

Pregledi P-26

Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike

Mirna Dumičić

Zagreb, kolovoz 2015.



HNB

PREGLEDI P-26

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Evan Kraft

UREDNIŠTVO

Ljubinko Jankov
Gordi Sušić
Maroje Lang
Boris Vujčić

UREDNIKA

Romana Sinković

GRAFIČKI UREDNIK

Božidar Bengez

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

LEKTORICA

Dragica Platužić

Za stajališta iznesena u ovom radu odgovorni su autori i ta stajališta nisu nužno istovjetna službenim stajalištima Hrvatske narodne banke.

Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obavezno navedu izvor.

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 1334-0085 (online)



HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

PREGLEDI P-26

**Kratak uvod u svijet
makroprudencijalne politike**

Mirna Dumičić

Zagreb, kolovoz 2015.

Sažetak

Unatoč naglom porastu „popularnosti“ i sve većem broju radova o makroprudencijalnoj politici percepcija te politike u široj je javnosti još relativno maglovita. Osnovni je cilj ovog rada ukratko objasniti najvažnije pojmove vezane uz makroprudencijalnu politiku i opisati njezine ciljeve. Naglasak je stavljen na pojašnjenje osnovnih faza makroprudencijalnog ciklusa, odnos makroprudencijalne politike s ostalim ekonomskim politikama te koristi i troškove upotrebe makroprudencijalne regulacije.

Ključne riječi:

makroprudencijalna politika, financijska stabilnost, sistemski rizici

JEL klasifikacija:

E52, E58; E61

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Definicija osnovnih pojmova	1
2.1. Makroprudencijalna politika	1
2.2. Financijska stabilnost	3
2.3. Sistemski rizik	3
3. Važnost makroprudencijalne politike	5
4. Ciklus makroprudencijalne politike	6
5. Odnos makroprudencijalne politike i drugih ekonomskih politika	7
5.1. Odnos makroprudencijalne i mikroprudencijalne politike	7
5.2. Odnos makroprudencijalne i monetarne politike	8
5.3. Odnos makroprudencijalne i ostalih politika	9
6. Troškovi kriznih epizoda u odnosu na troškove upotrebe makroprudencijalne politike	10
7. Zaključak	11
Literatura	11

1. Uvod

Kako bi se omogućilo učinkovito sprječavanje, ublažavanje i izbjegavanje sistemskih rizika te jačanje otpornosti financijskog sustava na moguće šokove, u posljednjih nekoliko godina znatni naponi usmjereni su k uspostavi učinkovitog okvira makroprudencijalne politike (MPP). Taj je proces uvelike bio potaknut visokim ekonomskim i socijalnim troškovima kriznih epizoda i prepoznavanjem nedostataka dotadašnjega regulatornog okvira, koji se pokazao nedovoljnim za sprječavanje takvih događaja.

Unatoč naglom porastu „popularnosti“ i rastućem broju radova koji izravno ili neizravno obrađuju tu temu, percepcija MPP-a i pojmova koji se uz njega vežu, poput financijske stabilnosti ili sistemskih rizika, u široj je javnosti još relativno maglovita. Djelomično je to posljedica činjenice da je riječ o iznimno složenim pojmovima, za koje još ne postoje jedinstvene definicije, premda je na tom putu u posljednjih nekoliko godina postignut znatan napredak. Ovaj pregled temelji se na sintetiziranju spoznaja dobivenih proučavanjem radova koji se bave MPP-om i financijskom stabilnošću u teoriji i praksi, a

njegov je glavni cilj podizanje razine svijesti o važnosti MPP-a i očuvanja stabilnosti financijskog sustava. Pritom je poseban naglasak stavljen na pojašnjenje osnovnih faza makroprudencijalnog ciklusa, odnos MPP-a s ostalim ekonomskim politikama te koristi i troškove upotrebe makroprudencijalne regulacije.

Rad je podijeljen na sedam dijelova. Nakon uvoda, kao podloga za razumijevanje koncepta i smisla MPP-a, slijedi prikaz različitih definicija MPP-a, financijske stabilnosti i sistemskih rizika. U trećem dijelu ukratko su prikazani uzroci i događaji koji su pokazali važnost makroprudencijalnog pristupa analizi financijskog sustava. U četvrtom dijelu opisane su faze u ciklusu makroprudencijalne politike, u petom se dijelu analizira odnos MPP-a s ostalim ekonomskim politikama, a u šestom se dijelu MPP promatra iz perspektive troškova i koristi njegove provedbe. Rad završava zaključkom, u kojem su sažeta glavna obilježja MPP-a te je istaknuta važnost očuvanja financijske stabilnosti, a izdvojena su i neka otvorena pitanja koja mogu biti podloga za daljnja istraživanja.

2. Definicija osnovnih pojmova

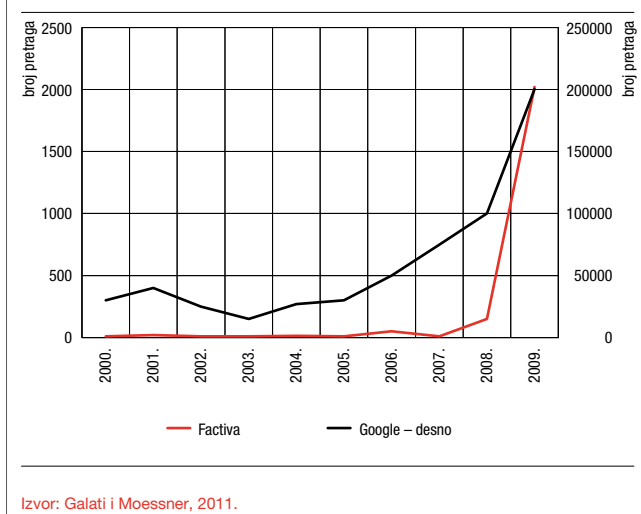
Kao prvi korak u procesu razumijevanja važnosti makroprudencijalnog pristupa u procesu očuvanja stabilnosti ukupnoga financijskog sustava, u ovom su poglavlju predstavljene najčešće definicije *makroprudencijalne politike*, koja se još naziva i *makrobonitetnom politikom*, i pojmova koji su s njom usko povezani – *financijske stabilnosti* i *sistemskih rizika*.

2.1. Makroprudencijalna politika

Unatoč tome što je MPP vrlo aktualna tema, kojom se bave sve vodeće svjetske institucije, u usporedbi s monetarnom ili fiskalnom politikom teoretski temelji u tom području tek su u povojima (Bini Smaghi, 2011.). Pojam *makroprudencijalna politika* prvi se put spominje još

krajem sedamdesetih godina prošlog stoljeća, a u redovnu je upotrebu ušao tek nakon početka recentne svjetske financijske krize sredinom 2007. (Clement, 2010.). To potvrđuju i podaci o broju akademskih publikacija u kojima se spominje i broju upisa tog pojma na internet-skim tražilicama (Slika 1.). Pojam *makroprudencijalno* u početku je označavao usmjerenost regulatornog i nadzornog okvira prema sistemskim rizicima i stabilnosti ukupnoga financijskog sustava (Borio, 2010.), čime se ističe da sistemske rizike uzrokuje kolektivno ponašanje financijskih institucija.

Slika 1. Upotreba pojma *makroprudencijalno* na internetskim tražilicama i u akademskim publikacijama



Funkcioniranje financijskog sustava snažno ovisi o makroekonomskim kretanjima pa je nužno razumjeti i međusobnu povezanost financijskih institucija i tržišta s realnim dijelom gospodarstva (Rodriguez-Moreno i Pena, 2011.). Osim toga, financijski sustav može višestruko povećati snagu šokova koji se javljaju u realnom ili financijskom sektoru, primjerice zaustavljanjem kreditiranja, što neposredno utječe na investicije i zaposlenost te na ukupna realna kretanja, ili može potaknuti prodaju određenih oblika imovine po cijenama nižima od tržišnih zbog iznenadne potrebe za likvidnim sredstvima i tako dodatno oslabiti bilance institucija i povećati trošak njihova financiranja (MMF, 2013.).

