



HRVATSKA NARODNA BANKA

Pregledi P-46

Poteškoće europskih banaka tijekom globalne financijske krize – uloga tokova kapitala

Mislav Brkić

Zagreb, siječanj 2020.



HNB

PREGLEDI P-46

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO

Vedran Šošić
Gordi Sušić
Davor Kunovac
Tomislav Ridzak
Evan Kraft
Maroje Lang
Ante Žigman

UREDNIKA

Romana Sinković

PREVODITELJICA

Lidija Jurilj

LEKTORICA

Sanda Uzun-Ikić

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

GRAFIČKI UREDNIK

Slavko Križnjak

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 obvezno navedu izvor.

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

ISSN 1334-0085 (online)



HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

PREGLEDI P-46

**Poteškoće europskih banaka
tijekom globalne financijske krize
– uloga tokova kapitala**

Mislav Brkić

Zagreb, siječanj 2020.

Sažetak

U ovom se radu opisuju tri različita kanala preko kojih je globalna financijska kriza utjecala na europske banke. Prvi je kanal bio povezan s izravnim gubicima koje su banke pretrpjele zbog svoje izloženosti vrijednosnim papirima osiguranim hipotekom u SAD-u. Drugi je kanal bio povezan s pogoršanjem globalnih likvidnosnih uvjeta nakon propasti Lehman Brothersa u rujnu 2008. Naposljetku, treći kanal pojavio se u državama s velikim makroekonomskim neravnotežama, u kojima je znatna korekcija neravnoteža tijekom financijske krize dovela do duboke recesije, što je stvorilo znatne gubitke na osnovi kredita njihovih banaka. Bolje razumijevanje ovih pitanja potrebno je kako bi se definirale odgovarajuće politike za povećanje otpornosti europskih banaka.

Ključne riječi:

bankovna kriza, tokovi kapitala, financijska integracija

JEL classification:

E52, E58, F36, G01, G21

Autor zahvaljuje Marijani Ivanov i Maroju Langu na korisnim komentarima tijekom izrade rada.

Sadržaj

Sažetak	v		
1. Uvod	1		
2. Učinak globalne financijske krize na europske banke	2		
2.1. Uzroci globalne financijske krize	2		
2.1.1. Ciklus naglog rasta i pada na američkom tržištu stambenih nekretnina	2		
2.1.2. Previranja na američkom tržištu kreditnih izvedenica i početna reakcija Feda	3		
2.2. Gubici europskih banaka povezani s američkim tržištem kreditnih izvedenica	3		
2.3. Pogoršanje financijskih uvjeta nakon propasti Lehman Brothersa	4		
2.3.1. Izbijanje globalne financijske krize i odgovor velikih središnjih banaka	4		
2.3.2. Likvidnosni problemi europskih banaka na vrhuncu globalne krize	5		
3. Izloženost europskih banaka domaćim rizicima uoči globalne financijske krize	6		
3.1. Velika izloženost tržištu nekretnina	6		
3.1.1. Povratna sprega između bilanca banaka i tržišta nekretnina – pregled literature	6		
		3.1.2. Kretanja na tržištima nekretnina EU-a prije i nakon izbijanja krize	7
		3.1.3. Utjecaj sloma na tržištu stambenih nekretnina na europske bankovne sustave	9
		3.2. Izloženost europskih banaka ostalim makroekonomskim rizicima	11
		4. Uloga tokova kapitala u akumuliranju rizika u pretkriznom razdoblju	13
		4.1. Financijska integracija i jazovi između štednje i investicija u državama članicama EU-a	13
		4.2. Rizici koji proizlaze iz obilnih priljeva kapitala	14
		4.3. Sastav priljeva kapitala u države članice Europske unije	14
		4.4. Negativan utjecaj priljeva kapitala na bilance banaka	15
		4.4.1. Povećanje rizika refinanciranja	15
		4.4.2. Povećanje kreditnog rizika	17
		5. Zaključak	19
		Literatura	19

1. Uvod

Globalna financijska kriza negativno je utjecala na mnoge europske banke. U ovom se radu utvrđuju i opisuju tri glavna kanala preko kojih su se ti utjecaji realizirali. Prvi kanal proizlazi iz izravnih gubitaka koje su europske banke pretrpjele zbog svoje izloženosti tržištu kreditnih izvedenica u Sjedinjenim Američkim Državama. Zbog naglog pada cijena stambenih nekretnina u SAD-u tržišna vrijednost vrijednosnih papira osiguranih hipotekom jako se smanjila, što je stvorilo znatne gubitke za investitore koji su ulagali u te instrumente, uključujući nekoliko velikih europskih banaka. Drugi kanal povezan je s iznenadnim pogoršanjem likvidnosnih uvjeta nakon propasti Lehman Brothersa u rujnu 2008. Taj događaj doveo je do naglog porasta globalne nesklonosti riziku jer su brojni investitori vjerovali da će doći do daljnjih propasti banaka. U takvom okruženju banke su sve teže pribavljale sredstva na tržištu, posebice one za koje se smatralo da imaju imovinu slabije kvalitete. Naposljetku, treći kanal pojavio se u državama u kojima su se u pretkriznim godinama povećale makroekonomske neravnoteže u obliku velikoga manjka na tekućem računu platne bilance i pregrijavanja domaće potražnje. Te su se neravnoteže brzo smanjile nakon izbijanja globalne krize, što je pridonijelo gospodarskom padu. U okruženju duboke recesije banke su ostvarile velike gubitke zbog znatnog pogoršanja njihovih kreditnih portfelja.

Od tri spomenuta kanala, drugi i treći također su utjecali na banke koje prethodno nisu bile uključene u američko tržište izvedenica. U ovom radu istražuju se uzroci njihove velike ranjivosti na vanjske šokove. Glavni izvor ranjivosti banaka u nekim europskim državama bila je njihova velika izloženost tržištima nekretnina. Kada su se tržišta stambenih nekretnina počela hladiti u 2007., kvaliteta kredita poduzećima iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja s nekretninama počela se pogoršavati. U nekim drugim državama glavni problem bile su fiskalne i vanjske neravnoteže – kao što su velik proračunski manjak i manjak na tekućem računu platne bilance te inozemni dug – koje su rasle tijekom prethodnog razdoblja. Nakon izbijanja globalne krize te države više nisu mogle pokriti makroekonomske neravnoteže inozemnim zaduživanjem, pa su bile prisiljene korigirati svoje neravnoteže u jeku recesije. Ubrzana korekcija neravnoteža stvorila je težak teret za realno gospodarstvo i financijski sustav.

U radu se pokazuje da je zaduživanje banaka u inozemstvu imalo važnu ulogu u poticanju brzog rasta kredita, koji je bio glavni uzročnik povećavanja neravnoteža. Gledajući unatrag, sada je jasno da su zbog zaduživanja u inozemstvu banke bile više izložene kreditnom riziku i riziku refinanciranja. Izloženost kreditnom riziku porasla je zbog neodržive ekspanzije domaće potražnje, koja je djelomično bila potaknuta agresivnom kreditnom aktivnošću banaka. S druge strane, rizik

refinanciranja povećao se zbog snažnijeg oslanjanja banaka na inozemne izvore financiranja, pristup kojima je mogao postati otežan u slučaju velikoga globalnog šoka. U tom kontekstu utvrđuje se da su prekogranični bankovni tokovi povećali ranjivost europskih banaka na globalne financijske šokove. Ipak, nakon krize proveden je niz regulativnih reformi, i globalnih i unutar EU-a, a banke su postale bolje kapitalizirane i znatno manje ovisne o inozemnom financiranju.

Banke u Hrvatskoj bile su ponajprije pod utjecajem trećega kanala krize. Preciznije rečeno, kada je gospodarstvo potonulo u recesiju nakon nekoliko godina neodržive ekspanzije, banke su se suočile sa znatnim pogoršanjem kvalitete imovine. Unatoč tome, sve veće hrvatske banke ostale su zdrave i dobro kapitalizirane s jakom depozitnom bazom, pa nije bilo potrebe za skupom državnom intervencijom u bankovnom sustavu, za razliku od nekih drugih europskih država.

Mnogi radovi bavili su se uzrocima globalne financijske krize i njezinim prelijevanjem na financijski sustav i šire gospodarstvo.¹ Ipak, ni u jednom radu nije dan detaljan pregled različitih kanala preko kojih je globalna kriza utjecala na europske banke. Ciljevi su ovog rada popuniti tu prazninu i utvrditi transmisijske kanale te povezati te kanale s glavnim izvorima ranjivosti banaka na početku krize. Dublje razumijevanje ovih pitanja potrebno je kako bi se definirao odgovarajući skup politika za povećanje otpornosti europskih banaka na globalne šokove. Ako se imaju na umu ozbiljne poteškoće s kojima su se suočile banke koje su se oslanjale na inozemno financiranje da bi održale ubrzani rast kredita u pretkriznom razdoblju, jasno je da će makrobonitetne politike imati važnu ulogu. Ipak, kriza je pokazala da zdrave bilance banaka nisu uvijek dovoljno jamstvo financijske stabilnosti, posebice ako velike fiskalne ili ostale makroekonomske neravnoteže potkopavaju pouzdanje investitora. To povećava važnost mehanizama gospodarskog upravljanja EU-a za promicanje odgovornoga kreiranja politike i pravodobno korigiranje makroekonomskih neravnoteža.

Rad je strukturiran na sljedeći način. U drugom poglavlju govori se o previranjima na američkom tržištu kreditnih izvedenica i njihovu utjecaju na europske investicijske banke i objašnjava se kako su se ta previranja pretvorila u globalnu krizu koja je utjecala na mnoge europske banke. U trećem poglavlju analiziraju se glavni uzročnici velike ranjivosti europskih banaka, a posebna pozornost posvećuje se povezanosti između kretanja na tržištu stambenih nekretnina i bilanca banaka. U četvrtom poglavlju promatraju se obujam i sastav tokova kapitala po sektorima kako bi se utvrdilo jesu li se banke oslanjale na inozemno zaduživanje da održe snažan rast kredita u pretkriznom razdoblju. Kratak zaključak iznosi se u petom poglavlju.

1 Npr. Bertaut i dr. (2011.), Borio i Disyatat (2011.), Brunnermeier (2009.), Obstfeld i Rogoff (2009.), Noeth i Sengupta (2012.).

2. Učinak globalne financijske krize na europske banke

2.1. Uzroci globalne financijske krize

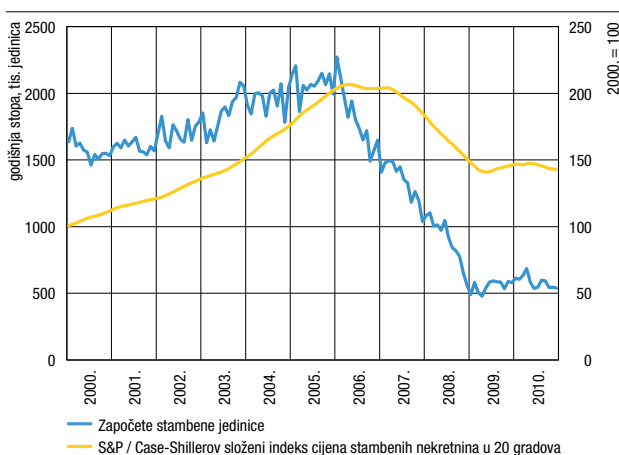
2.1.1. Ciklus naglog rasta i pada na američkom tržištu stambenih nekretnina

Slom velike investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008. označio je početak globalne financijske krize. Ipak, propast Lehman Brothersa bila je tek kulminacija napetosti na financijskim tržištima uočljivih od ljeta 2007. Napetosti su proizašle iz negativne povratne sprege između kretanja na američkom tržištu stambenih nekretnina i bilanca financijskih institucija koje su bile izravno ili neizravno izložene tom tržištu. Velika izloženost banaka tržištu stambenih nekretnina bila je odraz ubrzane kreditne ekspanzije u prvih pet godina 21. stoljeća. Literatura upućuje na to da su važni uzroci kreditne ekspanzije bili izdašni priljevi kapitala u SAD i ekspanzivna monetarna politika američkog Sustava federalnih rezervi (Fed) (Brunnermeier, 2009.; Obstfeld i Rogoff, 2009.).

Znatni priljevi inozemnoga kapitala u SAD djelomično su odražavali velik višak na tekućem računu platne bilance azijskih država. Ti su priljevi zasigurno znatno pridonijeli općem smanjenju globalnih kamatnih stopa u prvim godinama 21. stoljeća. Ipak, priljevi kapitala koji su proizlazili iz investicijskih aktivnosti europskih banaka imali su veći utjecaj na pretkriznu dinamiku kreditne aktivnosti u SAD-u. Posebice, dok su azijske države svoje pričuve uglavnom ulagale u američke državne dužničke vrijednosne papire, velike europske banke ubrzano su povećavale svoju izloženost tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita. Neki autori tvrde da su aktivnosti europskih banaka na tržištu kreditnih izvedenica imale glavnu ulogu u poticanju kreditne ekspanzije i pregrijavanju tržišta stambenih nekretnina u SAD-u (Obstfeld i Rogoff, 2009.; Bertaut i dr., 2011.; Borio i Disyatat, 2011.).

Slika 1. pokazuje da su nakon višegodišnjega postojanog rasta cijene stambenih nekretnina u SAD-u počele padati 2006., a gotovo istodobno počela se usporavati i izgradnja stambenih nekretnina. Iako je nakon krize nastala opsežna literatura

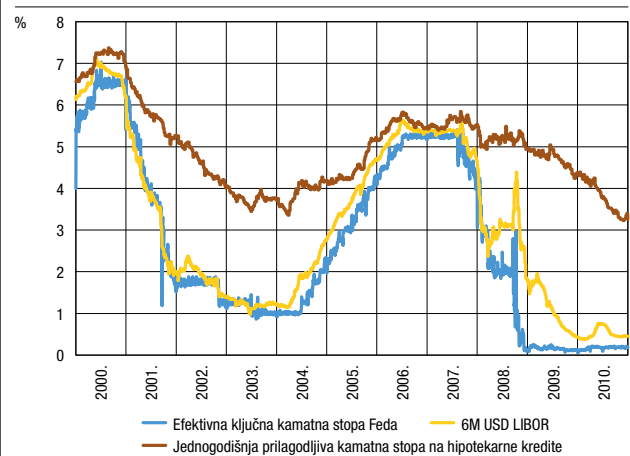
Slika 1. Izgradnja i cijene stambenih nekretnina u SAD-u, 2000. – 2010.



Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis

koja objašnjava povezanost između korekcije na američkom tržištu stambenih nekretnina i globalne financijske krize, samo nekoliko autora pokušalo je utvrditi neposredne pokretače pada cijena stambenih nekretnina. Taylor (2007.) je tvrdio da je prilagodba cijena stambenih nekretnina bila potaknuta naglim pooštavanjem monetarne politike Feda nakon nekoliko godina blažih monetarnih uvjeta. Podaci prikazani u Slici 2. potvrđuju tu tvrdnju. U razdoblju od lipnja 2004. do lipnja 2006. Fed je povećao svoju ključnu kamatnu stopu za više od 4 postotna boda. Pooštrena monetarna politika brzo se prenijela na referentne kamatne stope, kao što je LIBOR, što je, pak, dovelo do znatnog povećanja kamatnih stopa na hipotekarne kredite. Međunarodni monetarni fond (MMF) također je zamijetio povezanost između porasta kamatnih stopa Feda i prilagodbe cijena stambenih nekretnina. U MMF (2006.) tvrdi se da su više kamatne stope dovele do slabljenja potražnje za stambenim nekretninama, što je, u okružju kontinuiranog rasta ponude, dovelo do preokreta u trendu cijena stambenih nekretnina. Pogoršanje izgleda za tržišta stambenih nekretnina dovelo je do znatnog usporavanja izgradnje stambenih nekretnina.²

Slika 2. Referentne kamatne stope i kamatne stope na hipotekarne kredite



Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis

Mnoge države u prošlosti su prolazile kroz cikluse naglog rasta i pada na tržištu stambenih nekretnina, što je obično stvaralo velike troškove za financijski sustav. Korekcija na američkom tržištu stambenih nekretnina razlikuje se od sličnih događaja jer je utjecala čak i na inozemne financijske institucije koje naizgled nisu izravno pridonosile stvaranju cjenovnog balona na tržištu stambenih nekretnina. Raširena sekuritizacija hipotekarnih kredita u SAD-u glavni je činitelj kojim se objašnjava zbog čega je prilagodba na tržištu stambenih nekretnina u jednoj državi dovela do globalnih financijskih previranja. Kao što objašnjava Brunnermeier (2009.), početkom 21. stoljeća došlo je do strukturne promjene modela bankovnog poslovanja

² U MMF (2007.b) zamjećuje se da su u drugom polugodištu 2006. investicije u stambene nekretnine u SAD-u pale za 19% na godišnjoj razini.

u SAD-u, a banke su napustile tzv. model “odobri i drži” (engl. *originate-to-hold*), u kojemu se krediti zadržavaju u bilanci do dospijea, u korist modela “odobri i distribuiraj” (engl. *originate-to-distribute*). Drugi model pretpostavlja da se većina stambenih kredita svrstava u skupine i prodaje u obliku vrijednosnih papira osiguranih hipotekom ubrzo nakon odobravanja.

