoj mjeri euroizirane i stoga bi relativno manje profitirale uvođenjem eura, što objašnjava zašto te države ne iskazuju interes za uvođenje eura
-

Hvala na pozornosti!