Općenito gledano, MPP se bavi financijskim sustavom i proučava veze financijskih institucija s kućanstvima i poduzećima u procesu mobilizacije i alokacije financijskih resursa putem financijskih tržišta te kapacitet tih sektora da servisiraju preuzete obveze (Johnston, 2011.a). Kao osnovni cilj MPP-a Bank of England navodi očuvanje stabilnosti ukupnoga financijskog sustava, čime se osigurava neometan proces financijskog

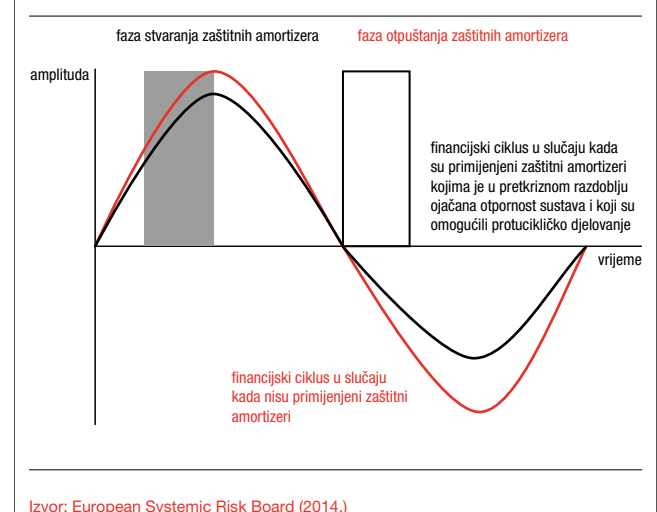
posredovanja u svim fazama kreditnog ciklusa. Drugim riječima, ta je politika usmjerena na sprječavanje sistemskih rizika i smanjenje vjerojatnosti nastupanja sistemskih događaja vezanih uz financijske institucije, tržišta, infrastrukturu i instrumente koji bi mogli ugroziti financijsku stabilnost sustava.

Makroprudencijalni pristup stoga služi za utvrđivanje slabosti financijskog sustava, a podrazumijeva nadzor i mjerenje različitih pokazatelja radi dobivanja šire slike o stupnju financijske stabilnosti i pravodobnog uočavanja rizika koji bi je u budućnosti mogli ugroziti. Na temelju utvrđenih rizika definiraju se mjere i instrumenti za njihovo ublažavanje i procjenjuju se mogući učinci njihove materijalizacije.

Radi ostvarivanja ciljeva MPP-a mogu se primijeniti različite makroprudencijalne mjere i instrumenti, kao i instrumenti uobičajeni za neke druge politike, poput mikroprudencijalne ili monetarne, koji također utječu na financijsku stabilnost. Makroprudencijalni instrumenti usmjereni su na jačanje otpornosti sustava na šokove, odnosno na smanjivanje ranjivosti povezanih s prekomjernom kreditnom aktivnošću, sektorskih ranjivosti s obzirom na kretanje cijena imovine, tečajeva ili kamatnih stopa te prekomjernih izloženosti rizicima povezanim s financiranjem (MMF, 2013.). Unatoč problemima u praćenju sistemskih rizika zbog međusobne povezanosti financijskih institucija na njih se može djelovati upotrebom strožih kapitalnih zahtjeva, različitih sektorskih instrumenata poput pondera za rizike ili ograničenja velikih izloženosti te instrumenata kojima se djeluje na likvidnost ili na tržišnu infrastrukturu (MMF, 2013.).

Postoje tri važne dimenzije MPP-a – *strukturna*,

Slika 2. Stilizirani prikaz transmisije zaštitnih amortizera tijekom financijskog ciklusa



vremenska i regulatorna. Strukturna dimenzija odnosi se na sistemske rizike nastale u nekoj instituciji ili grupi institucija zbog eksternalija poput međusobne povezanosti ili visoke koncentracije pojedinih financijskih usluga (Johnston, 2011.b). Preko vremenske dimenzije utvrđuju se rizici s obzirom na fazu ekonomskog i financijskog ciklusa. U uzlaznoj fazi MPP bi trebao biti usmjeren na izgradnju zaštitnih amortizera u obliku kapitala i likvidnosti te tako jačati otpornost sustava na moguće šokove i ublažiti tu fazu ciklusa. Time se istodobno omogućava protucikličko djelovanje u silaznoj fazi ciklusa (Slika 2.). Uspostavom čvrstoga regulatornog okvira nastoji se smanjiti mogućnost regulatorne arbitraže i prenošenja poslovanja u slabije regulirane dijelove financijskog sustava.

2.2. Financijska stabilnost

Ekonomska važnost stabilnosti financijskog sustava proizlazi iz njegove ključne uloge u alokaciji kapitala, odnosno u transferu financijskih sredstava od novčano suficitarnih prema novčano deficitarnim subjektima. Financijska stabilnost stoga je osnovni preduvjet održivog rasta gospodarstva u cjelini. Zbog složenih međusobnih, povratnih veza među različitim elementima financijskog sustava i njihove interakcije s realnim dijelom gospodarstva, nije ju jednostavno ni definirati ni mjeriti.

Financijska stabilnost najjednostavnije se definira negacijom, odnosno kao izostanak financijske nestabilnosti. Osim šturosti, glavni je nedostatak takve definicije što ni približno ne odražava značenje financijske stabilnosti za financijski sustav i općenito za gospodarstvo. U užem smislu financijska stabilnost podrazumijeva izostanak kriznih epizoda, poremećaja ili prekomjerne kolebljivosti u financijskom sustavu. No takva definicija također je manjkava jer ne naglašava pozitivan doprinos učinkovitoga financijskog sustava ukupnim gospodarskim kretanjima, što je vrlo bitno za shvaćanje važnosti njezina očuvanja (Gadanecz i Jayaram, 2009.). Zato se posljednjih godina većinom rabi definicija financijske stabilnosti u širem smislu pa se ona opisuje kao stanje očitovano u neometanom i učinkovitom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava (financijskih institucija, financijskih tržišta i financijske infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornosti sustava na iznenadne šokove (Houben, Kakes i Schinasi, 2004.). Na razini EU-a uvriježena je definicija Europske središnje banke (ESB), koja financijskom stabilnošću smatra

stanje u kojem je financijski sustav sposoban apsorbirati šokove i neravnoteže i izbjeći situaciju u kojoj bi učinkovit proces financijskog posredovanja bio onemogućen. Slično tome, njemačka središnja banka financijsku stabilnost opisuje kao mirno stanje u kojem financijski sustav učinkovito obavlja svoje ključne funkcije poput alokacije resursa i disperzije rizika te u kojem platni sustav neometano funkcionira i ostaje stabilan i u slučaju šoka, stresnog scenarija ili značajnijih strukturnih promjena.

Iz navedenih definicija može se zaključiti da su ključni elementi financijske stabilnosti financijski posrednici, financijska tržišta i financijska infrastruktura, odnosno njihovo neometano funkcioniranje kojim se osigurava učinkovita alokacija resursa od štediša do ulagača. Pritom Schinasi (2004.) i Spicka (2009.) posebno ističu njezinu ulogu da adekvatno identificira, ocjenjuje i upravlja rizicima te da apsorbira financijske i realne šokove uzrokovane vanjskim čimbenicima ili unutarnjim neravnotežama.

Kako bi se osigurala uspješna prevencija sistemskih rizika i minimizirali društveni troškovi kriznih epizoda, nužna su tri stupa obrane financijske stabilnosti – preventivno djelovanje, povećanje otpornosti sustava na šokove i upravljanje kriznim epizodama (Žugić i Fabris, 2010.). Različitim mjerama prvog stupa nastoji se smanjiti ili spriječiti pojava i akumulacija sistemskih rizika. Rano uočavanje procesa akumulacije sistemskih rizika može biti ključno za izbjegavanje kriznih epizoda jer osigurava regulatorima i financijskom sektoru dovoljno vremena da odgovarajućim mjerama i instrumentima preventivno djeluju te osiguraju dostatne kapitalne i likvidnosne amortizere i povećaju otpornost sustava (MMF, 2011.). Drugi stup nadovezuje se na prvi pa se u praksi jačanje otpornosti sustava na financijske šokove provodi simultano s preventivnim mjerama. Ako se unatoč poduzetim aktivnostima sistemski rizici ipak materijaliziraju i rezultiraju kriznom epizodom, aktivira se treći stup obrane, pri čemu je preduvjet učinkovitog upravljanja kriznom situacijom postojanje tijela zaduženog za koordinaciju aktivnosti i minimiziranje mogućih štetnih učinaka kriznih epizoda.