Ideja na kojoj se zasniva sekuritizacija kredita nije sama po sebi pogrešna, s obzirom na to da transparentna i jednostavna sekuritizacija može donijeti neke koristi (Duffie, 2008.; Segoviano, 2013.). Ipak, način na koji je sekuritizacija provedena u SAD-u bio je nerazborit i rizičan. Prvo, inicijatori kredita nisu bili obvezni zadržati dio kredita u svojim bilancama. Svjesni da će krediti biti prodani odmah nakon odobrenja, davatelji hipotekarnih kredita nisu imali odgovarajuće poticaje da provedu detaljne provjere dužnika. To je dovelo do zamjetljivog pogoršavanja standarda odobravanja kredita, uz ubrzan rast udjela rizičnih drugorazrednih kredita (Allen i Carletti, 2010.; Keys i dr., 2010.). Drugo, financijske institucije provele su višestruke sekuritizacije i tako transformirale rizične drugorazredne kredite u naizgled sigurne instrumente, koji su bili prihvatljivi čak i konzervativnim institucionalnim investitorima. Agencije za dodjelu rejtinga imale su ključnu ulogu u promicanju tih rizičnih investicija jer su često dodjeljivale najviši kreditni rejting nadređenim tranšama tih izvedenica (White, 2010.). Svi rizici proizašli iz nerazborite sekuritizacije materijalizirali su se nakon što se u drugoj polovini 2006. tržište stambenih nekretnina našlo na silaznoj putanji.

2.1.2. Previranja na američkom tržištu kreditnih izvedenica i početna reakcija Fed

Pad cijena vrijednosnih papira osiguranih hipotekom počeo je u veljači 2007., kada je postalo izvjesno da znatan dio drugorazrednih kredita ne donosi prihode. Pad se dodatno ubrzao sredinom godine, kada je jedna od velikih agencija za dodjelu rejtinga najavila da razmatra moguće snižavanje rejtinga brojnim kreditnim izvedenicama s visokim kreditnim rejtingom (Brunnermeier, 2009.). Previranja su eskalirala u kolovozu 2007., kada je BNP Paribas najavio da će privremeno onemogućiti povlačenje sredstava iz svojih investicijskih fondova osnovanih u SAD-u zbog nemogućnosti vrednovanja izvedenica osiguranih hipotekom. Kamatne stope na američkim tržištima novca porasle su nakon najave, a obujam međubankovnog kreditiranja znatno se smanjio. To je dovelo do manjka likvidnosti u američkim dolarima diljem svijeta.

Fed je poduzeo nekoliko mjera kako bi financijska tržišta opskrbio dodatnom dolarskom likvidnošću. Sredinom kolovoza 2007. Fed je napravio nekoliko prilagodba svojih stalno raspoloživih mogućnosti (Armantier i dr., 2008.). Posebice, zaduživanje banaka putem diskontnog prozora postalo je dostupnije, a dospijea tih operacija produljeno je. Nadalje, Fed je u rujnu započeo ciklus smanjivanja kamatnih stopa monetarne politike, iako je američko gospodarstvo tada još raslo. Međutim, te mjere nisu bile dovoljne da ublaže rastuće likvidnosne pritiske. Većina banaka nije se željela zaduživati putem diskontnog prozora Fed-a zbog bojazni da bi ostali kreditori to mogli smatrati znakom slabosti. To je ohrabrilo Fed da u prosincu 2007. uvede alternativnu vrstu likvidnosnih aukcija, odnosno ročnu aukciju (engl. *Term Auction Facility*, TAF). TAF je bio privlačniji bankama jer je organiziran prema unaprijed određenom rasporedu, a ne na zahtjev pojedinih banaka, pri čemu se kamatna stopa određivala na tržištu. Velik iznos financiranja

osiguran tim aukcijama upućuje na to da je Fed uvođenjem TAF-a uspio izbjeći problem stigme koja se povezuje sa zaduživanjem putem diskontnog prozora.

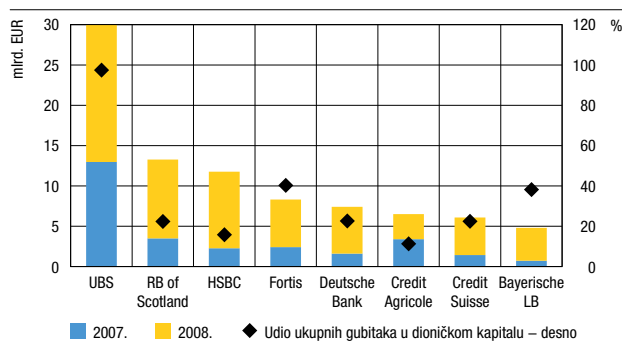
Mnoge velike europske banke također su imale velike potrebe za financiranjem u američkim dolarima. Do početka previranja te su se banke oslanjale na model poslovanja u kojemu bi posuđivale dolare na američkim tržištima novca radi financiranja svojih međunarodnih aktivnosti, uključujući trgovanje kreditnim izvedenicama. Kada su se uvjeti na tržištima novca počeli pogoršavati, mnoge od tih banaka nisu više bile u mogućnosti refinancirati velike iznose kratkoročnih obveza u dolarima (Fleming i Klagge, 2010.). Kako bi ublažio problem manjka američkih dolara u Europi, Fed je u prosincu 2007. dogovorio valutne ugovore o razmjeni s Europskom središnjom bankom (ESB) i švicarskom središnjom bankom (SNB). Time je Fed znatno povećao sposobnost ESB-a i SNB-a da bankama u svojim državama osiguraju vrlo potrebno financiranje u američkim dolarima.

2.2. Gubici europskih banaka povezani s američkim tržištem kreditnih izvedenica

Britanska banka Northern Rock jedina je velika banka čija je propast bila izravno povezana s previranjima iz ljeta 2007. Banka se uglavnom bavila odobravanjem hipotekarnih kredita, a glavni izvori financiranja bili su sekuritizacije kredita i kratkoročno zaduživanje na tržištima novca. Kada je došlo do eskalacije previranja na tržištu izvedenica i pogoršanja uvjeta na novčanim tržištima, banka Northern Rock više nije mogla ispunjavati svoje velike kratkoročne obveze (Shin, 2009.).

Glede ostalih velikih europskih banaka, utjecaj previranja uglavnom se osjetio u gubicima na osnovi vrijednosnih papira osiguranih hipotekom. Slika 3. prikazuje procijenjene gubitke osam velikih europskih banaka proizašle iz njihove izloženosti američkom tržištu kreditnih izvedenica. Većina tih gubitaka bila je iskazana do sredine 2008. Svaka od tih banaka pretrpjela je gubitke od najmanje 5 mlrd. EUR. Iako gubici nisu bili posebno veliki u odnosu na ukupnu imovinu (manje od 2% ukupne imovine), bili su znatni u odnosu na njihov kapital. Velik

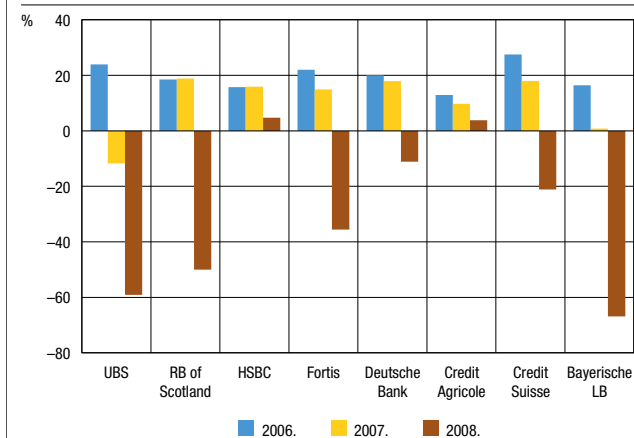
Slika 3. Procijenjeni gubici^a europskih banaka prouzročeni previranjima na tržištu izvedenica



^a Procijenjeni gubici uključuju vrijednosno usklađivanje stambenih kredita i pozicija u kreditnim izvedenicama koje su osigurane drugorazrednim i *Alt-A* stambenim kreditima (uključujući kolateralizirane dužničke obveze, CDO), vrijednosno usklađivanje instrumenata za zaštitu od kreditnog rizika koje su izdale specijalizirane institucije (specijalizirani osiguravatelji, engl. *monoline insurance providers*) i vrijednosno usklađivanje izvedenica koje se zasnivaju na kreditima za kupnju poslovnih nekretnina.

Izvori: financijska izvješća banaka za 2007. i 2008. i izračuni autora

Slika 4. Profitabilnost kapitala (ROE), 2006. – 2008.



Izvori: financijska izvješća banaka za 2006., 2007. i 2008.

omjer gubitaka i kapitala odražavao je visoku financijsku polugu koju su te banke održavale u pretkriznom razdoblju. Medijski omjer financijske poluge za promatrane banke iznosio je 32, a dvije banke imale su omjer financijske poluge veći od 50. U tim uvjetima gubici u iznosu od 1% ukupne imovine mogli su smanjiti ukupni kapital banke za trećinu ili čak polovinu.

Gubici proizašli iz krize na tržištu izvedenica iskazani su kao troškovi u računima dobiti i gubitka banaka. Zbog toga su velike europske banke iskazivale znatno smanjenje profitabilnosti od drugog polugodišta 2007. (Slika 4.). U uvjetima povećane globalne nesklonosti riziku, tržišno financiranje postalo je nedostupnije i skuplje, što je stvorilo dodatne pritiske na zarade. Iako su pretrpjele velike gubitke po kreditnim izvedenicama i bile primorane refinancirati dugove po višim kamatnim stopama, većina promatranih europskih banaka ostala je profitabilna do druge polovine 2008., zahvaljujući i nadalje povoljnim uvjetima na svojim matičnim tržištima (Europska središnja banka, 2008.). Ipak, nakon intenziviranja krize u jesen 2008. europsko gospodarstvo ušlo je u duboku recesiju, a većina promatranih banaka ostvarila je znatne gubitke na kraju godine (Slika 4.).

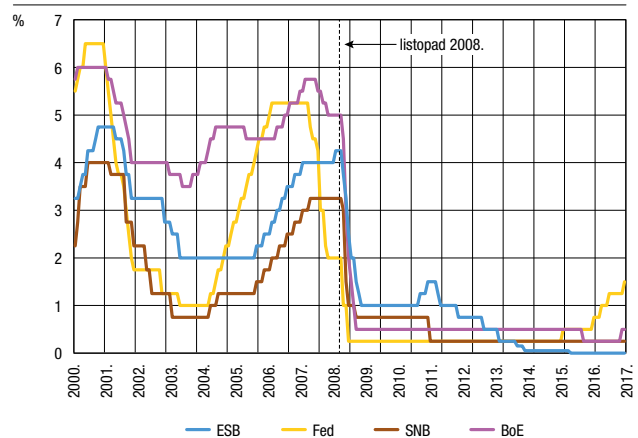
2.3. Pogoršanje financijskih uvjeta nakon propasti Lehman Brothersa

2.3.1. Izbijanje globalne financijske krize i odgovor velikih središnjih banaka

Iako su mnoge velike američke banke imale likvidnosne probleme nakon početka previranja u 2007., nijedna velika financijska institucija nije propala do rujna 2008. Investicijska banka Bear Stearns bila je na rubu stečaja u ožujku 2008., ali je Fed dogovorio da je preuzme druga institucija. Početkom rujna 2008. američka vlada spriječila je propast dviju državno sponzoriranih agencija, Fannie Mae i Freddie Mac, pogođenih slomom na tržištu stambenih nekretnina (MMF, 2008.a).

Ipak, samo tjedan dana kasnije, kada je postalo jasno da Lehman Brothers neće postići sporazum s potencijalnim kupcima, američke vlasti odlučile su da neće intervenirati. Opće-prihvaćeno tumačenje jest da su glavni razlozi za slom Lehman

Slika 5. Ključne kamatne stope monetarne politike središnjih banaka



Izvori: Fed, ESB, SNB i Bank of England

Brothersa bili njegova velika izloženost toksičnim izvedenicama, visoka financijska poluga i pretjerano oslanjanje na kratkoročno tržišno financiranje (Calomiris, 2008.; Claessens i dr., 2010.). Stečaj je pokrenut u rujnu 2008., kada su kreditori na repo tržištu odlučili da neće obnavljati kredite zbog bojazni da Lehman Brothers više neće moći apsorbirati gubitke ostvarene na osnovi toksične imovine (Copeland i dr., 2011.).

Slom Lehman Brothersa izazvao je paniku na globalnim financijskim tržištima jer su mnogi vjerovali da će uslijediti daljnja propadanja banaka. S obzirom na to da je razina ranjivosti bilanca pojedinih banaka bila iznimno neizvjesna, investitori su bili vrlo oprezni u vezi s kreditiranjem banaka.⁵ Zbog toga je likvidnost na međubankovnom novčanom tržištu i tržištu obveznica presušila, što je stvorilo goleme likvidnosne probleme nekim velikim europskim bankama. Likvidnosni problemi bili su posebice izraženi kod banaka za koje se činilo da su ranjive zbog slabe kvalitete imovine, neadekvatnih pozicija kapitala i pretjeranog oslanjanja na kratkoročno tržišno financiranje. Nekoliko velikih banaka praktički je bilo odsječeno od međunarodnih financijskih tržišta.

U tim uvjetima vlade država članica EU-a djelovale su koordinirano kako bi spriječile propast banaka. Posebice, ranjive sistemski važne banke bile su dokapitalizirane, dana su državna jamstva za obveze banaka, povećan je iznos osiguranih depozita, a u nekim su državama osnovane "loše banke" (eng. *bad banks*) kako bi se neprihodonosna imovina uklonila iz bankovnog sustava (Stolz i Wedow, 2010.; Europska komisija, 2009.). ESB je imao jednako važnu ulogu u vraćanju stabilnosti i pouzdanja u europski financijski sustav. Početkom listopada 2008. ESB je smanjio kamatne stope monetarne politike zajedno s ostalim središnjim bankama razvijenih država (Slika 5.). Osim smanjenja kamatnih stopa, ESB je povećao obujam sredstava koja se dodjeljuju putem glavnih operacija refinanciranja, a popis prihvatljivih kolaterala proširen je. Naposljetku,

⁵ Smanjenje aktivnosti na novčanom tržištu nije bilo rezultat samo veće nesklonosti riziku, već je odražavalo i želju banaka da povećaju svoje likvidnosne zalihe. Nadalje, novčani fondovi, koji su prethodno bili važan izvor financiranja za europske banke, znatno su smanjili iznos kredita bankama jer su željeli sačuvati dovoljno likvidnosti da mogu zadovoljiti pojačane zahtjeve za isplatu dioničara (Europska središnja banka, 2008.).

provedene su operacije dugoročnog refinanciranja (LTRO) kako bi se zdravim bankama osigurao stabilan izvor financiranja (Europska središnja banka, 2010.). Mnoge banke sudjelovale su u aukcijama LTRO-a, a većina ih je u potpunosti zamijenila tjedne glavne operacije refinanciranja operacijama dugoročnog refinanciranja. Ostale ključne središnje banke poduzele su slične mjere kao odgovor na krizu (MMF, 2008.a).

2.3.2. Likvidnosni problemi europskih banaka na vrhuncu globalne krize

Među bankama koje su imale likvidnosne probleme nakon sloma Lehman Brothersa bile su velike investicijske banke koje su u prethodnoj godini imale znatne gubitke po kreditnim izvedenicama. Primjerice, švicarska banka UBS, koja je među europskim bankama pretrpjela najveće gubitke po izvedenicama, doživjela je velik odljev sredstava krajem rujna 2008. Švicarske vlasti odlučile su intervenirati kako bi spriječile da dođe do stečaja banke (Swiss National Bank, 2009.).⁴ Britanska banka Royal Bank of Scotland (RBS) te banke Fortis i Dexia također su se suočile sa snažnim likvidnosnim pritiscima nakon pada Lehman Brothersa.

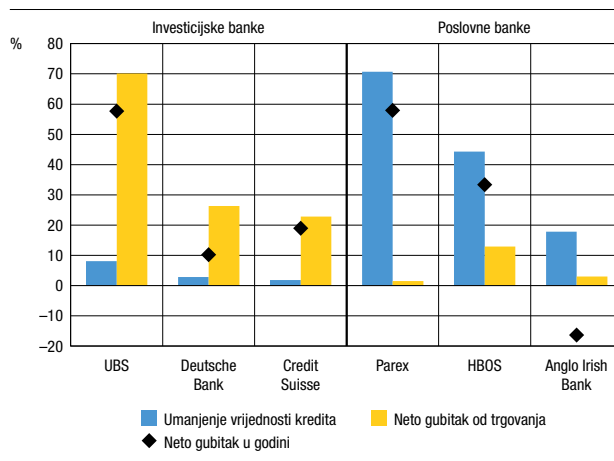
Produbljivanje financijske krize u rujnu 2008. također je pogodilo banke koje nisu bile uključene u američko tržište kreditnih izvedenica. To je uključivalo britansku banku HBOS, Anglo Irish Bank, letonsku banku Parex i tri najveće banke na Islandu. Sve te banke snažno su se oslanjale na kratkoročno novčano tržište kao izvor financiranja.⁵ Zbog velikih potreba za refinanciranjem i slabe kvalitete imovine, te su se banke nakon izbijanja globalne krize suočile sa snažnim tržišnim pritiscima. Početkom listopada 2008. HBOS je zatražio likvidnosnu potporu središnje banke jer nije mogao refinancirati svoje kratkoročne obveze (Bank of England, 2015.). Za razliku od HSBC-a i Royal Bank of Scotland, koji su pretrpjeli goleme gubitke zbog trgovanja izvedenicama, HBOS je bio ranjiv najprije zbog prevelike kreditne izloženosti sektoru poslovnih nekretnina. Propast Anglo Irish Bank bila je također posljedica kombinacije slaboga kreditnog portfelja i pretjeranog oslanjanja na kratkoročne izvore financiranja. U siječnju 2009. irska vlada nacionalizirala je banku kako bi spriječila njezin stečaj (Kelly 2009.). Porast nesklonosti investitora preuzimanju rizika snažno je utjecao i na banku Parex. Kao i druge velike letonske banke, ta se banka uvelike oslanjala na depozite nezidenata pri financiranju brzog rasta kredita (Purfield i Rosenberg, 2010.). Ipak, kada je započela globalna kriza, banka Parex suočila se sa znatno jačim pritiscima od drugih letonskih banaka s istim modelom poslovanja. Smatralo se da je banka Parex posebice ranjiva jer je bila jedina velika letonska banka koja nije imala "duboke džepove" – odnosno nije bila u vlasništvu inozemne bankovne grupe koja je mogla osigurati likvidnost u slučaju navale na banku.