2.3. Sistemski rizik

Pojam *sistemski rizik* tvorenica je ekonomista Williama Clinea nastala nakon izbijanja latinoameričke dužničke krize početkom 80-ih godina prošlog stoljeća (Ozgöde, 2011.). Prema toj definiciji sistemski rizik jest

prijetnja da će poremećaji u financijskom sustavu rezultirati ozbiljnim negativnim posljedicama za cjelokupno financijsko tržište i realno gospodarstvo.

Vrlo je vjerojatno da će se tijekom vremena u financijskom sustavu akumulirati određena razina rizika koji mogu narušiti njegovu stabilnost i ugroziti proces financijskog posredovanja. Materijalizacija tog rizika čini *sistemske događaj*, odnosno akutnu epizodu financijske nestabilnosti (BIS, 2012.). De Bandt i Hartmann (2000.) razlikuju sistemske događaje u užem i u širem smislu. Oni u užem smislu obuhvaćaju situacije kada nepovoljni događaji ili vijesti vezani uz neku financijsku instituciju, segment financijskog tržišta ili financijsku infrastrukturu rezultiraju nizom negativnih posljedica za jednu ili više drugih institucija, ili dio financijskog tržišta. Širi koncept sistemskog događaja uključuje i simultane negativne učinke uzrokovane sistemskim šokom koji pogađaju velik broj financijskih institucija ili tržišnih segmenata. *Sistemske rizik* stoga se definira kao rizik nastupanja sistemskog događaja sa snažnim negativnim učincima koji kroz različite kanale mogu poremetiti proces pružanja financijskih usluga ili rezultirati snažnim porastom njihovih cijena te ugroziti neometano poslovanje većeg dijela financijskog sustava i onemogućiti učinkovito financijsko posredovanje.

Potencijalni sistemski rizici povezani su s različitim instrumentima, institucijama i tržištima, pogotovo s onima slabo reguliranim ili izvan dosega regulative. Izvori sistemskog rizika nalaze se i unutar financijskog sustava i izvan njega. Endogeni rizici obuhvaćaju institucionalne rizike, poput operativnog ili financijskog rizika, tržišne rizike te infrastrukturne rizike koji se mogu odnositi na sustav poravnanja, platni sustav ili sustav namire; dok se u egzogene rizike ubrajaju makroekonomski poremećaji koji mogu biti povezani s okruženjem ili globalnim neravnotežama i rizici nepredviđenih događaja poput vremenskih nepogoda, terorističkih napada ili političkih događaja (Schaller, 2007.).

Općenito su glavni izvori sistemskog rizika kreditni rizik, tržišni rizik, operativni rizik, likvidnosni rizik, rizik povezan s infrastrukturom i rizik zaraze. *Kreditni rizik* najvažniji je rizik u bankarstvu, a povezan je s mogućim gubicima banaka zbog nemogućnosti dužnika da vrati kredit. Pritom visina gubitka ovisi o postojanju i vrijednosti kolaterala koji je dužnik založio kod banke. *Tržišni rizik* vezan je uz kretanja i uvjete na financijskim tržištima. Ako je globalna nesklonost riziku u trenutku nastupanja potencijalno kriznog događaja visoka, čak i privremeni šokovi mogu snažno utjecati na financijska tržišta i rezultirati sistemskim događajem (MMF,

2009.). Gubici u financijskim institucijama tada se mogu materijalizirati zbog promjena cijena vrijednosnih papira, tečajeva ili drugih oblika financijske imovine, kao i zbog pada cijena nefinancijske imovine koja može biti podloga za izvedene financijske instrumente, poput nekretnina. *Likvidnosni rizik* dodatno dobiva na značenju zbog sve intenzivnijeg oslanjanja banaka na financiranje putem financijskih tržišta. U ekstremnom slučaju nelikvidnosti međubankovnog novčanog tržišta može doći do znatnog pada prometa, zaštita od rizika može postati preskupa ili čak nemoguća, a cijene različitih oblika financijske imovine mogu znatno izgubiti na vrijednosti i ostati bez uporišta u stvarnim pokazateljima. *Rizik zaraze* podrazumijeva opasnost od prelijevanja šokova među financijskim institucijama, tržišnim segmentima ili među zemljama. *Operativni rizik* odnosi se na moguće poremećaje u procesima rada, neodgovarajuće upravljačke i organizacijske strukture te moguće tehničke i informatičke poteškoće. Osim s poslovnim procesima unutar financijskih institucija operativni rizik snažno je povezan i s *rizikom infrastrukture*, a posebno s platnim i klirinškim sustavima koji osiguravaju tehničku podršku u transakcijama na financijskim tržištima. Njihova organizacija uvelike određuje doseg financijskih šokova i stupanj prelijevanja tih šokova među financijskim institucijama (De Bandt i Hartmann, 2000.). To se ponajprije odnosi na informatičku tehnologiju, osobito kada je riječ o sofisticiranim instrumentima.

Sistemske rizici promatraju se s obzirom na *vremensku i strukturnu dimenziju*. Oni se u pravilu akumuliraju tijekom određenog razdoblja u međuodnosu financijskog sektora s kućanstvima, poduzećima i državom, a simultano i u odnosima s inozemnim financijskim institucijama (MMF, 2013.). Na kućanstva ponajprije utječe interakcija s domaćim financijskim sektorom, a poduzeća i država, osim domaćim, izloženi su također kretanjima u ostalim financijskim institucijama i kretanjima na međunarodnim financijskim tržištima. Strukturna dimenzija sistemskih rizika utječe na njihov doseg i brzinu širenja. Važan kanal širenja upravo su veze među financijskim institucijama, a brzina je proporcionalna razini asimetričnosti informacija i neizvjesnosti (MMF, 2009.). Međubankovno novčano tržište jedan je od glavnih kanala zaraze jer problemi jedne institucije mogu strelovitom brzinom rezultirati znatnim gubicima u svim institucijama s njom povezanim preko tog tržišta. Komplexnost međusobnih odnosa različitih vrsta financijskih institucija dodatno otežava praćenje procesa akumulacije i identifikaciju sistemskih rizika.

3. Važnost makroprudencijalne politike

Globalni financijski sustav proteklih desetljeća obilježili su procesi financijske liberalizacije i integracije te sve brži tehnološki napredak. No financijska liberalizacija ujedno je postala jedan od značajnih izvora sistemskog rizika, financijska integracija povećala je doseg kriznih epizoda, a tehnološki razvoj i sofisticirani financijski proizvodi snažno su ubrzali njihovo širenje (Haldane, 2006.). Istraživanje provedeno na uzorku od 21 zemlje pokazalo je da je u 25-godišnjem razdoblju, od 1945. do 1970., zabilježena samo jedna bankovna kriza, dok ih je u razdoblju od idućih 30 godina bilo čak 19 (Bordo i drugi, 2001.). Pritom su neke od njih pogodile pojedinačne zemlje, a neke cijele regije, zajedničko im je to da su rezultirale visokim financijskim i društvenim troškovima, što je detaljnije opisano u šestom poglavlju.

Azijska financijska kriza 90-ih godina prošlog stoljeća potaknula je niz rasprava o nužnosti reforme globalne financijske arhitekture i nesposobnosti tržišta da spriječi kolapse na financijskim tržištima (Crockett, 1994.). Osim azijske krize snažan kreditni rast u zemljama Srednje i Istočne Europe sredinom prošlog desetljeća također je potvrdio da klasična kombinacija makroekonomskih i mikroprudencijalnih instrumenata nije bila učinkovita u sprječavanju makroekonomskih neravnoteža i financijskih ranjivosti te da je za očuvanje stabilnosti ukupnoga financijskog sustava potrebno primijeniti drugačije mjere i instrumente. Intenzivno su se analizirali i odnos između stabilnosti cijena i financijske stabilnosti (Bordo i Wheelock, 1998., Bernanke i Gertler, 2001.) te mikroprudencijalna i makroprudencijalna dimenzija financijske stabilnosti (Crockett, 2000.). No unatoč tome što je stručna javnost raspravljala o različitim aspektima makroprudencijalne politike i bila svjesna važnosti sagledavanja sustava u cjelini, do izbijanja svjetske financijske krize krajem 2008. nije postignut značajniji napredak u uspostavi i formaliziranju makroprudencijalnog okvira. Veze između mikroprudencijalnog i makroprudencijalnog nadzora tako su još donedavno u većini zemalja bile slabe ili ih uopće nije bilo i prevladavalo je vjerovanje da su financijska tržišta sposobna samostalno korigirati moguće neravnoteže, odnosno da su tržišni sudionici sposobni izbjegavati rizike.