4 Švicarska središnja banka osnovala je stabilizacijski fond koji je preuzeo nelikvidnu imovinu UBS-a u vrijednosti od oko 40 mlrd. USD, a država je dokapitalizirala banku kupnjom konvertibilnih obveznica u iznosu od 6 mlrd. CHF.

5 Problem je što kratkoročni tržišni izvori mogu biti znatno manje stabilni od depozita kućanstava jer se često moraju obnavljati, što upućuje na veći rizik refinanciranja u slučaju poremećaja na tržištu. Nadalje, kreditori na tržištu novca najčešće su ostale financijske institucije, koje su vrlo osjetljive na promjene rizičnog profila dužnika. Nasuprot tome, deponenti iz sektora kućanstava obično ne reagiraju snažno na loše vijesti jer su potpuno ili djelomično zaštićeni sustavom osiguranja depozita.

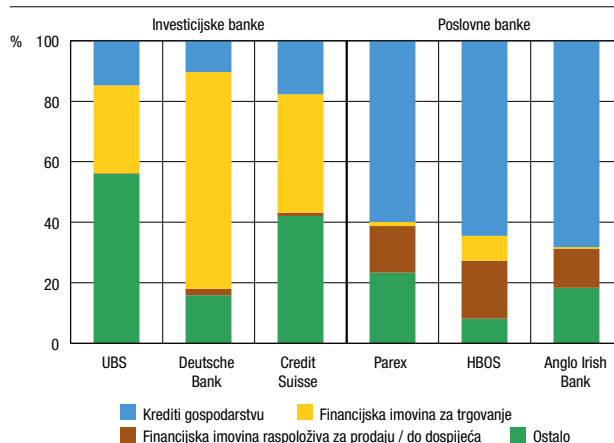
Globalna financijska kriza izazvala je financijsku krizu na Islandu. U listopadu 2008. tri su najveće banke, čija je ukupna imovina bila nekoliko puta veća od islandskoga bruto domaćeg proizvoda, propale u samo tjedan dana (MMF, 2008.b). Odljevi kapitala koji su iz toga proizašli bili su tako veliki da je došlo do valutne krize, što je primoralo nacionalne vlasti da primijene kapitalne kontrole radi ublažavanja deprecijacijskih pritisa. Claessens (2010.) tvrdi da je propast islandskih banaka bila posljedica prebrze ekspanzije u prethodnom razdoblju, uglavnom zasnovane na kolebljivim inozemnim izvorima financiranja. Raspoloživost inozemnih izvora financiranja počela se pogoršavati početkom 2008., kada su inozemni investitori u okružju povećane globalne nesklonosti riziku počeli opreznije procjenjivati nerazborite profile financiranja islandskih banaka. Tržišni pritisci na islandske banke znatno su se pojačali u rujnu 2008. nakon propasti Lehman Brothersa. Islandska vlada odlučila je preuzeti treću po redu najveću banku u sustavu kako bi spriječila njezin stečaj. To je potaknulo investitore da prekinu kreditne linije drugim dvjema velikim bankama, a došlo

Slika 6. Odabrane stavke računa dobiti i gubitka banaka za 2008., udio dioničkoga kapitala^a



^a Vrijednosti su iskazane kao postotak vrijednosti dioničkoga kapitala na kraju 2007. Izvori: godišnja izvješća banaka za 2008.

Slika 7. Struktura imovine banaka, 2007.



Izvori: godišnja izvješća banaka za 2007.

je i do znatnog odljeva depozita iz inozemnih podružnica tih banaka (Claessens, 2010.). Ovakva reakcija kreditora i štediša odražavala je njihove bojazni da, ako se provede nacionalizacija tih banaka, država neće biti u mogućnosti spasiti sva potraživanja. To je bila razumna pretpostavka s obzirom na veliku razliku između ukupne vrijednosti bilanca banaka i veličine islandskoga gospodarstva.⁶

Slike 6. i 7. potvrđuju da su se spomenute poslovne banke znatno razlikovale od velikih investicijskih banaka s obzirom na glavne izvore ranjivosti uoči globalne financijske krize. Slika 6. prikazuje neke stavke računa dobiti i gubitka za 2008. triju velikih investicijskih banaka (UBS, Deutsche Bank i Credit

Suisse) i triju poslovnih banaka (Parex, HBOS i Anglo Irish Bank). Podaci otkrivaju da je na strani imovine slaba kreditna kvaliteta bila glavni izvor ranjivosti poslovnih banaka u 2008., što je vidljivo iz velikih troškova za umanjenje vrijednosti kredita. Nasuprot tome, investicijske banke bile su ranjive zbog slabih rezultata trgovanja, koji su proizlazili iz znatnih gubitaka po toksičnim izvedenicama u SAD-u. To odražava velike razlike u strukturi bilance poslovnih i investicijskih banaka, pri čemu kreditiranje realnoga sektora čini najveći dio imovine poslovnih banaka, dok je većina imovine investicijskih banaka u obliku utrživih vrijednosnih papira koji se drže radi trgovanja (Slika 7.).

3. Izloženost europskih banaka domaćim rizicima uoči globalne financijske krize

Imajući na umu činjenice iznesene u prvom poglavlju, može se ustvrditi da je globalna financijska kriza utjecala na europske banke preko dva glavna kanala. Prvi kanal proizlazi iz znatnih gubitaka po vrijednosnim papirima osiguranima hipotekom, a drugi kanal bio je rezultat veće nesklonosti riziku, što je znatno otežalo refinanciranje banaka na tržištu novca. U nekim se državama pojavio i dodatni, treći kanal. Posebice, globalna financijska kriza označila je kraj razdoblja izdašnih tokova kapitala među državama članicama EU-a, što je snažno utjecalo na države koje su u prethodnim razdobljima ostvarivale visok rast potaknut znatnim priljevima kapitala. U ovom se poglavlju ispituje akumulacija kreditnog rizika u bankovnim sustavima u razdoblju velikih priljeva kapitala, s posebnim naglaskom na povratnoj sprezi između kreditne aktivnosti banaka i trendova na tržištu nekretnina.

3.1. Velika izloženost tržištu nekretnina

3.1.1. Povratna sprega između bilanca banaka i tržišta nekretnina – pregled literature

Snažna povezanost između bilanca banaka i kretanja na tržištu nekretnina proizlazi iz činjenice da su krediti banaka obično glavni izvor financiranja i za izgradnju i za konačnu kupnju stambenih i poslovnih nekretnina. Stoga i ponuda i potražnja na tržištu nekretnina ovise o dostupnosti bankovnih kredita. Zbog toga bi naglo usporavanje kreditne aktivnosti vjerojatno imalo jači učinak na kretanja u sektorima građevinarstva i nekretnina nego na druge sektore gospodarstva.

Velika izloženost poduzećima iz sektora građevinarstva i nekretnina može biti rizična za banku s obzirom na vrlo cikličku prirodu tih aktivnosti. Njihova procikličnost odražava činjenicu

da je potražnja za nekretninama vrlo osjetljiva na nagle promjene očekivanja kućanstava i ostalih investitora na tržištu nekretnina. Problem je što kućanstva obično oblikuju svoja očekivanja jednostavnom ekstrapolacijom postojećih trendova (Case i Shiller, 1988.). Tijekom gospodarskih ekspanzija kućanstva obično očekuju da će njihov dohodak nastaviti rasti i stoga su sklonija uzeti dugoročne stambene kredite. Nasuprot tome, kada započne recesija, očekivanja kućanstava o gospodarskim izgledima postaju pesimističnija, a njihova se sklonost zaduživanju smanjuje, što dovodi do slabljenja potražnje za stambenim nekretninama (ESB, 2009.b).

Zamjetljiva cikličnost proizvodnje djelatnosti iz sektora građevinarstva i nekretnina također proizlazi iz nekih posebnih obilježja ponude nekretnina, kao što su dugotrajan proces razvoja i spora amortizacija postojećeg fonda nekretnina (Davis i Heathcote, 2005.). Uzimajući u obzir da za izgradnju nove stambene ili poslovne zgrade može biti potrebno više od godinu dana, postoji rizik da se makroekonomsko okruženje pogorša u međuvremenu, što bi poduzetnicima otežalo pronalaženje dovoljne potražnje. S obzirom na to da se fond nekretnina vrlo sporo amortizira, građevinska aktivnost vjerojatno će neko vrijeme ostati prigušena, sve dok se ne apsorbira postojeći višak ponude.

Ponašanje banaka tijekom gospodarskog ciklusa povećava kolebljivost proizvodnje u sektoru nekretnina. Mnogi autori bavili su se procikličnošću kreditne aktivnosti banaka (Asea i Blomberg, 1998.; Jimenez i dr., 2006.; Dell’Ariccia i dr., 2008.). Literatura upućuje na to da su glavni uzročnici ublažavanja standarda odobravanja kredita tijekom ekspanzije smanjena percepcija rizika u okruženju pozitivnog rasta proizvodnje i povećavanja vrijednosti kolaterala⁷ te snažna konkurencija na tržištu bankovnih kredita. Nasuprot tome, percepcija kreditnog

6 Buiters i Sibert (2008.) ističu da male države koje imaju vlastitu valutu, kao što je, primjerice, Island, općenito ne mogu biti vjerodostojne matične države velikih međunarodno aktivnih banaka. Osnovni problem jest što središnje banke u tim državama ne mogu izdavati konvertibilne valute, koje su međunarodno aktivnim bankama potrebne kad se suoče s likvidnosnim problemima. Ako zbog tržišnih poremećaja banke nisu u mogućnosti refinancirati devizne obveze zaduživanjem na tržištu, a središnja banka nema mogućnost djelovanja kao zajmodavac u krajnjoj nuždi u konvertibilnim valutama, bankovni sustav može propasti čak i ako su banke u osnovi zdrave.

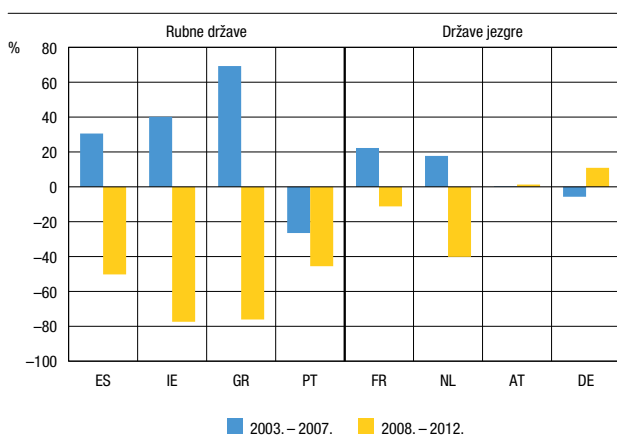
7 U svom utjecajnom radu Bernanke i Gertler (1989.) primijenili su teoriju financijskog akceleratora da bi objasnili povezanost između kretanja vrijednosti kolaterala i kreditne aktivnosti banaka. Zbog asimetričnih informacija na tržištu kredita trošak financiranja ekonomskih subjekata ovisi o vrijednosti njihove imovine. S obzirom na to da je tržišna vrijednost imovine pozitivno korelirana s obujmom investicija, jačanje investicijske aktivnosti pozitivno će se odraziti na vrijednost kolaterala. Porast vrijednosti kolaterala zauzvrat će poticati daljnji rast investicija, a više vrijednosti kolaterala omogućit će dužnicima da se zaduže po povoljnijim

rizika obično raste tijekom recesija, a banke na nju reagiraju pooštavanjem uvjeta odobravanja kredita i smanjivanjem svoje izloženosti sektoru nekretnina. To je zbog toga što će recesija, zajedno s prilagodbom cijena stambenih nekretnina, negativno utjecati na profitabilnost poduzeća iz sektora građevinarstva i nekretnina te potkopati njihovu sposobnost otplaćivanja duga. Vjerojatno će i dio stambenih kredita odobrenih kućanstvima postati neprihodonosan nakon pucanja balona na tržištu nekretnina (ESRB, 2015.a). To odražava činjenicu da su kretanja na tržištu nekretnina uvelike sinkronizirana s poslovnim ciklusom, pa je vjerojatno da će se korekcija na tržištu nekretnina poklopiti s padom raspoloživog dohotka i zaposlenosti (Davis i Heathcote, 2005.). Nadalje, neki dužnici mogu se odlučiti za tzv. strateško neispunjavanje obveza – odnosno prestati otplaćivati svoja dugovanja unatoč tome što im se financijska pozicija nije pogoršala – ako vrijednosti njihovih domova padnu ispod razine neotplaćene glavnice kredita (Chatterjee, 2010.).

3.1.2. Kretanja na tržištima nekretnina EU-a prije i nakon izbijanja krize

Nekoliko država članica zabilježilo je nagli rast na tržištu nekretnina praćen snažnim rastom kredita u pretkriznom razdoblju. Iako je snažna građevinska aktivnost povoljno utjecala na gospodarski rast i zaposlenost tih država, kasnije se pokazalo da je takav model rasta bio štetan i neodrživ. Druge države članice istodobno su bilježile uravnotežen rast – s umjerenijim povećanjem bankovnih kredita i stambene izgradnje – što im je omogućilo da izbjegnu dubok pad nakon izbijanja globalne krize u 2008.

Slika 8. Bruto investicije u stanove, odabrane države europskog područja, kumulativna promjena



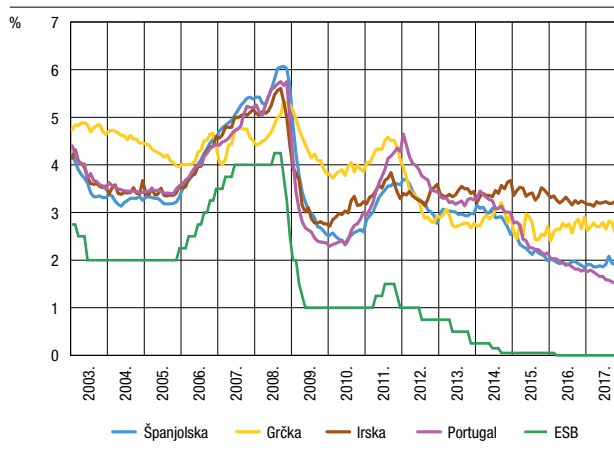
Izvor: Eurostat

Procvat stambenog tržišta posebice je bio izražen u rubnim državama europskog područja. Rubne države, kao što su Irska, Grčka i Španjolska, bilježile su snažnu ekonomsku ekspanziju u godinama prije globalne krize. Ipak, nisu uspjele ostvariti održivu konvergenciju dohodaka, s obzirom na to da je njihov rast

uvjetima. Pozitivna spirala investicija i vrijednosti kolaterala trajat će sve dok su makroekonomski uvjeti povoljni. Ipak, kada snažan šok pogodi gospodarstvo, vrijednosti kolaterala počat će se smanjivati, što će potkopati sposobnost subjekata da se zadužuju. U toj točki financijski akcelerator počinje djelovati u suprotnom smjeru.

uglavnom bio potaknut prekomjernom domaćom potražnjom, koja je dovela do porasta unutarnjih i vanjskih makroekonomskih neravnoteža (Gros, 2012.). Snažna domaća potražnja olakšala je razvoj sektora međunarodno nerazmjernih dobara, kao što su građevinarstvo, nekretnine i trgovina na malo. U takvom su okruženju rubne države u pretkriznim godinama bilježile brži rast investicija u stanogradnju od država jezgre europskog područja (Slika 8.).⁸ Gledajući unatrag, jasno je da je prekomjerna akumulacija resursa u sektoru nekretnina postala i strukturalna ranjivost za gospodarstva rubnih država i sistemski rizik za njihove bankovne sustave. Preciznije rečeno, s obzirom na to da su te države uvelike ovisile o stanogradnji kao pokretaču rasta dohodaka i zaposlenosti, postojao je rizik da poteškoće u tom sektoru imaju znatan učinak na ukupne ekonomske uvjete. Banke su također bile vrlo osjetljive na kretanja na tržištu nekretnina jer se njihova izloženost sektoru nekretnina znatno povećala tijekom ekspanzije.

Slika 9. Kamatna stopa monetarne politike ESB-a i kamatne stope na stambene kredite u rubnim državama



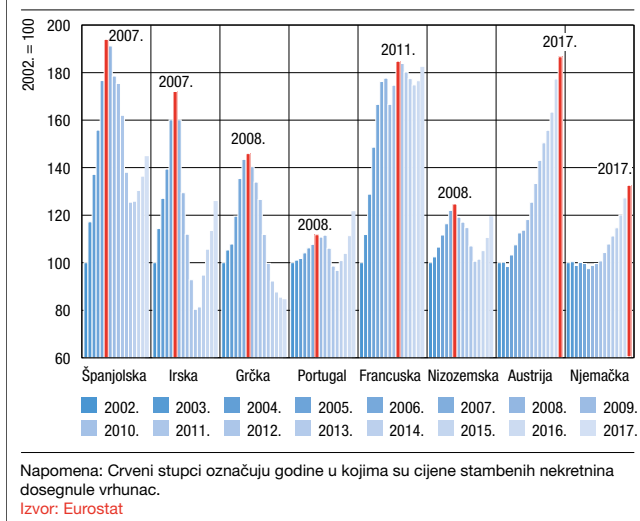
Izvor: ESB

Postupno pooštavanje monetarne politike ESB-a bilo je jedan od pokretača prilagodbe na tržištu stambenih nekretnina u rubnim državama europskog područja (Central Bank of Ireland, 2007., Banco de Espana, 2010.). U razdoblju od lipnja 2003. do studenoga 2005. ključna kamatna stopa monetarne politike ostala je nepromijenjena na razini od 2%, što je bilo u skladu s monetarnom politikom ostalih velikih središnjih banaka. Ipak, u prosincu 2005. ESB je počeo ciklus pooštavanja monetarne politike, a ključna kamatna stopa povišena je za 200 baznih bodova u samo godinu i pol.⁹ Pooštreni monetarni uvjeti odražavali su se na kamatne stope banaka na kredite, uključujući kamatne stope na stambene kredite (Slika 9.). U okruženju povišenih troškova zaduživanja i precijenjenih stanova dostupnost stambenih nekretnina smanjila se u rubnim državama, potiskujući potražnju na tržištu nekretnina. Na ovaj preokret utjecale

8 Portugal je bio iznimka jer je procvat tržišta stambenih nekretnina doživio ranije, između 1997. i 2000., nakon čega je došlo do kontrakcije ulaganja u stanogradnju (Banco de Portugal, 2004.).

9 Svoju odluku da poveća kamatne stope ESB je obrazložio potrebom za stabilizacijom inflacijskih očekivanja jer je u drugom polugodištu 2005. stopa inflacije premašila ciljnu razinu definiranu kao "stopa inflacije ispod, ali blizu 2%" (Trichet i Papademos, 2005.).

Slika 10. Indeks cijena stambenih nekretnina, odabrane države europskog područja, 2002. – 2017.

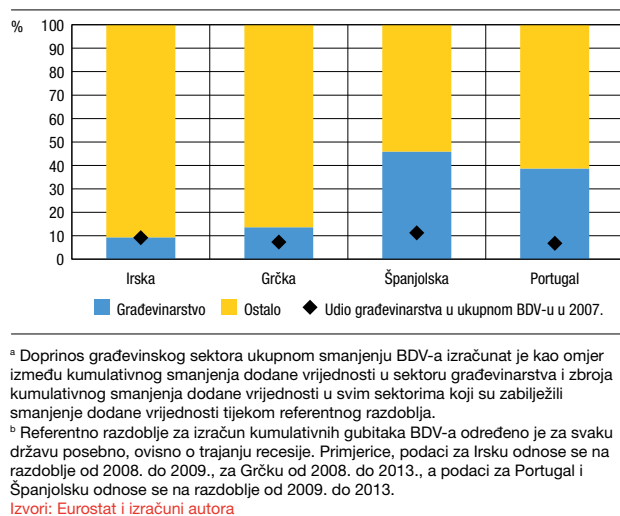


su i promjene očekivanja (Ortega i Peñalosa, 2012.). Posebice, s obzirom na to da je vjerojatnost korekcije cijena stambenih nekretnina porasla zbog prekomjerne ponude, pooštrenih uvjeta financiranja i globalnih previranja, izgradnja stambenih nekretnina više se nije smatrala profitabilnim ulaganjem.

U takvim su okolnostima rubne države nakon 2007. bilježile snažno smanjivanje stanogradnje i postojan pad cijena stambenih nekretnina (slike 8. i 10.). Zanimljivo je da je u nekim državama ponuda stambenih nekretnina nastavila rasti još neko vrijeme unatoč znatnom padu broja započetih stambenih jedinica. To je bilo u skladu s nalazima u literaturi koji upućuju na to da stanogradnja može reagirati na makroekonomske fluktuacije s vremenskim odmakom.¹⁰ Primjerice, u Banco de España (2010.) zamjećuje se da je u Španjolskoj ponuda stambenih nekretnina nastavila rasti u 2008. i 2009. jer su se još dovršavali brojni građevinski projekti započeti na vrhuncu uspona tržišta nekretnina.

Izbijanje globalne krize krajem 2008. i povezano produbljanje recesije doveli su do daljnjeg pogoršavanja uvjeta na tržištima nekretnina u rubnim državama europskog područja. Slika 10. potvrđuje da su se nakon 2008. kretanja na tržištu stambenih nekretnina u rubnim državama znatno razlikovala od kretanja u državama jezgre. Dok su cijene stambenih nekretnina nastavile rasti u većini država jezgre čak i u jeku globalne krize, Španjolska, Irska i Grčka zabilježile su snažan pad cijena stambenih nekretnina, što je potpuno poništilo porast vrijednosti iz pretkriznog razdoblja. Znatno smanjenje građevinske aktivnosti u rubnim državama uvelike je utjecalo na intenzitet i trajanje recesije (Slika 11.). Naime, u većini promatranih država doprinos građevinskog sektora ukupnom gubitku proizvodnje bio je mnogo veći od udjela tog sektora u bruto dodanoj vrijednosti (BDV). Primjerice, u Grčkoj je građevinski sektor činio samo 7,3% bruto dodane vrijednosti, a njegov doprinos ukupnom padu BDV-a iznosio je 14% u razdoblju od 2008. do 2013. U Španjolskoj je negativan utjecaj građevinarstva na agregatne varijable bio čak i jači: na građevinski sektor s udjelom od 11% odnosilo se oko polovine ukupnih gubitaka BDV-a tijekom recesije. Snažan pad proizvodnje građevinskog sektora

Slika 11. Doprinos građevinskog sektora^a kumulativnom smanjenju bruto dodane vrijednosti od 2008. do 2013.^b



upućivao je na znatno smanjenje zaposlenosti, što je pridonijelo poteškoćama na tržištima rada u rubnim državama. U Španjolskoj i Irskoj više od 40% ukupnog smanjenja zaposlenosti bilo je rezultat masovnih otpuštanja u sektoru građevinarstva. Među državama jezgre samo je u Nizozemskoj došlo do umjerene prilagodbe sektora građevinarstva (De Nederlandsche Bank, 2011.).¹¹

U razdoblju prije krize neke nove članice EU-a imale su obrazac gospodarskog rasta sličan onome u Španjolskoj, Irskoj i Grčkoj. Posebice, baltičke države i, u manjoj mjeri, Hrvatska (buduća članica) i Slovenija zasnivale su svoju ekonomsku ekspanziju uglavnom na izgradnji stambenih nekretnina i trgovini na malo (Slika 12.a). Prekomjerni rast sektora međunarodno nerazmjernih dobara bio je istodoban s brzim rastom cijena stambenih nekretnina. Primjerice, u Letoniji i Litvi cijene stambenih nekretnina porasle su za 140% odnosno 230% u razdoblju od 2003. do 2007. Neodrživi obrazac rasta u baltičkim državama zrcalio se u velikom manjku na tekućem računu platne bilance i postojanom pogoršavanju pokazatelja troškovne konkurentnosti.¹² Nakon nekoliko godina pregrijavanja ta su gospodarstva bila iznimno ranjiva na početku globalne financijske krize. Velika ekonomska depresija u baltičkim državama koja je započela 2008. imala je posebno snažan negativan utjecaj na sektore građevinarstva i trgovine na malo, u kojima je dodana vrijednost znatno pala (Slika 12.b).

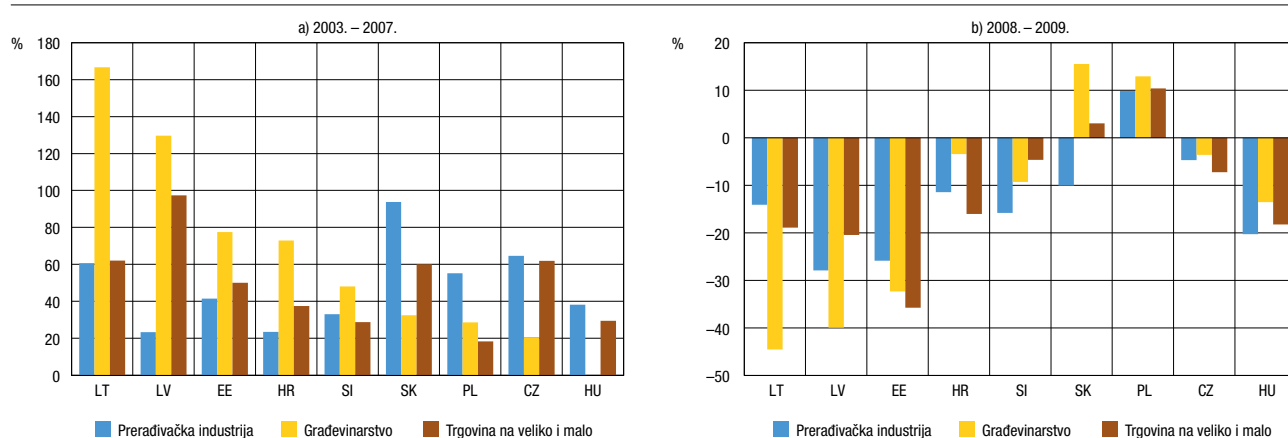
U Hrvatskoj i Sloveniji također je došlo do snažnog procvata tržišta stambenih nekretnina u pretkriznom razdoblju, a cijene stambenih nekretnina povećale su se za 68%, odnosno 81% od 2003. do 2007. Ipak, balon na tržištu nekretnina bio je manje izražen nego u baltičkim državama. U skladu s tim, prilagodba građevinskog sektora nakon 2008. bila je manje

¹¹ Nizozemsko tržište nekretnina bilo je u ekspanzivnoj fazi od sredine 1990-ih, pod utjecajem povoljnih uvjeta zaduživanja i poreznog režima koji je poticao kućanstva da uzmu stambene kredite. Nakon što je došlo do eskalacije krize, očekivanja kućanstava postala su pesimističnija, što je nepovoljno djelovalo na njihovu potražnju za stambenim nekretninama. Ipak, prilagodba tržišta nekretnina bila je znatno blaža nego u rubnim državama.

¹² U 2007. sve su tri baltičke države imale manjak na tekućem računu od najmanje 15% BDP-a. Glede troškovne konkurentnosti, u razdoblju od 2004. do 2007. jedinični troškovi rada porasli su kumulativno za 30% u Litvi, 39% u Estoniji i 80% u Letoniji.

¹⁰ Npr. Davis i Heathcote (2005.)

Slika 12. Kumulativna promjena bruto dodane vrijednosti prema ekonomskoj aktivnosti



Izvor: Eurostat

snažna nego u baltičkim državama. Ipak, u okružju produljene recesije i Hrvatska i Slovenija do 2013. imale su kumulativan pad od 50% u proizvodnji građevinskog sektora u odnosu na pretkrizne razine.

Glavni poticaj gospodarskom rastu u Poljskoj, Slovačkoj i Češkoj u godinama prije globalne krize dolazio je od izvozno orijentiranog sektora prerađivačke industrije (Slika 12.a). Naime, od 1999. do 2007. te su države udvostručile proizvodnju svoga prerađivačkog sektora, a sektor građevinarstva rastao je samo neznatno ili se čak smanjivao. Zahvaljujući uravnoteženom i održivom rastu u pretkriznom razdoblju te države nisu zabilježile štetne makroekonomske neravnoteže. To im je omogućilo da pokažu snažniju otpornost tijekom globalne krize. Primjerice, građevinski sektor tih država općenito nije osjetio negativne utjecaje recesije (Slika 12.b).

3.1.3. Utjecaj sloma na tržištu stambenih nekretnina na europske bankovne sustave

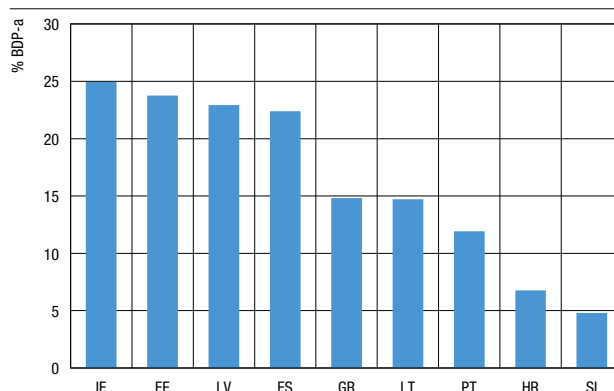
U nekim državama članicama snažan uzlet na tržištu nekretnina prije krize bio je praćen jednako snažnim rastom kredita. Slika 13. pokazuje kumulativno povećanje stanja stambenih kredita za razdoblje od 2004. do 2007. Slika otkriva da su stambeni krediti ubrzano rasli u pretkriznom razdoblju u rubnim državama europodručja i u baltičkim državama. Osim kredita za kupnju kuće, banke u tim državama odobravale su znatne iznose kredita poduzećima u sektorima građevinarstva i nekretnina. U Španjolskoj, Irskoj i Estoniji bankovni krediti tim sektorima rasli su na godišnjoj razini za 34, 45, odnosno 54% od 2004. do 2007.

Zbog velike izloženosti sektoru nekretnina banke su se suočile s velikim gubicima od umanjenja vrijednosti nakon pada vrijednosti na tržištu nekretnina. Veliki gubici proizašli iz neprihodonosnih kredita za kupnju nekretnina u nekim su slučajevima bili glavni izvor zabrinutosti za financijsku stabilnost, što je potaknulo vlade da reagiraju, uključujući i putem opsežnih programa dokapitalizacije i programa financijske pomoći za problematičnu imovinu, kako bi spriječile propast sistemski važnih banaka. Posebice, vlade u Irskoj, Španjolskoj i Sloveniji izdvojile su znatna javna sredstva kako bi poduprle banke opterećene problematičnim izloženostima po kreditima sektoru

nekretnina. To se razlikovalo od situacije u Njemačkoj, Francuskoj i Nizozemskoj, gdje su programi potpore bankovnom sustavu bili ponajprije namijenjeni amortizaciji velikih gubitaka na osnovi toksičnih američkih vrijednosnih papira osiguranih hipotekom. Vladina intervencija u bankovne sustave Irske i Španjolske bila je tako velika da je stvorila zabrinutosti glede održivosti javnog duga. Ta negativna povratna sprega između bilanca banaka i javnih financija bila je ishodište europske krize državnog duga (Acharya, Drechsler i Schnabl, 2011.; Mody i Sandri, 2011.).

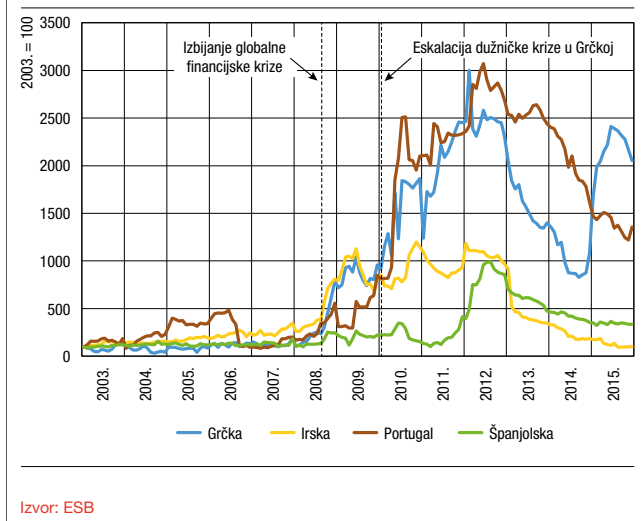
Negativna povezanost između previranja na tržištu nekretnina i bilanca banaka posebno je bila snažna u Irskoj. Vrhunac procvata na tržištu nekretnina dosegnut je u trećem tromjesečju 2006., nakon čega se tržište počelo hladiti. Irske banke već su 2007. iskazale znatne gubitke po svojim portfeljima nekretnina (Kelly, 2009.). Uvjeti u irskome bankovnom sustavu dodatno su se pogoršali s početkom globalne financijske krize. U okružju povećane globalne nesklonosti riziku ranjive irske banke nisu mogle refinancirati svoje tržišne obveze i počele su se

Slika 13. Kumulativno povećanje omjera stambenih kredita i BDP-a, 2004. – 2007.