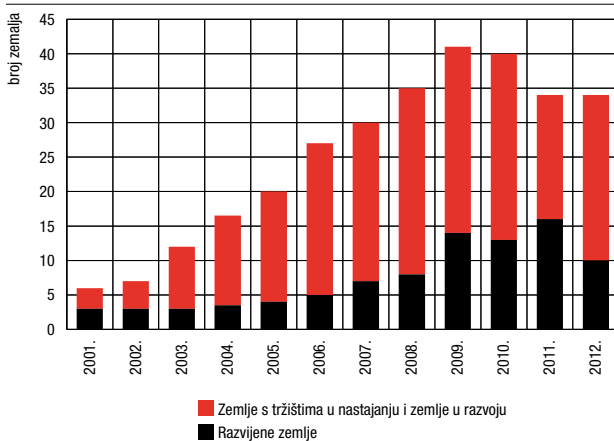
Recentne rasprave upućuju na to da je “regulatorna praznina”, gdje nitko nije eksplicitno bio zadužen za nadzor sistemskog rizika, znatno pridonijela financijskoj

krizi. Uočeno je i da za očuvanje stabilnosti ukupnoga financijskog sustava nije dovoljno nadzirati samo pojedinačne institucije i da je ustaljena mikroprudencijalna regulacija bila neučinkovita u identificiranju ranjivosti ukupnoga financijskog sustava (Cheang i Choy, 2011.) te da rizici za financijsku stabilnost mogu proizaći i iz ponašanja sustava kao cjeline (Angelini, Neri i Panetta, 2011.). Pokazalo se također da je dotadašnji regulatorni okvir bio procikličan i dodatno pojačavao intenzitet ciklusa. Isto tako, uvjetima za razvoj krize pogodovalo je i to što su različiti dijelovi financijskog sustava u mnogim zemljama bili pod ingerencijom različitih institucija, koje pritom često nisu djelovale koordinirano jer za to nije postojao formalni okvir, što je dodatno otežavalo sagledavanje cjelokupne slike i ukupnih rizika.

Iako makroprudencijalni pristup podrazumijeva nadzor nad svim financijskim institucijama, tržištima i infrastrukturom, on se u proteklom razdoblju većinom odnosio na regulaciju bankarskog sektora, posebno u financijskim sustavima europskih zemalja s tržištima u nastajanju, u kojima banke dominiraju financijskim sustavima. Jačanje aktivnosti banaka na financijskim tržištima pridonijelo je njihovoj izloženosti tržišnom riziku, a sve intenzivnije veze između banaka i nebankovnih financijskih institucija povećale su vjerojatnost prelijevanja šokova iz tog, u pravilu slabije reguliranog, segmenta financijskog tržišta, na bankarski sektor (Mörttinen i drugi, 2005.). Promjene u načinu financiranja banaka, likvidnost novčanog, ali i drugih financijskih tržišta te rizik prelijevanja šokova postali su prijetnja likvidnosti i stabilnosti financijskog sustava, koja se donedavno uglavnom vezivala uz navalu deponenata u banke (Mörttinen i drugi, 2005.). Recentna financijska kriza upozorila je i na važnost mehanizma ročne transformacije, koji čini srž bankovnog poslovanja jer se banke u prvom redu financiraju iz kratkoročnih izvora i ta sredstva ulažu u kredite, koje u pravilu obilježavaju dulji rokovi dospjeća i relativno niska likvidnost (BIS, 2012.).

Podaci MMF-a pokazuju da se broj zemalja koje primjenjuju makroprudencijalne mjere i instrumente izrazito povećao na početku proteklog desetljeća (Lim i drugi, 2013.). U većem dijelu promatranog razdoblja MPP-om su se bavile zemlje s tržištima u nastajanju, dok se provedba te politike u razvijenim zemljama intenzivirala tek nakon eskalacije svjetske financijske krize (Slika 3.).

Slika 3. Uvođenje/promjene makroprudencijalnih mjera i instrumenata



Izvor: MMF (2013.) – na temelju podataka iz rada Lim i drugi (2013.)

Važnost MPP-a ogleda se i u aktivnosti vodećih svjetskih subjekata poput skupine najrazvijenijih zemalja svijeta G-20, njezina Odbora za financijsku stabilnost, institucija EU-a i Banke za međunarodne namire (BIS) te Bazelskog odbora za nadzor banaka (BCBS). Svima im je zajednička usmjerenost na uspostavu učinkovitog okvira za provođenje MPP-a i na razvoj mjera potrebnih za regulaciju sistemski važnih financijskih institucija, makroprudencijalni nadzor i jačanje nadzora nad “bankama u sjeni” (Financial Stability Board, MMF i BIS, 2011.). Istodobno se intenzivno radi i na razvoju i analizi seta instrumenata koji mogu biti korisni za postizanje ciljeva MPP-a.

Radi uspostave učinkovitog okvira MPP-a, koji će na razini EU-a omogućiti prevenciju, ublažavanje i izbjegavanje sistemskih rizika te jačanje otpornosti sustava na financijske šokove, krajem 2010. osnovan je Europski

odbor za sistemske rizike (ESRB), a financijska je stabilnost ocijenjena kao osnovni preduvjet za osiguranje povećanja zaposlenosti i gospodarskog rasta. ESRB je zadužen za sagledavanje i procjenu sistemskih rizika u normalnim vremenima radi sprječavanja i ublažavanja budućih poremećaja u financijskom sustavu, koji bi mogli imati ozbiljne negativne posljedice za financijski sustav i realno gospodarstvo, te radi povećavanja otpornosti financijskog sustava na iznenadne šokove¹.

Kako bi uskladio makroprudencijalnu politiku na razini EU-a i time ujedno smanjio vjerojatnost prekograničnog prelijevanja sistemskih rizika, ESRB je u studenome 2011. izdao Preporuku o makroprudencijalnom regulatornom okviru (ESRB/2011/3) namijenjenu nacionalnim regulatorima da ojačaju kapacitete te identificiraju glavne izvore sistemskog rizika i provode mjere nužne za očuvanje sistemske stabilnosti. Prema toj preporuci države članice dužne su propisati okvir za vođenje makroprudencijalne politike i dodijeliti odgovarajuće ovlasti instituciji (ili institucijama) za čuvanje financijske stabilnosti.

U Hrvatskoj je za oblikovanje MPP-a zaduženo Vijeće za financijsku stabilnost (VFS). Riječ se o međuinstitucionalnom tijelu sastavljenom od predstavnika HNB-a, Hanfe, Ministarstva financija i Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka. Prema Zakonu o Vijeću za financijsku stabilnost njegovi su najvažniji zadaci sudjelovanje u oblikovanju makroprudencijalne politike Republike Hrvatske; analiza sistemskih rizika te osiguranje suradnje i razmjene informacija između nadležnih tijela; aktivnosti vezane uz upozorenja i preporuke ESRB-a, a najvažnija je ovlast VFS-a izdavanje upozorenja i preporuka povezanih sa sistemskim rizicima i financijskom stabilnosti.