Izvori: nacionalne središnje banke i ESB

Slika 14. Krediti Eurosustava monetarnim financijskim institucijama, indeks (2003. = 100)



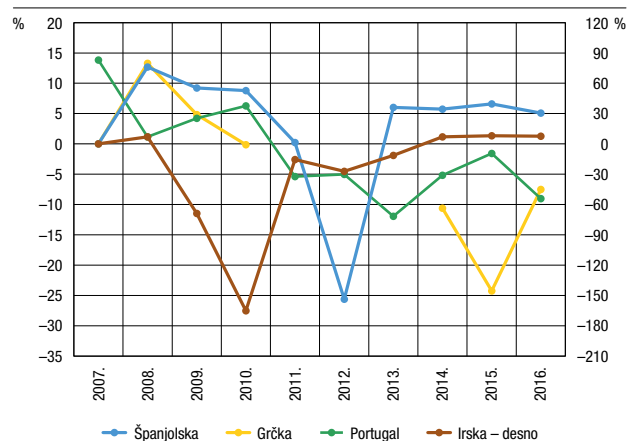
Izvor: ESB

oslanjati na likvidnosnu potporu ESB-a (Slika 14.). Profitabilnost cijeloga bankovnog sustava znatno se smanjila, ponajviše zbog velikih rezervacija za neprihodonosne kredite sektoru nekretnina (Slika 15.). Irska vlada provela je nekoliko mjera kako bi spriječila stečaj velikih banaka. Propalu Anglo Irish Bank preuzela je država, nekoliko sistemski važnih banaka je dokapitalizirano, a osnovan je i subjekt posebne namjene za uklanjanje neprihodonosnih kredita iz bankovnog sustava. Usto, irska vlada izdala je jamstva za obveze velikih banaka kako bi im pomogla da ponovo dobiju pristup financijskim tržištima (MMF, 2010.b). Opsežna intervencija irskih vlasti imala je glavnu ulogu u stabilizaciji financijskog sustava, ali je stvorila velike troškove za javne financije.¹³

Španjolska nije proživjela sistemsku krizu kao Irska, ali dio njezina bankovnog sustava bio je snažno pogođen globalnim previranjima. Naime, nakon izbijanja globalne financijske krize u rujnu 2008. uvjeti zaduživanja za španjolske štedionice (*cajas*) znatno su se pogoršali jer su investitori bili zabrinuti zbog njihove velike izloženosti sektoru nekretnina (MMF, 2011.). Do kraja 2010. udio loših kredita u ukupnim kreditima sektorima građevinarstva i nekretnina dosegao je 14% (Banco de Espana, 2011.). Drugi izvor slabosti štedionica bilo je njihovo preveliko oslanjanje na kratkoročno tržišno financiranje. Iako je država poduzela mjere da konsolidira štedionice, pri čemu se njihov broj smanjio za dvije trećine, te su institucije ostale vrlo ranjive (Europska komisija, 2012.). Stoga su mnogi vjerovali da će država trebati ubrizgati dodatne injekcije kapitala, što bi stvorilo daljnje pritiske na javne financije. Zbog povećanih strahova investitora, premija rizika na španjolski državni dug nastavila je rasti, a pristup banaka financijskim tržištima bio je znatno narušen, što ih je potaknulo na snažno zaduživanje kod ESB-a (Slika 14.). Pritisci na tržištu državnog duga dosegli su vrhunac u prvoj polovini 2012., kada je otkriveno da je jednoj velikoj banci (Bankia) potrebno više kapitala nego što se prethodno mislilo. Radi osiguranja financiranja za dokapitalizaciju Bankie i smanjenja tržišnih napetosti španjolska je vlada u srpnju 2012. sklopila s EU-om program financijske pomoći

¹³ Zbog utjecaja recesije i napora povezanih s dokapitalizacijom banaka irski državni dug povećao se s 24% BDP-a u 2007. na 86% BDP-a u 2010.

Slika 15. Profitabilnost kapitala u bankovnim sustavima



Napomena: Podaci za Grčku za 2011., 2012. i 2013. nisu javno dostupni.
Izvor: ESB

(Europska komisija, 2012.).¹⁴

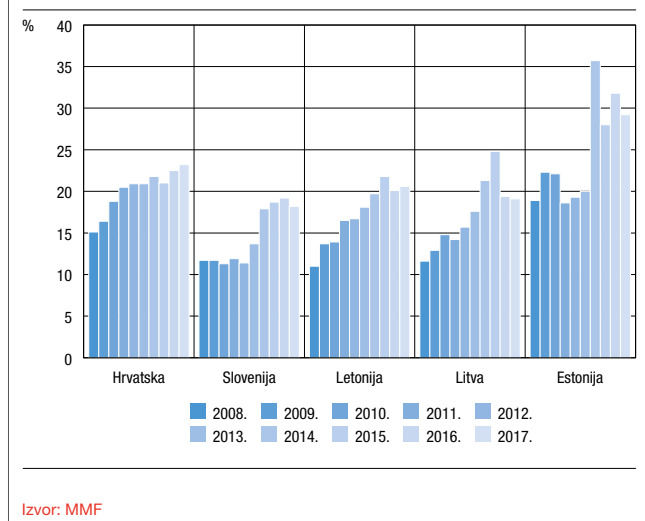
U Grčkoj i Portugalu također je došlo do prilagodbe tržišta nekretnina, ali to nije stvorilo velike troškove za bankovne sustave. Primjerice, u Grčkoj je pad cijena stambenih nekretnina počeo kasnije i bio je znatno manje intenzivan nego u Irskoj. Rast cijena stambenih nekretnina usporio se već početkom 2006., ali je njihov pad započeo tek nakon eskalacije globalne financijske krize (Bank of Greece, 2009.). Silazna putanja na tržištu nekretnina u početku nije imala znatan negativan utjecaj na bankovni sustav. Za razliku od Irske i Španjolske, gdje je izloženost poduzećima iz sektora građevinarstva i nekretnina bila glavni izvor gubitaka po kreditima, u Grčkoj se najveći udio neprihodonosnih kredita odnosio na potrošačke kredite. Ipak, uz daljnje intenziviranje recesije u kontekstu snažne fiskalne konsolidacije, pogoršana je otplata svih vrsta kredita, uključujući kredite sektorima građevinarstva i nekretnina (Bank of Greece, 2014.).¹⁵ U Portugalu je prilagodba tržišta nekretnina bila još manje izražena. Kao što je navedeno, u Portugalu nije došlo do procvata tržišta nekretnina sredinom prvog desetljeća 21. stoljeća, iako je zabilježeno znatno produbljivanje ostalih makroekonomskih neravnoteža. S obzirom na to da sektor nekretnina nije bio prenapregnut, nije bilo potrebe za njegovim znatnim smanjivanjem nakon izbijanja krize. Iako nije došlo do sloma tržišta stambenih nekretnina, Portugal se ipak suočio s dugotrajnim gospodarskim padom, što je također nepovoljno djelovalo na uspješnost bankovnog sustava (Slika 15.).

U Sloveniji, baltičkim državama i Hrvatskoj bilance banaka bile su teško pogođene recesijom i prilagodbom tržišta nekretnina, ali je samo u Sloveniji došlo do prave bankovne krize.

¹⁴ Ključni elementi programa restrukturiranja bankovnog sustava bili su dokapitalizacija ranjivih banaka na pojedinačnoj razini i prijenos loših kredita sektoru nekretnina iz bilanca banaka na subjekt posebne namjene. Program restrukturiranja uspješno je priveden kraju u siječnju 2014. Tijekom provedbe programa Španjolska je potrošila manje od polovine ukupnog iznosa od 100 mlrd. EUR dodijeljenog u sklopu programa financijske pomoći (Europska komisija, 2014.).

¹⁵ Do kraja 2013. udio loših kredita u ukupnim kreditima dosegao je 46% kod potrošačkih kredita, 31% kod kredita nefinancijskim poduzećima i 26% kod stambenih kredita.

Slika 16. Stopa adekvatnosti kapitala bankovnog sustava, 2008. – 2017.



Izvor: MMF

S početkom recesije slovenske banke suočile su se sa snažnim pogoršanjem kvalitete imovine, a krediti građevinskim poduzećima bili su najproblematičniji (MMF, 2012.). Slovenija je bila specifična među novim državama članicama EU-a jer su njezinim bankovnim sustavom dominirale banke u državnom vlasništvu, a ne društva kćeri velikih inozemnih bankovnih grupa. Ipak, država je morala reagirati kada su veliki gubici po kreditima počeli prijetiti solventnosti nekih institucija, što je stvorilo znatne pritiske na državni proračun.¹⁶ Nasuprot tome, poboljšanje pozicija kapitala banaka u baltičkim državama nakon 2008. uglavnom je bilo rezultat dodatnoga kapitala koji su uplatile inozemne matične institucije (Slika 16.).

Hrvatski bankovni sustav pokazao je iznimnu otpornost tijekom recesije unatoč nepovoljnim makroekonomskim uvjetima i povezanom znatnom pogoršanju kvalitete imovine banaka. U okružju dugotrajne recesije i nelikvidnog tržišta nekretnina povećanje stopa neispunjavanja obveza bilo je najizrazitije kod poduzeća iz sektora građevinarstva i nekretnina. Otplata stambenih kredita također se pogoršala, ali u manjoj mjeri.¹⁷ Otpornost hrvatskih banaka uvelike je proizlazila iz činjenice da su njihovi početni zaštitni slojevi kapitala i likvidnosti bili vrlo visoki, što je bankama omogućavalo da apsorbiraju gubitke po kreditima i prebrode prolazne likvidnosne poteškoće (Bokan i dr., 2010.; Vujčić i Dumičić, 2016.). S obzirom na to da su sistemski važne banke ostale u osnovi zdrave, za razliku od mnogih drugih država, Hrvatska nije morala odvojiti znatna sredstva iz državnog proračuna za stabilizaciju bankovnog sustava.

3.2. Izloženost europskih banaka ostalim makroekonomskim rizicima

U nekim državama članicama EU-a poteškoće u bankovnom sustavu nisu bile posljedica velikih gubitaka na osnovi toksičnih kreditnih izvedenica ili njihove prekomjerne izloženosti pregrijanim tržištima nekretnina. Posebice, poteškoće bankovnih sustava u Grčkoj, Portugalu i baltičkim državama proizašle su iz velikih fiskalnih i vanjskih neravnoteža, što je negativno utjecalo na povjerenje deponenata i investitora. U Grčkoj i Portugalu glavni uzrok zabrinutosti bio je brzorastući javni dug, a baltičke države bile su ranjive zbog velikoga manjka na tekućem računu platne bilance.

Grčka i Portugal zabilježili su izrazito pogoršavanje svojega proračunskog salda nakon početka krize i snažno povećavanje javnog duga.¹⁸ Povišeni fiskalni rizici te druge unutarnje i vanjske makroekonomske neravnoteže doveli su do znatnog povećanja prinosa na državne obveznice, što je nepovoljno utjecalo na trošak financiranja banaka (Bank of Greece, 2010.; Banco de Portugal, 2010.). Do početka 2010. grčke i portugalske banke praktički su izgubile pristup financijskim tržištima i time postale potpuno ovisne o likvidnosnoj potpori ESB-a (Slika 14.). Osim što su izgubile pristup tržištu, grčke banke bile su dodatno pogođene obilnim odljevima depozita i potrebom da založe dodatnu likvidnu imovinu kao kolateral za operacije refinanciranja Eurosustava.¹⁹ Ipak, najveći šok za grčki bankovni sustav bilo je restrukturiranje grčkoga javnog duga u ožujku 2012. Zbog djelomičnog otpisa duga grčke banke morale su smanjiti vrijednost svojih ulaganja u državne dužničke instrumente za oko 37 mlrd. EUR, što je – zajedno s velikim rezervacijama za gubitke po kreditima – potpuno iscrpilo njihov kapital (Bank of Greece, 2014.). Djelomičan otpis grčkog duga imao je jednako snažan učinak na banke na Cipru, koje su također imale velike portfelje grčkih državnih vrijednosnih papira (Europska komisija, 2013.b).

Privremene napetosti u bankovnim sustavima baltičkih država na kraju 2008. bile su povezane s tadašnjim velikim vanjskim neravnotežama. Iako su banke bile znatno izložene sektoru nekretnina, to nije bio glavni razlog zabrinutosti za deponente i ostale investitore.²⁰ Deponenti i investitori bili su zabrinuti da će, s obzirom na prekomjerne neravnoteže, baltičke države biti primorane smanjiti vrijednost svojih valuta u odnosu na euro kako bi ostvarile potrebnu makroekonomsku prilagodbu (Ingves, 2010.). Prekomjerne neravnoteže bile su najuočljivije u velikom manjku na tekućem računu i brzorastućim potrošačkim cijenama i cijenama stambenih nekretnina (Slika 17.). Devalvacija nacionalnih valuta mogla je biti pogubna za solventnost banaka s obzirom na visoku razinu euroizacije

16 Slovenska vlada obuzdala je krizu dokapitalizacijom ili likvidacijom nekoliko ranjivih banaka, a velik dio neprihodonosnih kredita uklonjen je iz sustava i premješten u bilancu posebnog poduzeća za upravljanje imovinom (Europska komisija, 2013.). Ukupni troškovi restrukturiranja bankovnog sustava premašili su 10% BDP-a.

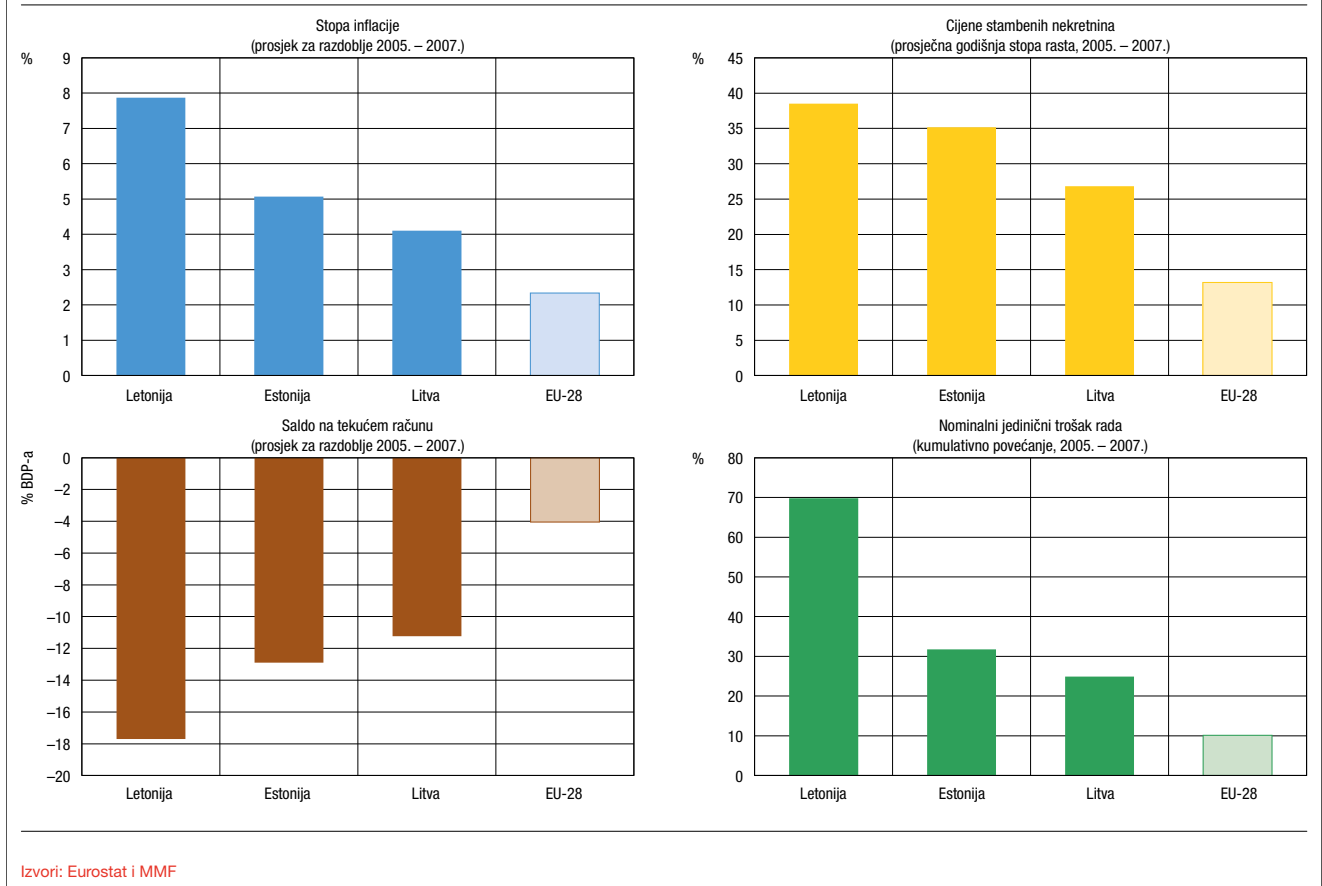
17 Prema podacima HNB-a do kraja 2015. čak dvije trećine ukupnih kredita sektoru građevinarstva klasificirano je u neprihodonosne kredite. Glede kredita poduzećima iz sektora nekretnina, udio loših kredita bio je na najvišoj razini krajem 2014., kada je dosegno 40%. Udio neprihodonosnih kredita u kategoriji kredita za kupnju kuće istodobno nikad nije premašio 10%.

18 Omjer javnog duga i BDP-a iznosio je krajem 2007. godine 103% u Grčkoj odnosno 68% u Portugalu. Zbog velikoga proračunskog manjka i pada nominalnog BDP-a do kraja 2009. javni dug porastao je na 127% BDP-a u Grčkoj i 84% BDP-a u Portugalu.

19 Naime, zbog spuštanja kreditnog rejtinga neki vrijednosni papiri nisu više prihvaćani kao kolateral u operacijama refinanciranja ESB-a. Štoviše, tržišna vrijednost mnogih još prihvatljivih vrijednosnih papira znatno se smanjila, zbog čega su banke morale dostaviti dodatnu likvidnu imovinu. Od siječnja 2010. do veljače 2011. grčke banke morale su dostaviti dodatni kolateral u vrijednosti od oko 26 mlrd. EUR (Bank of Greece, 2011.).

20 U svojim redovnim publikacijama središnje banke baltičkih država objavile su da su stope neispunjavanja obveza tijekom recesije porasle za većinu kredita poduzećima iz sektora građevinarstva i nekretnina (Latvijas Banka, 2010.; Lietuvos Bankas, 2009.; Eesti Pank, 2009.).

Slika 17. Ključne makroekonomske ranjivosti baltičkih država



kredita i depozita u baltičkim državama. Pritisci na banke bili su posebno snažni u Letoniji, gdje se, druga po veličini, banka Parex suočila sa znatnim odljevima depozita. Kao što je već spomenuto, ova banka činila se posebno ranjivom jer je bila u domaćem vlasništvu, pa se nije mogla osloniti na likvidnosnu potporu inozemnog vlasnika.

Likvidnosne poteškoće banaka u baltičkim državama nisu se pretvorile u sistemske bankovne krize. Letonija je uspjela riješiti probleme refinanciranja banke Parex u sklopu programa makroekonomske prilagodbe koji su potpomogli MMF i EU (MMF, 2009.b). Ostale banke oduprle su se privremenim pritiscima uz pomoć svojih stranih vlasnika koji su osigurali likvidnost i kapital potreban za otklanjanje strahova deponenata. Valutni ugovori o razmjeni koje su dogovorile središnje banke baltičkih država i švedska središnja banka također su pripomogli ublažavanju poteškoća jer su te transakcije povećale

sposobnost baltičkih središnjih banaka da djeluju kao zajmodavci u krajnjoj nuždi u stranim valutama (Purfield i Rose-nberg, 2010.).

Imajući na umu neugodno iskustvo Grčke, Portugala, baltičkih država i ostalih država koje su zbog prekomjernih neravnoteža doživjele velik gospodarski pad, europski vođe postigli su konsenzus o važnosti sveobuhvatne reforme gospodarskog upravljanja (Brkić i Šabić, 2014.). Glavni ciljevi reforme bili su povećanje otpornosti država članica, a neizravno i cijelog EU-a, uvođenjem mehanizma za pravodobno utvrđivanje i korekciju makroekonomskih neravnoteža, osiguravanjem bolje discipline u području javnih financija, povećavanjem učinkovitosti okvira za nadzor banaka i sanaciju i osnivanjem trajnih stabilizacijskih fondova. Ambiciozni reformski napori također su bili potrebni za smirivanje financijskih tržišta i ublažavanje zabrinutosti da će EMU propasti pod teretom krize državnog duga.

4. Uloga tokova kapitala u akumuliranju rizika u pretkriznom razdoblju

U ovom poglavlju ispituje se uloga prekograničnih tokova kapitala u nastanku makroekonomskih neravnoteža. Ispituje se opseg u kojemu su se banke oslanjale na vanjske izvore financiranja radi održavanja brzog rasta kredita, što je pridonijelo pregrijavanju gospodarstva.

4.1. Financijska integracija i jazovi između štednje i investicija u državama članicama EU-a

Uvođenje jedinstvene valute u 1999., liberalizacija finansijskih tržišta u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE) i općenito niske kamatne stope na globalnim tržištima dali su snažan poticaj kretanjima kapitala između država članica EU-a. U tim uvjetima priljevi kapitala postali su ključan pokretač gospodarskog rasta u manje razvijenim državama članicama. Slika 18. pokazuje da je između 2003. i 2007. inozemnom štednjom financiran velik dio bruto ulaganja u rubnim državama europodručja i državama Srednje i Istočne Europe. Priljevi kapitala bili su posebno veliki u baltičkim državama, Portugalu i Grčkoj, gdje je inozemna štednja pokrivala više od trećine ukupnih ulaganja. Istodobno su razvijene države europodručja, kao što su Njemačka, Austrija i Nizozemska, održavale velike viškove štednje u odnosu na ulaganja. Ti viškovi uglavnom su bili usmjereni u spomenute manje razvijene države članice. Banke iz razvijenih država imale su ključnu ulogu u oblikovanju ovih tokova kapitala.

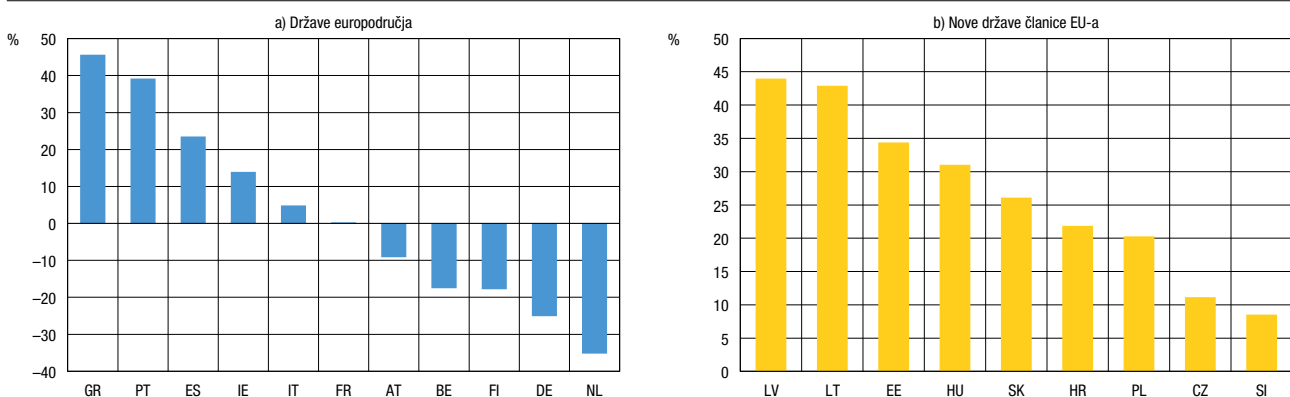
Velika kretanja kapitala iz bogatih u relativno siromašne države članice EU-a prije krize bila su u kontrastu s uobičajenim obrascem tokova kapitala na globalnoj razini. Kao što je primijetio Lucas (1990.), u globalnom gospodarstvu kapital se obično kreće od siromašnih prema bogatim državama, iako bi bilo ekonomski razborito da kapital teče u obrnutom smjeru. Literatura nudi nekoliko objašnjenja za ovaj iznenađujući

obrazac međunarodnih tokova kapitala. Primjerice, Reinhart i Rogoff (2004.) tvrde da investitori nevoljko investiraju u siromašne države jer su zabrinuti zbog velikih makroekonomskih rizika, a drugi autori ističu problem slabe kvalitete institucija, ponajprije u području zaštite prava investitora (Alfaro i dr., 2007.; Papaioannou, 2007.). Uzimajući u obzir veličinu tokova kapitala između razvijenih i relativno siromašnih država članica EU-a, jasno je da tzv. Lucasov paradoks nije relevantan za EU. Preciznije rečeno, institucionalna konvergencija koja je rezultat donošenja zajedničkog zakonodavstva – *acquis communautaire* – jamči relativno predvidljivu investicijsku klimu u razvijenim i slabije razvijenim članicama. To povećava sklonost investitora iz razvijenih država EU-a da ulažu u druge države u kojima su prinosi visoki.

Izraženi jazovi između štednje i investicija u državama europodručja nisu u početku bili prepoznati kao glavni izvor sistemskog rizika. U to doba mnogi su autori smatrali da je višak ulaganja nad štednjom u rubnim državama, kao što su Grčka i Portugal, bio prirodan odraz njihove konvergencije, potpomognute produblivanjem trgovinske i finansijske integracije.²¹ Neki su tvrdili da, unatoč velikom manjku na tekućem računu platne bilance u rubnim državama, nema razloga za intervenciju ESB-a s obzirom na to da je europodručje u cjelini zadržalo uravnoteženu ili neznatno pozitivnu poziciju na tekućem računu. MMF je imao slično stajalište o tom pitanju (MMF, 2007.a). Ipak, nakon izbijanja globalne finansijske krize i pojavljivanja zabrinutosti glede održivosti duga u Grčkoj, MMF je počeo ozbiljnije shvaćati izvore i posljedice makroekonomskih neravnoteža u europodručju (MMF, 2010.a).

U literaturi postoji opći konsenzus o tome da su obilni tokovi kapitala iz jezgre europodručja prema rubu znatno pridonijeli produblivanju neravnoteža u rubnim državama.²² Pod utjecajem priljeva kapitala, rubne države suočile su se s brзом

Slika 18. Udio bruto ulaganja pokriven inozemnom štednjom, 2003. – 2007.



Izvori: Eurostat i izračuni autora

21 Npr. Blanchard i Giavazzi (2002.), Campa i Gavilan (2006.), Ahearne i dr. (2007.) i Ca'Zorzi i Rubaszek (2008.)

22 Jaumotte i Sodrsriwiboon (2010.), Gaulier i Vicard (2012.), Gros (2012.), Wyplosz (2013.)

ekspanzijom domaće potražnje, što je dovelo do akumuliranja štetnih unutarnjih i vanjskih neravnoteža. Slični primjeri gospodarskih ekspanzija potaknutih snažnim priljevima kapitala također su uočeni kod novih država članica EU-a (Mitra, 2011.). Ipak, kako se objašnjava u nastavku ovog rada, utjecaj na gospodarsku aktivnost varirao je po državama, ovisno o stavu i sektorskoj alokaciji priljeva kapitala.

4.2. Rizici koji proizlaze iz obilnih priljeva kapitala

Napetosti koje su se pojavile u nekoliko država članica nakon izbivanja globalne krize nisu se znatno razlikovale od uobičajenog obrasca financijskih kriza često viđenog u državama s tržištima u nastajanju. Mnogo puta empirijski je potvrđeno da postoji snažna pozitivna povezanost između priljeva kapitala i vjerojatnosti financijske krize. Primjerice, Reinhart i Reinhart (2008.) uočili su da je vjerojatnost bankovne, dužničke i valutne krize znatno veća u državama s tržištima u nastajanju ako su dugotrajno izložene velikim priljevima kapitala. Nasuprot tome, u razvijenim državama priljevi kapitala obično ne uzrokuju financijske krize, ali mogu dovesti do povećane makroekonomske kolebljivosti. U svojoj analizi uzročnika financijskih kriza u Meksiku i jugoistočnoj Aziji, Calvo (1998.) je istaknuo da povezanost između priljeva kapitala i financijskih kriza proizlazi iz temeljnog identiteta platne bilance, prema kojemu je manjak na tekućem računu jednak višku na kapitalnom i financijskom računu platne bilance. Ako dođe do naglog usporavanja priljeva kapitala, potrebno je jednako snažno smanjenje manjka na tekućem računu platne bilance, što se može postići samo snažnom kontrakcijom domaće potražnje. Drugim riječima, velik pad priljeva kapitala gotovo će sigurno imati recesijski učinak na gospodarstvo.

Prekomjerni rast kredita jedna je od uobičajenih nuspojava priljeva kapitala u državama s tržištima u nastajanju. Koristeći se podacima za 48 država u razdoblju od 1960. do 2006. Mendoza i Terrones (2008.) uočili su znatnu statističku povezanost između priljeva kapitala i kreditne ekspanzije kod država s tržištima u nastajanju, a ta povezanost nije dočena kod razvijenih država. Iako kreditne ekspanzije nisu dovele do financijskih kriza u svim slučajevima, većini financijskih kriza u promatranom razdoblju prethodilo je razdoblje brzog rasta kredita. Druga uobičajena posljedica obilnih priljeva kapitala jest fiskalna ekspanzija. Kaminsky i dr. (2005.) utvrdili su pozitivnu korelaciju između veličine neto priljeva kapitala i stope rasta javnih rashoda u državama s tržištima u nastajanju. Autori su istodobno uočili da je u državama OECD-a fiskalna politika obično neutralna tijekom financijskog ciklusa.

Osim obujma priljeva, u procjeni učinaka priljeva kapitala na gospodarstvo u obzir treba uzeti i njihov sastav. Literatura upućuje na to da su inozemna izravna ulaganja (IU) poželjnija vrsta priljeva kapitala od portfeljnih i ostalih ulaganja (Dell'Araccia i dr., 2008.; Aizenman i dr., 2011.; Levy Yeyati i Zúñiga, 2015.). Inozemna izravna ulaganja korisna su jer su obično vrlo stabilna i omogućuju prijenos tehnologije i znanja, što može pozitivno utjecati na gospodarski rast, izvoz i zaposlenost. Nasuprot tome, portfeljna i ostala ulaganja obično su kolebljivija i mogu stvoriti velik izazov za nositelje politike. Nadalje, ti priljevi mogu uzrokovati pogoršanje makroekonomskih fundamenata jer su često povezani s prekomjernim rastom

kredita i aprecijacijom realnog tečaja.²⁵

Ipak, klasifikacija priljeva kapitala prema kojima su inozemna izravna ulaganja korisna, a portfeljna i ostala ulaganja štetna nije uvijek opravdana. Utjecaj izravnih ulaganja na gospodarstvo može znatno varirati ovisno o sektorskoj alokaciji tih ulaganja. Primjerice, Alfaro (2003.) nalazi da inozemna izravna ulaganja u prerađivačku industriju pozitivno utječu na gospodarski rast, a utjecaj rasta inozemnih izravnih ulaganja u primarni i uslužni sektor negativan je ili neutralan. Utjecaj portfeljnih ulaganja također se može uvelike razlikovati. S jedne strane, portfeljna ulaganja u državama s tržištima u nastajanju mogu doista biti velika prijatelja financijskoj stabilnosti. To je stoga što su međunarodni investitori svjesni plitkosti tih financijskih tržišta, pa obično brzo reagiraju na promjene u percepciji rizika države kako bi izbjegli potencijalne gubitke (Jeanneau i Tovar, 2007.). S druge strane, razvijena gospodarstva imaju znatno predvidljiviji obrazac portfeljnih ulaganja. Razvijene države obično imaju duboka i likvidna financijska tržišta, koja investitorima osiguravaju relativnu sigurnost tijekom razdoblja tržišnih tenzija. Osim toga, razvijene države manje su ranjive na iznenadne promjene tokova kapitala jer se zadužuju gotovo isključivo u domaćim valutama, pa valutna deprecijacija izazvana odljevima kapitala ne može ugroziti održivost duga (Borensztein i dr., 2004.).

4.3. Sastav priljeva kapitala u države članice Europske unije

Priljevi kapitala koje su rubne države europodručja zabilježile u godinama prije krize nisu imali optimalan sastav jer je većina ukupnih priljeva bila u obliku ostalih ulaganja i portfeljnih ulaganja u dužničke vrijednosne papire (Slika 19.). U Grčkoj se znatan dio ukupnih priljeva u razdoblju od 2003. do 2007. odnosio na zaduživanje države. Priljevi koji stvaraju dug bili su dominantna vrsta priljeva kapitala i u Španjolskoj, Portugalu i Irskoj. Međutim, za razliku od Grčke, gdje je inozemni kapital uglavnom apsorbiran na tržištu državnog duga, u ovim su državama priljevi kapitala bili povezani s intenzivnim zaduživanjem njihovih banaka u inozemstvu. Banke iz rubnih država u tom su razdoblju imale pristup jeftinom financiranju na europskim financijskim tržištima zahvaljujući povoljnim globalnim uvjetima likvidnosti i znatnom smanjenju premije za rizik države nakon stvaranja EMU-a. Irske i španjolske banke bile su posebno agresivne u kanaliziranju inozemnoga kapitala u domaće kredite. Sastav priljeva kapitala u baltičke države i Madžarsku bio je sličan kao u rubnim državama europodručja (Slika 19.). U baltičkim državama priljevi su se odnosili uglavnom na inozemno zaduživanje banaka, a u Madžarskoj je najbrže rastao dug državnog sektora.

Hrvatska je zabilježila jednako snažne priljeve kapitala unatoč tome što još nije bila članica EU-a. Privlačnost Hrvatske za inozemne investitore može se djelomično pripisati njezinim jasnim izgledima za pristupanje EU-u jer su u listopadu 2005. službeno započeti pregovori o ulasku u EU. Ipak, valja zamijetiti da su u okružju obilne globalne likvidnosti i intenzivnih

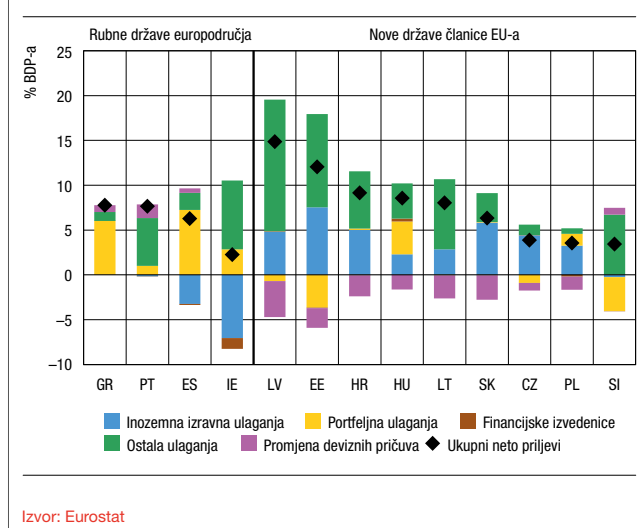
25 Bukovšak, Lukinić Čardić i Ranilović (2017.) analiziraju utjecaj različitih vrsta priljeva kapitala na tečaj hrvatske kune. Nalaze da priljevi dužničkoga kapitala obično stvaraju aprecijacijske pritiske na tečaj kune, a takav utjecaj nije uočen kod priljeva vlasničkoga kapitala.

prekograničnih tokova unutar Europe mnoge druge države iz jugoistočne Europe zabilježile podjednako velike priljeve kapitala iako su bile daleko od članstva u EU-u. U većini tih država dominantan oblik priljeva kapitala u pretkriznom razdoblju bilo je unutargrupno kreditiranje između matičnih banaka iz europodručja i njihovih lokalnih društava kćeri (Winkler, 2009.).