4. Ciklus makroprudencijalne politike

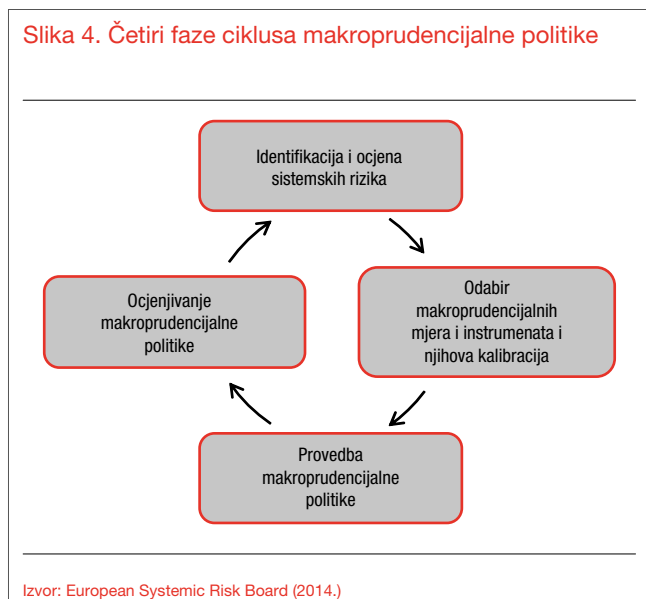
Ciklus MPP-a može se podijeliti na četiri faze ključne za uspješno očuvanje financijske stabilnosti (European Systemic Risk Board, 2014.; Slika 4.). Kako bi se pravodobno prepoznale ranjivosti povezane s određenom vrstom financijskih instrumenata, tržišnog segmenta, institucija ili infrastrukture i ocijenila vjerojatnost nastupanja sistemskog događaja i njegovih posljedica, taj bi ciklus trebao započeti identifikacijom i ocjenom sistemskih rizika. U tu svrhu mogu se upotrijebiti različiti

analitički alati, među kojima treba izdvojiti modele strogog testiranja i ranog upozorenja.

Ako se rizici koji mogu ugroziti neometano funkcioniranje financijskog sustava povećavaju, potrebno je odrediti i primijeniti set mjera i instrumenata za njihovo ublažavanje i za izgradnju dodatnih amortizera koji povećavaju otpornost sustava, te tako smanjiti

¹ <http://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.en.html>

Slika 4. Četiri faze ciklusa makroprudencijalne politike



procikličnosti u ponašanju financijskih institucija (MMF, 2011.). U završnoj fazi ciklusa ocjenjuje se učinkovitost pojedinih mjera i instrumenata te ukupan MPP u ostvarivanju postavljenih ciljeva.

5. Odnos makroprudencijalne politike i drugih ekonomskih politika

Na financijsku stabilnost, osim MPP-a, snažno utječu i druge politike, poput mikroprudencijalne, monetarne ili fiskalne. Svaka od njih utječe na financijska i realna kretanja te na financijski sustav u cjelini pa njihov međudodnos određuje i odabir instrumentarija MPP-a. Ciljevi tih politika katkad mogu biti suprotstavljeni, što dodatno naglašava važnost uspostave učinkovitoga nacionalnog i međunarodnog institucionalnog okvira za provođenje makroprudencijalne politike kako bi se uspješno rješavali mogući sukobi (Nier i drugi, 2011.). U nastavku je dan pregled najvažnijih politika iz perspektive makroprudencijalne politike.

5.1. Odnos makroprudencijalne i mikroprudencijalne politike

Makroprudencijalna i mikroprudencijalna politika razlikuju se prema ciljevima, usmjerenju, pristupu, pogledu na rizike te načinu kalibracije instrumenata (Schou-Zibell, Albert i Song, 2010., Tablica 1.). Mikroprudencijalna analiza usmjerena je na stanje, rizike i upravljanje u pojedinoj financijskoj instituciji te na zaštitu ulagača i štediša. No usredotočenost na pojedine institucije često ne omogućava prepoznavanje rizika na razini sustava, kao ni identifikaciju međusobnih veza

TABLICA 1. Osnovna obilježja makroprudencijalne i mikroprudencijalne politike

	Makroprudencijalna politika	Mikroprudencijalna politika
Cilj	Smanjiti vjerojatnost šokova koji bi mogli ugroziti financijski sustav u cjelini i minimizirati moguće društvene troškove kriznih epizoda.	Smanjiti vjerojatnost propasti pojedinih financijskih institucija i zaštititi potrošače.
Fokus	Financijski sustav u cjelini.	Pojedinačne institucije.
Pristup rizicima	Rizike promatra kao endogene – ovise o djelovanju šireg skupa subjekata.	Rizike promatra kao egzogene – neovisni su o aktivnostima pojedinačnih subjekata.
Kalibracija makroprudencijalnih instrumenata	Od vrha prema dnu – kalibriraju se s obzirom na rizike koji ovise i o fazi ciklusa i o segmentu sustava u kojem se javljaju.	Od dna prema vrhu – kalibriraju se s obzirom na rizike koji se javljaju u pojedinačnim institucijama.

Izvor: Schou-Zibell, Albert i Song, 2010.

financijskih institucija ili njihove moguće systemske važnosti, a često rezultira i zanemarivanjem negativnih učinaka koje pojedine institucije ili dijelovi financijskog sustava mogu imati na druge dijelove tog sustava.

Nasuprot tome, makroprudencijalnom analizom financijski i bankovni sustav sagledavaju se u cjelini. Za razliku od mikroprudencijalnog pristupa, koji rizike promatra kao egzogene jer pojedinačne institucije najčešće nemaju znatan utjecaj na gospodarstvo, makroprudencijalni pristup podrazumijeva endogenost rizika zato što financijske institucije zajedno mogu utjecati na transakcije u gospodarstvu pa ukupan rizik u financijskom sustavu može biti veći od zbroja rizika u pojedinačnim institucijama (Schou-Zibell, Albert i Song, 2010.).

Popis makroprudencijalnih instrumenata obuhvaća i neke mikroprudencijalne instrumente koji također mogu djelovati na smanjenje sistemskog rizika i jačanje financijske stabilnosti, no unatoč njihovoj komplementarnosti makroprudencijalne mjere ne mogu biti zamjena za one mikroprudencijalnoga karaktera i obratno.

5.2. Odnos makroprudencijalne i monetarne politike

Glavni je cilj monetarne politike u većini zemalja očuvanje stabilnosti cijena dobara i usluga, a osim nje to mogu biti i visoka zaposlenost, gospodarski rast, stabilnost kamatnih stopa, stabilnost deviznog tečaja i sl. (Bofinger, 2001.). Na temelju tako definiranih ciljeva središnje su banke odgovorne za osiguranje stabilnoga makroekonomskog okružja, koje pridonosi održivom gospodarskom rastu. Istodobni je zadatak MPP-a da pridonosi očuvanju stabilnosti financijskog sustava kao cjeline jačanjem otpornosti sustava i sprječavanjem i smanjenjem sistemskih rizika, čime podržava doprinos financijskog sustava gospodarskom rastu.

Očuvanje stabilnosti financijskog sustava važno je i na nacionalnoj i na međunarodnoj razini, pogotovo ako se imaju na umu makroekonomski troškovi nestabilnoga financijskog sustava i njegova važnost za učinkovitost monetarne politike. Stoga su se u praksi MPP-om obično bavile upravo središnje banke, iako za to često nije postojala formalna osnova. One su se osim klasičnim i nekonvencionalnim monetarnim mjerama i instrumentima koristile i makroprudencijalnim instrumenarijem te su provodile makroprudencijalnu analizu, utvrđivale i pratile systemske rizike, ocjenjivale ranjivosti pojedinih segmenata gospodarstva i objavljivale izvještaje o financijskoj stabilnosti (Kogar, 2006.). Financijsku stabilnost

čuvale su i na osnovi uloge pozajmljivača u krajnjoj nuždi, osiguranjem i nadzorom financijske infrastrukture i nadzorom systemski važnih financijskih institucija. Bavile su se i upravljanjem kriznim situacijama, a u nekim situacijama čak i čuvanjem međunarodne financijske stabilnosti (Windischbauer, 2007.). Obavljanje tih zadataka omogućili su im njihovi stručni kapaciteti i dobro poznavanje funkcioniranja financijskog sustava i makroekonomskih kretanja.