U Hrvatskoj se na inozemna izravna ulaganja odnosilo oko polovine ukupnih priljeva u promatranom razdoblju (Slika 19.). Ipak, s obzirom na nepovoljnu sektorsku alokaciju izravnih ulaganja, ova ulaganja nisu dovela do povećanja proizvodnih kapaciteta gospodarstva. Gotovo 40% ukupnih izravnih ulaganja u razdoblju od 2003. do 2007. odnosilo se na financijsko posredovanje, 12% na građevinarstvo i nekretnine, a manje od 20% ukupnih ulaganja bilo je namijenjeno prerađivačkoj industriji (Slika 20.). Velik obujam izravnih ulaganja u financijsko posredovanje djelomično je odražavao bonitetne mjere koje je uvela Hrvatska narodna banka radi obuzdavanja prekomjernoga inozemnog zaduživanja banaka. Naime, te su mjere povećale troškove hrvatskih banaka na zaduživanje od njihovih inozemnih matičnih institucija, pa su matične institucije odlučile međubankovno kreditiranje (koje se bilježi u sklopu "ostalih ulaganja") zamijeniti kapitalnim injekcijama (koje se tretiraju kao "inozemna izravna ulaganja") kako bi zaobišle ograničenja. Iako su na taj način uspjele djelomično zaobići ograničenja, neizravan rezultat bilo je zamjetljivo povećanje stope adekvatnosti kapitala na razini sustava, što je bio najvažniji činitelj dojmive otpornosti hrvatskih banaka tijekom dugotrajne recesije.

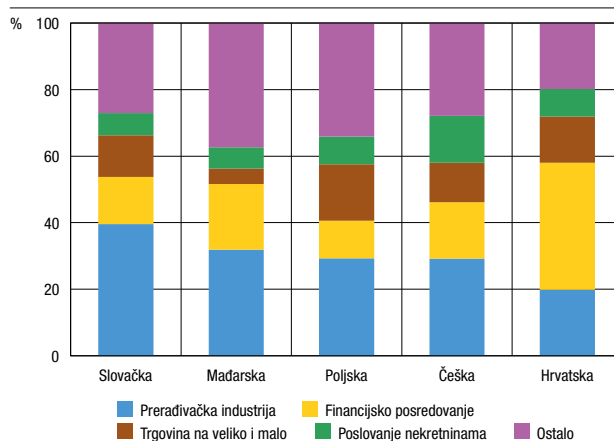
S druge strane, Poljska, Slovačka i Češka zabilježile su uglavnom pozitivne učinke priljeva kapitala. U tim državama obujam priljeva kapitala bio je skromniji nego u ostalim novim državama članicama, a sastav priljeva bio je povoljan, uz dominantnu ulogu izravnih ulaganja u sektore međunarodno razmjenjivih dobara (slike 19. i 20.). Najveći dio ulaganja apsorbirala je automobilska industrija (Pavlinek, 2015.). Naime, krajem 20. i početkom 21. stoljeća nekoliko je velikih proizvođača automobila osnovalo pogone u Poljskoj, Slovačkoj i Češkoj kako bi iskoristili njihovu troškovnu konkurentnost i povoljan zemljopisni položaj. S obzirom na to da je većina priljeva kapitala bila usmjerena u prerađivačku industriju, te se države

Slika 19. Višak na financijskom računu, prosjek razdoblja 2003. – 2007.



Izvor: Eurostat

Slika 20. Sektorski sastav inozemnih izravnih ulaganja, 2003. – 2007.



Izvori: OECD i HNB

nisu suočile s pregrijavanjem kao neke druge države članice i stoga su mogle biti relativno uspješnije tijekom globalne krize.

4.4. Negativan utjecaj priljeva kapitala na bilance banaka

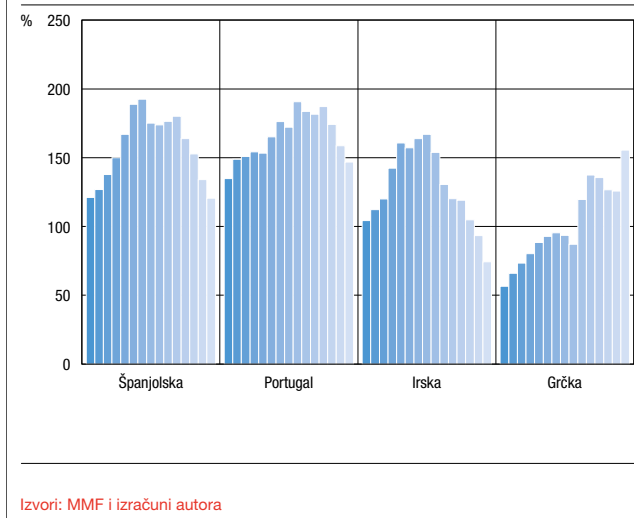
Veliki priljevi kapitala stvorili su znatne troškove za bankovni sustav u nekim državama članicama. S jedne strane, u kontekstu jednostavnog pristupa inozemnim financijskim tržištima, neke europske banke snažno su se oslanjale na vanjske izvore financiranja da održe brz rast kredita, zbog čega su bile vrlo osjetljive na iznenadne promjene globalne nesklonosti riziku. S druge strane, obilni priljevi kapitala – koji su bili posljedica snažnoga vanjskoga zaduživanja banaka ili države – poticali su neodrživu ekspanziju domaće potražnje i doveli do povećanja makroekonomskih neravnoteža. Zbog prekomjernih neravnoteža recesija koju je pokrenula globalna kriza bila je iznimno duboka i duga, što je, pak, prouzročilo velike gubitke banaka na osnovi kredita.²⁴

4.4.1. Povećanje rizika refinanciranja

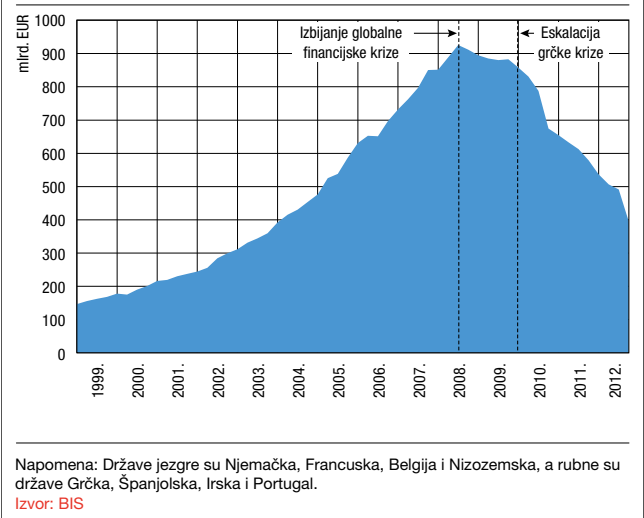
Izloženost banaka riziku refinanciranja može se pratiti promatranjem omjera kredita i depozita na razini sustava. Porast omjera kredita i depozita pokazao bi da krediti rastu brže od depozita, što znači da se banke oslanjaju i na alternativne izvore financiranja, kao što je zaduživanje na međunarodnim financijskim tržištima (ESRB, 2015.b). Tržišni izvori financiranja smatraju se manje pouzdanim od depozita kućanstava jer investitori na financijskim tržištima obično naglje reagiraju na promjene profila rizika pojedine banke ili na opću prilagodbu sklonosti investitora da preuzmu rizik. Zbog toga se povećanjem udjela tržišnih izvora financiranja u strukturi obveza

24 Prekomjerno inozemno zaduživanje može štetiti realnom gospodarstvu i bankovnom sustavu neovisno o tome koji se sektor najviše zadužuje. Primjerice, kao što je pokazao primjer Grčke, ako država brzo povećava svoj dug, iznenadni gubitak pristupa međunarodnim tržištima može izazvati dužničku krizu i imati velik utjecaj na gospodarsku aktivnost. U tim uvjetima financijska stabilnost može biti ugrožena čak i ako su početne bilance banaka bile zdrave.

Slika 21. Omjer kredita i depozita, rubne države europodručja, 2001. – 2015.



Slika 22. Potraživanja banaka iz država jezgre prema rubnim državama



banka izlaže većem riziku refinanciranja. Nasuprot tome, smanjenje omjera kredita i depozita upućivalo bi na to da je porast depozita nadmašio ekspanziju kredita. Smanjenje omjera kredita i depozita obično se očituje u kriznim vremenima, kada banke nastoje smanjiti izloženost rizicima kako bi ojačale svoje stope kapitala.

Od 2001. do 2007. omjeri kredita i depozita zamjetljivo su rasli u svim rubnim državama europodručja (Slika 21.). Zaduživanjem na europskim finansijskim tržištima banke iz rubnih država mogle su održavati snažan rast kredita, koji je znatno nadmašivao ekspanziju depozitne baze. Irske i španjolske banke bile su u tome posebno aktivne. U Španjolskoj je ukupan omjer kredita i depozita bio relativno visok već u drugoj polovini 1990-ih. Nakon stvaranja EMU-a inozemno zaduživanje španjolskih banaka dodatno se ubrzalo, a omjer kredita i depozita dosegao je oko 200% uoči globalne krize. To znači da je ukupan iznos kredita privatnom sektoru bio otprilike dvostruko veći od raspoloživih domaćih depozita. Kao što se navodi u publikaciji španjolske središnje banke (Banco de Espana, 2007.) u tom su razdoblju španjolske banke izdavale pokrivene obveznice i vrijednosne papire osigurane hipotekom na europskim tržištima radi financiranja svoje kreditne aktivnosti.²⁵ Irske banke slijedile su sličan poslovni model (Connor i dr., 2010.).

Podaci BIS-a o prekograničnim izloženostima banaka prikazani na Slici 22. otkrivaju da su banke imale ključnu ulogu u prijenosu sredstava iz država jezgre na rub europodručja. Nakon uspostavljanja EMU-a banke iz država jezgre kontinuirano su povećavale svoju izloženost rubnim državama, pri čemu se najveći dio ukupne izloženosti odnosio na međubankovno kreditiranje. Ovaj obrazac tokova kapitala ozbiljno je narušen izbijanjem globalne finansijske krize krajem 2008. Izbijanje krize potaknulo je snažno povećavanje nesklonosti riziku, što je banke iz država jezgre nagnalo da smanje svoje izloženosti prema bankama iz ranjivih rubnih država. Zbog toga je na vrhuncu krize državnog duga bankama iz Grčke, Irske, Španjolske i Portugala praktički bio odsječen pristup europskim

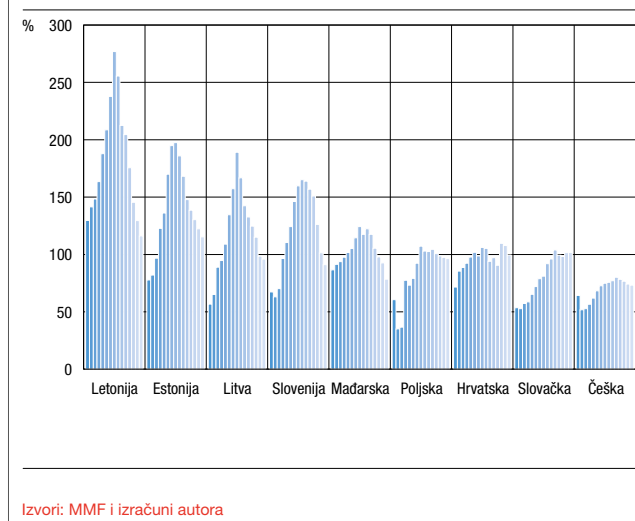
financijskim tržištima. U takvom su okružju mnoge od njih bile primorane koristiti se operacijama refinanciranja središnje banke (ESB, 2009.a; Noeth i Sengupta, 2012.). Radi smanjenja finansijske poluge i poboljšanja stopa adekvatnosti kapitala banke iz rubnih država nastojale su smanjiti svoju izloženost rizicima, što je uglavnom postignuto usporavanjem kreditne aktivnosti. To se odražavalo na postupno smanjivanje omjera kredita i depozita nakon 2008. (Slika 21.). Grčka je bila iznimka jer je kod nje omjer kredita i depozita ponovo počeo snažno rasti u 2010. zbog obilnih odljeva depozita potaknutih krizom državnog duga.

Osim banaka iz rubnih država europodručja, banke u nekim novim državama članicama EU-a također su bile ranjive zbog prekomjernoga inozemnog zaduživanja. Društva kćeri velikih inozemnih bankovnih grupa bila su glavni kanal kojim se inozemni kapital pretvarao u domaće kredite. Primjerice, banke u baltičkim državama uvezile su velike količine kapitala iz inozemstva, poglavito zadužujući se kod svojih matičnih institucija, kako bi održavale brz rast kredita kod kuće (Purfield i Rosenberg, 2010.). Zbog toga su se omjeri kredita i depozita znatno pogoršali tijekom vremena, dosegnuvši razine od 200% ili više (Slika 23.). Zanimljivo je da je i Slovenija zabilježila prekomjerno zaduživanje banaka u inozemstvu, iako je njezin bankovni sustav bio u većinskom domaćem vlasništvu (MMF, 2012.). Nakon izbijanja globalne krize u 2008. banke u baltičkim državama i Sloveniji intenzivno su se razduživale, pa su se njihovi omjeri kredita i depozita ubrzo vratili na održivije razine.

Ekspanzija bilanca banaka u drugim novim državama članicama bila je umjerenija u pretkriznom razdoblju, a inozemni izvori financiranja rabili su se u manjoj mjeri. U takvom okružju omjeri kredita i depozita u tim državama ostali su blizu ili neznatno iznad 100% tijekom promatranog razdoblja. Omjer kredita i depozita u Hrvatskoj nije se znatno pogoršao unatoč znatnoj prisutnosti bankovnih grupa iz europodručja. To se može pripisati primjerenoj upotrebi monetarnih i makrobonitetnih politika, koje su se pokazale uspješnima u usporavanju inozemnog zaduživanja banaka i povezane kreditne ekspanzije (Lim i dr., 2011.; Vujčić i Dumičić, 2016.).

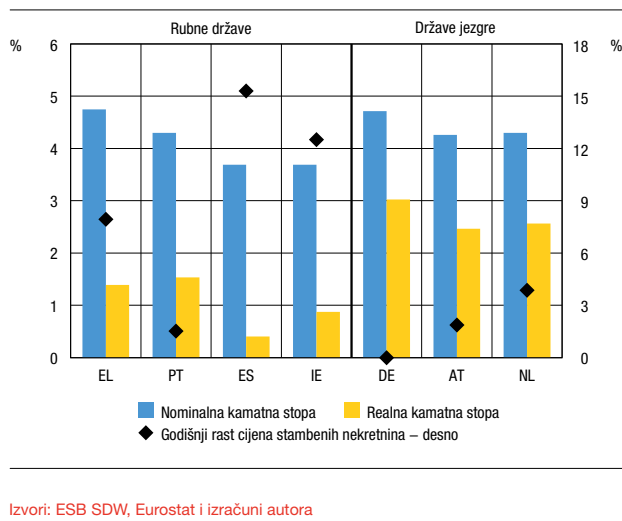
²⁵ Obveze španjolskih banaka na osnovi izdanih vrijednosnih papira porasle su sa 6% BDP-a u 2001. na 26% BDP-a u 2007.

Slika 23. Omjer kredita i depozita, odabrane nove države članice EU-a, 2001. – 2005.



Izvori: MMF i izračuni autora

Slika 24. Kamatne stope na stambene kredite i dinamika cijena stambenih nekretnina, prosjek za 2003. – 2006.



Izvori: ESB SDW, Eurostat i izračuni autora

4.4.2. Povećanje kreditnog rizika

Inozemno zaduživanje bilo je privlačno jer je kapital na europskim tržištima bio lako dostupan i jeftin zahvaljujući ekspanzivnoj monetarnoj politici i malim premijama za rizik (Micossi, 2015.; Hale i Obstfeld, 2014.). Pribavljanje sredstava iz inozemstva po niskim troškovima omogućilo je bankama da održe snažan rast kredita s kamatnim stopama na kredite znatno nižima nego što bi bilo moguće da su se banke oslanjale samo na domaće izvore (Slika 24.).²⁶ U uvjetima niskih nominalnih kamatnih stopa i stopama inflacije višima nego u jezgri europodručja, realni trošak kredita u rubnim državama bio je vrlo nizak. Primjerice, u razdoblju od 2003. do 2006. realne kamatne stope na stambene kredite u Španjolskoj i Irskoj bile su prosječno niže od 1%, a u državama jezgre iznosile su 2,5 – 3%.²⁷ Realni trošak kredita bio je nizak i u nekim novim državama članicama, posebice u baltičkim državama, gdje su realne kamatne stope na stambene kredite bile zapravo negativne zbog visokih stopa inflacije.²⁸

Brz rast kredita potpomognut obilnim priljevima kapitala stvorio je nekoliko negativnih nuspojava, uključujući neodrživu ekspanziju domaće potražnje, sve veći manjak na tekućem računu, brzorastuću zaduženost privatnog sektora i pojavu balona na tržištu stambenih nekretnina. Kada je globalna kriza eskalirala, priljevi kapitala brzo su se smanjili, a pouzdanje potrošača i poslovno pouzdanje strmoglavili su se. Zbog toga je

došlo do brze kontrakcije domaće potražnje, što je dovelo do znatnih gubitaka proizvodnje i zaposlenosti (Gros, 2012.; Tressel i dr., 2014.). U okruženju duboke recesije banke su se suočile sa znatnim gubicima na osnovi kredita jer su brojni krediti – posebice krediti sektoru nekretnina – postali neprihodonosni (Slika 25.).