Unatoč tome, odnos financijske stabilnosti i monetarne politike u prošlosti se često pojednostavnjavao. Smatralo se da je stabilnost cijena, ako postoje razvijena i efikasna financijska tržišta, dovoljna za očuvanje financijske stabilnosti, dok je za monetarnu stabilnost dovoljna neovisna središnja banka koja održava stabilnost cijena, no kriza je pokazala da su takva shvaćanja bila preuska (Caruana, 2011.). Danas se zdrav i funkcionalan financijski sustav smatra preduvjetom učinkovite monetarne politike, dok je učinkovita monetarna politika preduvjet uspješnog očuvanja financijske stabilnosti (Borio i Shim, 2007.). U novije vrijeme stoga sve više središnjih banaka, osim za očuvanje stabilnosti cijena, ima zakonom dodijeljen mandat za provođenje MPP-a i neposredno su zadužene za postizanje i očuvanje financijske stabilnosti. Prema analizi MMF-a (2014.) središnja banka neposredno je ili posredno uključena u provođenje MPP-a u 89% europskih zemalja, dok u drugim dijelovima svijeta taj udio premašuje 93%.

Iako su ciljevi monetarne i makroprudencijalne politike u nekim segmentima komplementarni, to nije uvijek slučaj i one mogu djelovati u suprotnim smjerovima (Beau, Clerc i Mojon, 2012.). Cjenovna stabilnost pridonosi financijskoj stabilnosti eliminacijom tržišnih distorzija, smanjenjem premije za rizik promjene kamatnih stopa, povećanjem transparentnosti i smanjivanjem moralnoga hazarda (Kogar, 2006.). No čak i monetarna politika uspješna u očuvanju stabilne i niske inflacije može nepovoljno djelovati na financijsku stabilnost. Primjerice, niske referentne kamatne stope središnjih banaka mogu djelovati poticajno na kreditni rast i na prekomjerno preuzimanje rizika te stvaranje cjenovnih balona, čime se stvaraju preduvjeti za buduće krizne epizode (Dell’Ariccia, Laeven i Suare, 2013.). U malim otvorenim gospodarstvima povećanje kamatnih stopa, koje može biti nužno radi obuzdavanja inflatornih pritisaka, može privući priljeve kapitala i potaknuti akumulaciju sistemskih rizika i vanjskih neravnoteža (MMF, 2013.). Nasuprot tome, smanjenje kamatnih stopa radi poticanja domaće potražnje može rezultirati odljevima kapitala i ugroziti financijsku stabilnost.

Hoće li se monetarna i makroprudencijalna politika sukobljavati, to u pravilu ovisi o podudarnosti poslovnog i financijskog ciklusa. Ako su oni usklađeni, monetarna politika može dodatno pospješiti djelovanje makroprudencijalnih mjera i instrumenata i obratno. Ako središnja banka pooštri financijske uvjete zbog ocjene da je gospodarska aktivnost iznad optimalne u trenutku dok su makroprudencijalne mjere usmjerene na suzbijanje prebrzog kreditnog rasta već aktivirane, one će se međusobno podupirati. Za razliku od toga, učinci monetarne i makroprudencijalne politike mogli bi djelovati u suprotnim smjerovima ako središnja banka pokuša stimulirati gospodarstvo onda kada je financijski ciklus već u ekspanziji.

Odnos između makroprudencijalne i monetarne politike u recentnoj se literaturi objašnjava vrlo složenim modelima, poput DSGE modela (Beau, Clerc i Mojon, 2012., Benigno i drugi, 2012., Borio i Shim, 2007.). Pritom Clouse (2013.) naglašava da su veze između monetarne politike i financijske stabilnosti i njihove implikacije za nositelje ekonomske politike iznimno kompleksne čak i u pojednostavnjenim modelima. No sinergijski učinci tih dviju politika ipak nadjačavaju moguće sukobe (MMF, 2013.).

5.3. Odnos makroprudencijalne i ostalih politika

Osim s monetarnom i mikroprudencijalnom MPP je tijesno povezan i s drugim politikama, poput fiskalne politike, politike tržišnog natjecanja i politike upravljanja kriznim situacijama (MMF, 2013.).

Koordinacijom makroprudencijalne i fiskalne politike, zajedničkom analizom rizika i usuglašenim djelovanjem smanjuje se vjerojatnost nastupanja kriznih epizoda. Odgovornom proračunskom i poreznom politikom može se spriječiti ili usporiti akumulacija sistemskih rizika i omogućiti stvaranje amortizera na razini sustava za moguće šokove i obratno. Primjerice, fiskalna politika koja u uzlaznoj fazi ciklusa praćenog snažnim rastom cijena nekretnina poreznom politikom potiče njihovu kupnju, dodatno intenzivira ciklus i povećava vjerojatnost sistemskih rizika u silaznoj fazi. Usuglašeno djelovanje posebno je važno u razdobljima snažnih priljeva kapitala jer je tada fiskalna politika često prociklična, što je dodatni izvor neravnoteža i stvara pritiske na ostale politike, posebice na monetarnu i makroprudencijalnu politiku (Watson, 2010.), te im smanjuje manevarski prostor za učinkovito djelovanje. Također, vremenski

horizont političkih struktura u pravilu je kraći jer je najčešće determiniran fazom izbornog ciklusa, a to dodatno otežava koordinaciju tih dviju politika.

Povećana razina kompetitivnosti može potaknuti financijske institucije na preuzimanje većih rizika, pa se uvelike povećava ranjivost sustava na moguće šokove. Primjerice, u nastojanju da osvoje što veći tržišni udio i pozicioniraju se na određenom segmentu tržišta, financijske institucije mogu svjesno primjenjivati blaže ili sasvim neprimjerene uvjete kreditiranja. Takvi obrasci ponašanja tipični su za uzlazne faze ciklusa. Pri tržišnom natjecanju treba voditi računa i o institucijama koje se doživljavaju kao prevelike ili prevažne da bi propale (engl. *too big (too important) to fail*), što je argument za uključivanje nositelja MPP-a u procese odlučivanja o spajanjima i pripajanjima koja bi mogla rezultirati nastankom institucija koje svojom veličinom mogu tvoriti prijetnju za cijeli financijski sustav (MMF, 2013.). Problem institucija koje zbog svoje veličine, važnosti i povezanosti s ostatkom financijskog sustava mogu ugroziti njegovu stabilnost izražen je i na nacionalnim razinama i na međunarodnoj razini, a često je povezan i s moralnim hazardom i implicitnom pretpostavkom uprava takvih institucija da će u slučaju poteškoća u poslovanju imati potporu države.

Za očuvanje financijske stabilnosti važne su i politika upravljanja kriznim situacijama te politika sanacije financijskih institucija. U tu svrhu potrebno je utvrditi odgovarajući okvir za suradnju relevantnih institucija radi pripreme zajedničkih rješenja i aktivnosti potrebnih za upravljanje potencijalno nepovoljnim posljedicama financijske krize. Nužno je osigurati pravodobnu razmjenu ključnih informacija, što je podloga za odlučivanje o mogućim fiskalnim potporama. Primjereni dizajn tog okvira dodatno podržava ciljeve MPP-a, jača tržišnu disciplinu, smanjuje poticaje za prekomjerno preuzimanje rizika i smanjuje potrebu za makroprudencijalnim intervencijama (MMF, 2013.).

6. Troškovi kriznih epizoda u odnosu na troškove upotrebe makroprudencijalne politike

Neovisno o okidačima koji ih pokreću, financijske krize najčešće rezultiraju visokim troškovima, koji mogu dosezati dvoznamenkaste udjele u BDP-a i viši su u zemljama s tržištima u nastajanju nego u razvijenim zemljama (Hoggarth, Reis i Saporta, 2002., Tablica 2.), a u razdoblju od 1970. do 2011. medijalno povećanje javnog duga povezano s bankovnim krizama iznosilo je oko 17% BDP-a, dok su izravni fiskalni troškovi kriznih epizoda iznosili oko 7% BDP-a (MMF, 2015.).

Pritom treba naglasiti da ekonomske i socijalne posljedice financijskih kriza znatno nadmašuju financijske troškove i opsežnije su od samih fiskalnih i kvazifiskalnih izdataka, odnosno troškova spašavanja financijskih institucija, pogotovo ako se u obzir uzmu gubitak društvenog proizvoda te neproduktivno korištenje štednje i alokacije resursa, što naposljetku rezultira smanjenim stupnjem blagostanja. Analizirajući sto sistemskih financijskih kriza, Reinhart i Rogoff (2014.) pokazuju da se ti troškovi često materijaliziraju u obliku usporenoga gospodarskog oporavka jer zemlje u prosjeku tek osam godina nakon krizne epizode dosežu pretkiznu razinu dohotka. Troškovi recentne financijske krize mjereni gubitkom proizvodnje procjenjuju se na gotovo 0,5 bilijuna eura, s time da se i dalje materijaliziraju pa će konačna brojka premašiti taj iznos (European Systemic Risk Board, 2014.).

Unatoč tome što posljedice sistemskih događaja u pravilu pogađaju sve sektore, one su često veće za društvo nego za pojedine institucije. Tržišni sudionici stoga su primarno motivirani štititi svoje interese, dok su za zaštitu sustava motivirane tek posredno (Schwartz, 2011.) pa su uprave financijskih institucija nerijetko sklone preuzimati više rizika nego što je to optimalno s društvenog aspekta (De Bandt i Hartmann, 2000.). Te činjenice dodatno potvrđuju važnost pravodobne

aktivnosti regulatora koji vodi računa o rizicima na razini sustava i propisuje mjere za smanjenje vjerojatnosti nastupanja kriznih epizoda.

No MPP, kao i većina drugih oblika regulacije, podrazumijeva i određene troškove pa koristi od te regulacije trebaju biti uspoređene s troškovima njezina uvođenja. Troškovi za sustav najčešće se manifestiraju kao sporiji gospodarski rast te otežavanje i poskupljivanje procesa financijskog posredovanja (MMF, 2011.). Stroža regulacija očituje se i u posrednim troškovima poput kočenja inovacija i konkurencije (Schwartz, 2011.). Što je doseg određenoga makroprudencijalnog instrumenta širi i što je on strože postavljen, skuplja je njegova primjena pa se preporučuje upotreba ciljanih instrumenata (Committee of the Global Financial System, 2012.). Stoga je cilj odabrati instrumente koji pridonose dugoročno održivom gospodarskom rastu, a istodobno preventivno djeluju na akumulaciju sistemskih rizika.

S obzirom na posljedice materijalizacije sistemskih rizika i troškove kriznih epizoda može se zaključiti da je upotreba preventivnih mjera i instrumenata usmjerenih k očuvanju makroekonomske i financijske stabilnosti najčešće opravdana. To potvrđuju i dostupna istraživanja koja pokazuju da unatoč visokom trošku pojedinih makroprudencijalnih instrumenata njihove koristi mogu znatno nadmašivati troškove, a kao primjer ističu se povišeni kapitalni zahtjevi (Committee of the Global Financial System, 2012.).

Budući da se troškovi primjene MPP-a lakše kvantificiraju i brže se materijaliziraju od potencijalnih koristi, razumijevanje troškova i koristi MPP-a važno je radi jačanja svijesti o značenju preventivnog djelovanja, operacionalizacije instrumenata, provođenja makroprudencijalne politike i izbjegavanja neaktivnog pristupa vođenju MPP-a (European Systemic Risk Board, 2014.).

TABLICA 2. Fiskalni troškovi 24 kriznih epizoda

	Trajanje krizne epizode (godine)	Udio loših plasmana u ukupnima (%)	Fiskalni troškovi (% BDP-a)
Sve krizne epizode	4,2	22	15,5
<i>Twin</i> krize	4,1	26	22
Bankovne krize	4,3	18	4
Zemlje niskog i srednjeg dohotka	3,7	28	17
Zemlje s visokim dohotkom	5,5	14	11,5

Izvor: Hoggarth, Reis i Saporta (2002.)

7. Zaključak

Pojačano zanimanje za financijsku stabilnost i MPP tijesno je povezano s ekspanzijom, liberalizacijom, integracijom i globalizacijom financijskog sustava, odnosno procesima koji povećavaju snagu, doseg i brzinu širenja događaja koji mogu rezultirati financijskom nestabilnošću širih razmjera. Visoki troškovi kriznih epizoda dodatno su potaknuli razvoj makroprudencijalne analize pa su pitanja iz područja financijske stabilnosti postala dominantna i u akademskim raspravama i pri donošenju odluka nositelja ekonomskih politika.

Osnovni cilj ovog rada stoga je bio pridonijeti razumijevanju makroprudencijalne politike i njezina odnosa s ostalim politikama te tako olakšati provođenje te politike u praksi. Naime, jedan je od preduvjeta uspješnog očuvanja financijske stabilnosti učinkovita komunikacija nositelja MPP-a sa stručnom i općom javnošću u svim fazama makroprudencijalnog ciklusa kako bi se pravodobno upozorilo na sistemske rizike i objasnili razlozi uvođenja makroprudencijalnih mjera, način njihove primjene i očekivani učinci i mehanizmi djelovanja tih

mjera na uočene sistemske rizike. To je posebno važno u situacijama kada te mjere dio javnosti percipira kao nepovoljne ili kada su ciljevi MPP-a u sukobu s ciljevima ostalih politika. U tom smislu, osim za operacionalizaciju MPP-a, šire razumijevanje koncepta MPP-a i njegovih troškova i koristi, iznimno je važno i za smanjenje rizika nedjelovanja nositelja te politike.

No premda se teoretski okvir makroprudencijalne politike gradi relativno brzo i postaje sve čvršći, i dalje postoje brojne nepoznanice vezane uz njezino provođenje, a posebice uz interakciju s ostalim ekonomskim politikama. Recentna zbivanja povezana s izgradnjom institucionalnog okvira za provođenje makroprudencijalne politike u EU-u, potaknutog spomenutom preporukom ESRB-a, otvaraju prostor za analizu formalnih rješenja u različitim zemljama, a s vremenom će se moći istražiti i kako suradnja nositelja ekonomskih politika u praksi funkcionira u postizanju makroprudencijalnih ciljeva. Pritom je poseban izazov vezan uz osiguranje neovisnosti MPP-a.

Literatura

Angelini, P., Neri, S. i Panetta, F. (2011.): *Monetary and macroprudential policies*, Bank of Italy, Temi di Discussione 801

Bank of England (2009.): *The role of macroprudential policy*, Bank of England Discussion Paper, studeni

Beau, D., Clerc, L. i Mojon, B. (2012.): *Macro Prudential Policy and the conduct of monetary policy*, Banque de France

Benigno, G., Chen, H., Otrok, C., Rebucci, A. i Young, E. R. (2012.): *Monetary and Macro-Prudential Policies – An Integrated Analysis*, IMF Twelfth Jacques Polak Annual Research Conference, srpanj

Bernanke, B. i Gertler, M. (2001.): *Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?*, The American Economic Review, Papers and Proceedings of the

Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association, 91(2), str. 253 – 257

Bini Smaghi, L. (2011.): *Member of the Executive Board of the ECB*, govor na OeNB Annual Economic Conference on The Future of European Integration: Some Economic Perspectives, Beč, svibanj

BIS (2012.): *Models and tools for macroprudential analysis*, Working Paper br. 21, svibanj

Bofinger, P. (2001.): *Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, New York

Bordo, M. i Wheelock, D. (1998.): *Price Stability and Financial Stability: The Historical Record*, Federal Reserve Bank St. Lois Review, rujan/listopad

- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D. i Martinez Peria, S. M. (2001.): *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, Economic Policy 24, str. 51 – 82
- Borio, C. i Shim, I. (2007.): *What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?*, BIS Working Paper br. 242
- Borio, C. (2010.): *Implementing a macroprudential framework: balancing boldness and realism*, BIS, srpanj
- Caruana, J. (2011.): *Monetary policy in a world with macroprudential policy*, The SAARCFINANCE Governors' Symposium, Kerala, lipanj
- Cheang, N. i Choy, I. (2011.): *Aggregate Financial Stability Index for an Early Warning System*, Monetary Authority of Macao, Macao Monetary Research Bulletin, br. 21, str. 27 – 51, listopad
- Clement, P. (2010.): *The term 'macroprudential': origins and evolution*, BIS Quarterly Review, ožujak
- Clouse, J. A. (2013.): *Monetary Policy and Financial Stability Risks: An Example*, Finance and Economics Discussion Series (FEDS), Fed Washington, 2013-41
- Committee of the Global Financial System – CGFS (2010.): *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers br. 38, svibanj
- Committee of the Global Financial System – CGFS (2012.): *Operationalizing the selection and application of macroprudential instruments*, CGFS Papers br. 48, prosinac
- Crockett, A. (1994.): *Reforming the Global Financial Architecture*, govor održan na Asia Economic Policy Conference, Asia and the Global Financial Crisis
- Crockett, A. (2000.): *Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability*, BIS Speeches, 21. rujna
- De Bandt, O. i Hartmann, P. (2000.): *Systemic Risk: A Survey*, ECB Working Paper br. 35, studeni
- Dell'Ariccia, G., Laeven, L. i Suarez, G. (2013.): *Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel*, IMF Working Paper br. WP/13/143, lipanj
- European Systemic Risk Board (2014.): *Flagship report on Macro-Prudential Policy in the Banking Sector*, ožujak
- Financial Stability Board, MMF, BIS (2011.): *Macroprudential policy tools and frameworks – Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, veljača
- Gadanecz, B. i Jayaram, K. (2009.): *Measures of financial stability – a review*, BIS, Proceedings of the IFC Conference on Measuring financial innovation and its impact, Basel, 26. i 27. kolovoza 2008., vol. 31, str. 365 – 380
- Galati, G. i Moessner, R. (2011.): *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Papers 337, Bank for International Settlements
- Haldane, A. G. (2006.): *A framework for financial stability*, materijali pripremljeni za seminar Financial Stability, Bank of England, London, travanj
- Hogarth, G., Reis, R. i Saporta, V. (2002.): *Cost of banking system instability: Some empirical evidence*, Journal of Banking and Finance, Elsevier, vol. 26(5), str. 825 – 855, svibanj
- Houben, A., Kakes, J. i Schinasi, G. (2004.): *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*, IMF Working Paper br. WP/04/101, lipanj
- Johnston, B. R. (2011.): *The evolving role of macro-prudential policy*, materijal pripremljen za IMF course on Financial Stability, Systemic Risk and Macro-Prudential Policy, veljača
- Kogar, C. (2006.): *Assessment of financial stability at the Central Bank of Turkey*, materijal pripremljen za konferenciju, Istanbul
- Lim, C. H., Krznar, I., Lipinsky, F., Otani, A. i Wu, X. (2013.): *The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements*, IMF Working Paper 13/166, srpanj
- MMF (2009.): *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, poglavlje 3. Detecting Systemic Risk, World

Economic and Financial Surveys, travanj

MMF (2011.): *Global Financial Stability Report: Grappling With Crisis Legacy*, poglavlje 3. Toward Operationalizing Macroprudential Policies: when to act, World Economic and Financial Surveys, rujan

MMF (2013.): *Key Aspects of Macroprudential Policy*, odobrio Vinalis, J., izradio tim predvođen Brockmeijerom, J., lipanj

MMF (2015.): *From banking to sovereign crisis: Implications for public debt*, IMF Policy Paper, ožujak

Mörttinen, L., Poloni, P., Sandars, P. i Vesala, J. M. (2005.): *Analysing Banking Sector Conditions: How to Use Macro-Prudential Indicators*, ECB Occasional Paper br. 26, travanj

Nier, E. W., Osiński, J., Jácome, L. I. i Madrid, P. (2011.): *Institutional Models for Macroprudential Policy* IMF Discussion Note, studeni

Ozgöde, O. (2011.): *The Emergence of Systemic Financial Risk: From Structural Adjustment (Back) to Vulnerability Reduction*, www.limn.it, Issue number one: Systemic Risk

Reinhart, C. i Rogoff, K. (2009.): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press

Reinhart, C. i Rogoff, K. (2014.): *Recovery from Financial Crises – Evidence from 100 Episodes*, NBER Working Paper br. 19823, siječanj

Rodriguez-Moreno, M. i Pena, J. I. (2011.), *Systemic risk measures: the simpler the better?*, Journal of Banking & Finance 37 (6), 1817 – 1831

Schaller, A. (2007.): *Safeguarding financial stability – Responsibility of central banks*, materijali pripremljeni za međunarodni centralnobankarski seminar Financial Stability, u organizaciji Deutsche Bundesbank, svibanj

Schinasi, G. J. (2004.): *Defining financial stability*, IMW Working Paper WP/04/187, listopad

Schou-Zibell, L., Albert, J. R. i Song, L. L. (2010.): *A Macroprudential Framework for Monitoring and Examining Financial Soundness*, ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration, br. 43, ožujak

Schwartz, S. L. (2011.): *Identifying and Managing Systemic Risk: An Assessment of Our Progress*, George Mason University, AGEP Advanced Policy Institute of Financial Services Regulation, ožujak

Spicka, P. (2009.): *Financial stability issues at central banks*, prezentacija pripremljena za konferenciju *Financial Stability* u organizaciji Deutsche Bundesbank, svibanj

Watson, M. (2010.): *Inputs to Policy Co-ordination and Crisis Prevention Management*, materijal pripremljen za seminar Financial Stability Reports: Design and Effectiveness u organizaciji Center of Excellence in Finance, Ljubljana

Windischbauer, U. (2007.): *Dealing with financial Stability in ESCB Central Banks*, Deutsche Bundesbank, svibanj

Žugić, R. i Fabris, N. (2010.): *Finansijska stabilnost kao cilj centralnih banaka*, Aktualna pitanja crnogorske ekonomije, Centralna banka Crne Gore

Do sada objavljeni Pregledi:

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-ih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-12	Lipanj 2002.	Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)	Warren Coats i Marko Škreb
P-13	Rujan 2002.	Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIWW-u	Evan Kraft i Tihomir Stučka
P-14	Veljača 2003.	Rezultati trećega HNB-ova anketiranja banaka: Hrvatski bankarski sektor u fazi konsolidacije i tržišnog pozicioniranja od 2000. godine do danas	Tomislav Galac
P-15	Kolovoz 2004.	Kako unaprijediti hrvatski sustav osiguranja štednih uloga?	Michael Faulend i Evan Kraft
P-16	Kolovoz 2004.	Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku	Alan Škudar
P-17	Rujan 2004.	Treba li Hrvatskoj razlikovanje premije osiguranja štednih uloga?	Tomislav Galac
P-18	Studeni 2004.	Analiza modela stambenog financiranja u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-19	Svibanj 2005.	Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije – Gdje je Hrvatska?	Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić i Ana Šabić
P-20	Kolovoz 2005.	Rezultati četvrtoga HNB-ova anketiranja banaka	Tomislav Galac i Lana Dukić
P-21	Listopad 2005.	Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj	Igor Ljubaj
P-22	Siječanj 2006.	Kontrola koncentracija u hrvatskome bankarskom sustavu	Tatjana Ružić
P-23	Ožujak 2006.	Analiza poslovanja stambenih štedionica: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja stambenih štedionica	Mladen Mirko Tepuš
P-24	Kolovoz 2008.	Rezultati petoga HNB-ova anketiranja banaka	Lana Ivičić, Mirna Dumičić, Ante Burić, Ivan Huljak
P-25	Svibanj 2014.	Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku	Mislav Brkić i Ana Šabić

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama Istraživanja, Pregledi i Tehničke bilješke znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvaćanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni elektroničkom poštom ili optičkim medijima (CD, DVD), a mediju treba priložiti i ispis na papiru. Zapis treba biti u formatu Microsoft Word.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice zahvale i priznanja, poželjno je uključiti u tekst na kraju uvodnog dijela.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (**bold**) i kurziviranje (*italic*) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati broj, naslov, mjerne jedinice,

legendu, izvor podataka te bilješke. Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a, b, c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz nekih drugih programa, onda je potrebno dostaviti i te datoteke u formatu Excel (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom formatu EPS ili TIFF s opisima u Helvetic (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice treba označiti arapskim brojkama podignutima iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjima od slova kojima je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju stručni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Tehničke bilješke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdaje i druge publikacije: numizmatička izdanja, brošure, publikacije na drugim medijima (CD-ROM, DVD), knjige, monografije i radove od posebnog interesa za Banku, zbornike radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator Banka, edukativne materijale i druga slična izdanja.

ISSN 1334-0085 (online)