Imajući na umu da su blagi monetarni uvjeti pridonijeli prekomjernom rastu kredita u rubnim državama europodručja, postavlja se pitanje zašto je ESB propustio uskladiti svoju politiku dovoljno rano da uspori akumulaciju štetnih neravnoteža u tim državama. Ekspanzivna monetarna politika ESB-a bila je primjerena sa stajališta razvijenih država jezgre, koje su u to doba imale prigušen gospodarski rast i niske stope inflacije. Ipak, kako su zamijetili Arghyrou (2006.) i Micossi (2015.), politika niskih kamatnih stopa nije bila primjerena za rubne države, koje su doživljavale snažnu ekspanziju predvođenu kreditima.

U Grčkoj je izloženost banaka kreditnom riziku porasla neizravno, kao rezultat prekomjernoga inozemnog zaduživanja vlade. Nakon izbijanja globalne krize na vidjelo su izašle fiskalne neravnoteže Grčke, što je u kontekstu povećane nesklonosti riziku ulagača dovelo do zamjetljivog porasta prinosa na grčke državne obveznice (Slika 26.). Na početku globalne financijske krize grčke banke bile su dobro kapitalizirane, likvidne i profitabilne, a njihove strukture financiranja bile su manje rizične nego kod irskih i španjolskih banaka (MMF, 2009.a). Ipak, zbog teških fiskalnih neravnoteža Grčke, pristup grčkih banaka europskim novčanim tržištima pogoršao se, a veliki iznosi depozita kućanstava počeli su napuštati sustav (Bank of Greece, 2011.). Nadalje, kriza državnog duga imala je štetan učinak na pouzdanje potrošača i poslovno pouzdanje, što je, zajedno sa strogim mjerama fiskalne štednje, dovelo do dubokoga i dugotrajnoga gospodarskog pada.²⁹ U tim je uvjetima čak trećina

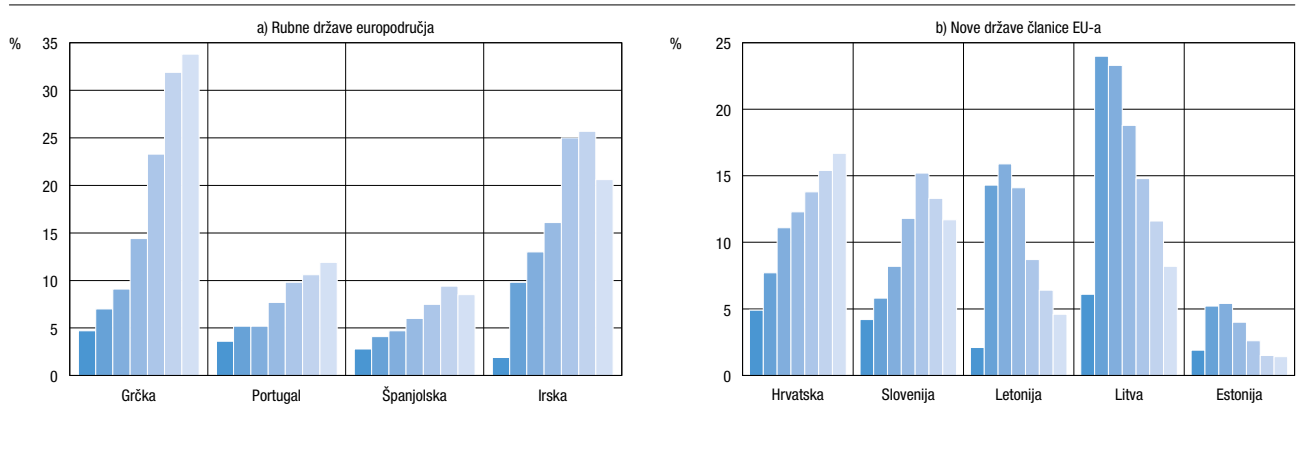
26 Blanchard i Giavazzi (2002.) potvrđuju da su u Portugalu kamatne stope pale već krajem 1990-ih jer se pristup portugalskih banaka europskim financijskim tržištima poboljšao u kontekstu uspostave EMU-a.

27 Gros (2012.) zamjećuje da su nominalne kamatne stope u Irskoj i Španjolskoj bile niže nego u jezgri europodručja jer su irske i španjolske banke obično odobravale kredite čije su kamatne stope bile povezane s referentnim stopama, kao što je LIBOR, koji je znatno pao početkom stoljeća. Nasuprot tome, banke iz država jezgre odobravale su kredite po fiksnim kamatnim stopama, pa pad referentnih stopa nije mnogo utjecao na prosječni trošak kredita. Nadalje, autor tvrdi da su bonitetni standardi u Irskoj i Španjolskoj bili relativno blagi, a kod mnogih kredita omjer kredita i vrijednosti kolaterala bio je veći od 100%.

28 Inozemni vlasnici banaka u baltičkim državama nisu bili zabrinuti zbog negativnih realnih kamatnih stopa na kredite jer su im stabilni tečajevi nacionalnih valuta baltičkih država u odnosu na euro omogućavali da nominalnu zaradu bez gubitka konvertiraju u euro. Drugim riječima, stabilni tečajni režimi štitili su njihovu realnu dobit od visoke inflacije.

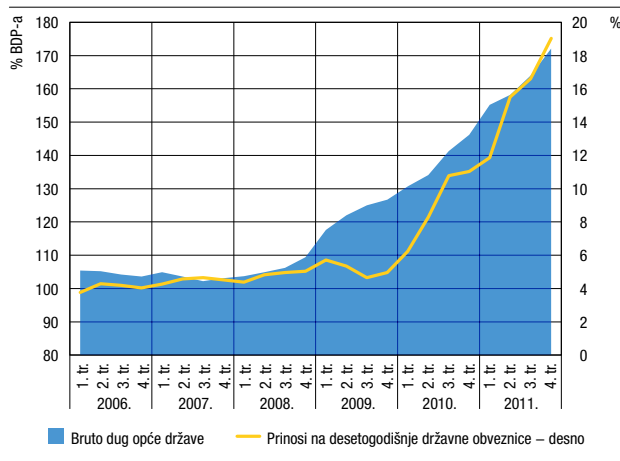
29 U MMF (2015.) tvrdi se da je negativan utjecaj mjera fiskalne konsolidacije na realnu proizvodnju bio mnogo veći no što je bilo očekivano prema programu makroekonomske prilagodbe za Grčku. Programom se pretpostavljalo da fiskalni multiplikator iznosi 0,5, a pokazalo se da je vrijednost multiplikatora oko 1. Zbog velikoga negativnog utjecaja mjera fiskalne štednje recesija je bila iznimno duboka i dugotrajna, što je glavni razlog zbog kojega Grčka nije uspjela ispuniti fiskalne ciljeve zacrtane u prvom programu prilagodbe.

Slika 25. Udio neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima, 2008. – 2014.



Izvor: MMF

Slika 26. Grčka – omjer državnog duga i BPP-a i prinosi na desetogodišnje državne obveznice



Izvor: Eurostat

ukupnih kredita postala neprihodonosna do 2013. (Slika 24.).

Uzimajući u obzir neugodno iskustvo Grčke, Irske, Španjolske i nekih novih država članica, može se ustvrditi da su

intenzivni prekogranični tokovi kapitala unutar EU-a povećali osjetljivost gospodarstava država članica na globalne šokove. Naime, izdašni tokovi kapitala iz razvijenih u manje razvijene države pridonijeli su neodrživoj cikličkoj ekspanziji potonjih država, što je bilo praćeno ubrzanom povećavanjem makroekonomskih i finansijskih rizika. Izbijanje globalne krize potaknulo je materijalizaciju tih rizika i nametnulo težak teret tim državama, što je cijeli EU gurnulo u dugotrajnu stagnaciju i potkopalo stabilnost jedinstvene valute.

Ipak, kao što je već navedeno, ambiciozne reforme provedene nakon finansijske krize smanjile su izgleda ponovnog ostvarenja takvog scenarija. Posebice, poboljšani regulatorni okvir zahtijeva da banke održavaju zdrave profile financiranja i implicitno ih sprječava da se prekomjerno zadužuju u inozemstvu. Usto, novi okvir omogućuje regulatorima da odrede dodatne bonitetne zahtjeve ako primijete da se kreditna aktivnost previše ubrzala ili da se općenito povećao sistemski rizik. Istodobno je uveden novi skup pravila u području gospodarskog upravljanja kako bi se promicale zdrave gospodarske politike i osiguralo pravodobno prepoznavanje i korekcija makroekonomskih neravnoteža (Brkić i Šabić, 2014.). S obzirom na sve te reforme, rizik da neke države članice zabilježe neodrživ gospodarski uzlet potaknut prekomjernim priljevima kapitala sada je znatno manji nego prije krize.

5. Zaključak

U ovom se radu opisuju tri kanala preko kojih je globalna financijska kriza utjecala na europske banke. Prvi kanal bio je izravan utjecaj previranja na američkom tržištu kreditnih izvedenica na velike europske investicijske banke koje su bile izložene tom tržištu. Drugi kanal pojavio se nakon propasti Lehman Brothersa u jesen 2008., kada su se pogoršali globalni likvidnosni uvjeti, stvarajući likvidnosne pritiske na banke koje su se uvelike oslanjale na kratkoročno financiranje. Naposljetku, treći kanal pojavio se u državama s velikim makroekonomskim neravnotežama, u kojima je znatna korekcija neravnoteža tijekom financijske krize dovela do duboke recesije, što je stvorilo znatne gubitke po kreditima njihovih banaka.

U radu se također ispituje zašto su banke u nekim državama članicama bile ranjive na početku krize. Glavni izvor ranjivosti banaka bila je njihova izloženost pregrijanim tržištima nekretnina. Nakon što je na tržištu nekretnina došlo do korekcije zbog pogoršanja financijskih uvjeta, znatan dio kredita odobrenih sektoru nekretnina postao je neprihodonosan. Negativan utjecaj tržišta nekretnina na bilance banaka bio je osobito izražen u Irskoj i Španjolskoj.

Glavni izvori ranjivosti banaka u drugim državama bile su fiskalne i vanjske neravnoteže. Grčka i Portugal nisu mogli refinancirati velike državne dugove tijekom financijske krize. To je oslabilo povjerenje u grčke i portugalske banke, ograničavajući njihov pristup tržištu. Povećani odljevi depozita u Letoniji, Litvi i Estoniji krajem 2008. bili su povezani sa strahovima da će baltičke države morati devalvirati svoje valute da bi uklonile velike vanjske neravnoteže.

U radu se pokazuje da je inozemno zaduživanje domaćih banaka imalo važnu ulogu u poticanju ubrzanoga rasta kredita i makroekonomskih neravnoteža. Nakon stvaranja EMU-a

banke iz država jezgre postojano su povećavale svoju izloženost rubnim državama, ponajprije putem međubankovno-ga kreditiranja. To je utjecalo i na nove države članice EU-a i države kandidatkinje u kojima su društva kćeri velikih inozemnih banaka bila glavni kanal preko kojega su priljevi kapitala financirali domaće kreditiranje. Inozemno zaduživanje izložilo je domaće banke riziku refinanciranja i kreditnom riziku. Rizik refinanciranja proizlazi iz povećanog oslanjanja na inozemno financiranje, koje je obično manje stabilno od depozita kućanstava. Kada je globalna kriza eskalirala, neke banke nisu mogle refinancirati inozemne obveze i zatražile su likvidnosnu potporu središnjih banaka. Kreditni rizik porastao je zbog neodržive ekspanzije domaće potražnje, djelomično potaknute agresivnim kreditiranjem banaka prije krize. Nakon izbijanja globalne krize došlo je do sloma domaće potražnje, što je uzrokovalo duboku recesiju, a banke su morale apsorbirati znatne gubitke po kreditima. U tom kontekstu u radu se tvrdi da su snažni prekogranični tokovi kapitala unutar EU-a povećali ranjivost europskih banaka na globalne financijske šokove.

Iskustvo financijske krize nadahnulo je ambiciozne reforme u EU-u kojima je uspostavljena bankovna unija sa snažnim bonitetnim mehanizmima i poboljšanim okvirom gospodarskog upravljanja za države članice EU-a. Europske banke sada su bolje kapitalizirane i uglavnom se oslanjaju na stabilne domaće izvore financiranja, a ne na inozemno zaduživanje. Poboljšani okvir gospodarskog upravljanja promiče održiv i uravnotežen gospodarski rast diljem EU-a s naglaskom na sprječavanju makroekonomskih neravnoteža. To povećava otpornost država članica EU-a i njihovih banaka na rizike mogućih prekomjernih priljeva kapitala u budućnosti.

Literatura

Acharya, V. V., Drechsler, I. i Schnabl, P. (2011.): *A Pyrrhic Victory? – Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*, NBER Working Paper, br. 17136, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Ahearne, A., von Hagen, J. i Schmitz, B. (2007.): *Current Account Imbalances in the Euro Area*, u: Challenges of Globalization – Imbalances and Growth, Aslund, A. i Dabrowski, M. (ur.), Peterson Institute for International Economics, Washington, DC

Aizenman, J., Jinjark, Y. i Park, D. (2011.): *Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010*, NBER Working Papers, br. 17502, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Alfaro, L. (2003.): *Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter?*, mrežna poveznica <http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/docu01/paper14.pdf>

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. i Volosovych, V. (2007.): *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, NBER Chapters, u: Edwards, S. (ur.), Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, str. 19. – 68.

Allen, F. i Carletti, E. (2010.): *An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions*, International Review of Finance, svezak 10 (1), str. 1. – 26.

Argyrou, M. G. (2006.): *Monetary Policy Before and After the Euro: Evidence from Greece*, Cardiff Economics Working Papers, br. E2006/23, Cardiff University, Cardiff

- Armantier, O., Krieger, S. i McAndrews, J. (2008.): *The Federal Reserve's Term Auction Facility*, Current Issues in Economics and Finance, svezak 14(5), str. 1. – 11.
- Asea, P. K. i Blomberg, S. B. (1997.): *Lending Cycles*, NBER Working Papers, br. 5951, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Banco de Espana (2007.): *Annual Report 2006*, Banco de Espana, Madrid
- Banco de Espana (2010.): *Annual Report 2009*, Banco de Espana, Madrid
- Banco de Espana (2011.): *Annual Report 2010*, Banco de Espana, Madrid
- Banco de Portugal (2004.): *Annual Report 2003*, Banco de Portugal, Lisbon
- Banco de Portugal (2010.): *Financial Stability Report*, Banco de Portugal, Lisbon
- Bank of England (2015.): *The Failure of HBOS*, Report by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, Bank of England, London
- Bank of Greece (2009.): *Annual Report 2008*, Bank of Greece, Atena
- Bank of Greece (2010.): *Annual Report 2009*, Bank of Greece, Atena
- Bank of Greece (2011.): *Annual Report 2010*, Bank of Greece, Atena
- Bank of Greece (2014.): *Annual Report 2013*, Bank of Greece, Atena
- Bernanke, B. i Gertler, M. (1989.): *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, The American Economic Review, svezak 79 (1), str. 14. – 31.
- Bertaut, C., Pounder DeMarco, L., Kamin, S. i Tryon, R. (2011.): *ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis*, International Finance Discussion Papers, br. 1028, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC
- Blanchard, O. i Giavazzi, F. (2002.): *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, svezak 33 (2), str. 147. – 210.
- Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I. i Lang, M. (2010.): *Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj*, HNB, Istraživanja, broj I-25, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Borensztein, E., Chamon, M., Jeanne, O., Mauro, P. i Zettelmeyer, J. (2004.): *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*, IMF Occasional Papers, broj 237, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Borio, C. i Disyatat, P. (2011.): *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?*, BIS Working Papers, br. 346, Banka za međunarodne namire, Basel
- Brunnermeier, M. K. (2009.): *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008*, Journal of Economic Perspectives, svezak 23 (1), str. 77. – 100.
- Buiter, W. H. i Sibert, A. (2008.): *The Icelandic Banking Crisis and What To Do About It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas*, CEPR Policy Insight, br. 26, Centre for Economic Policy Research, London
- Bukovšak, M., Lukinić Čardić, G. i Ranilović, N. (2017.): *Struktura tokova kapitala i devizni tečaj: primjer Hrvatske*, HNB, Istraživanja, I-49, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Ca'Zorzi, M. i Rubaszek, M. (2008.): *On the Empirical Evidence of the Intertemporal Current Account Model for the Euro Area Countries*, ECB Working Papers, br. 895, Europska središnja banka, Frankfurt
- Calomiris, C. W. (2008.): *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, 9th Jacques Polak Annual Research Conference, Međunarodni monetarni fond, DC
- Calvo, G. A. (1998.): *Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*, Journal of Applied Economics, svezak 1 (1), str. 35. – 54.
- Campa, J. M. i Gavilan, A. (2006.): *Current Accounts in the Euro Area: an Intertemporal Approach*, Banco de Espana Working Papers, br. 0638, Banco de Espana, Madrid
- Case, K. E. i Shiller, R. J. (1988.): *The Behaviour of Home Buyers in Boom and Post Boom Markets*, NBER Working Papers, br. 2748, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Central Bank of Ireland (2007.): *Quarterly Bulletin 4*, Central Bank of Ireland, Dublin
- Chatterjee, S. (2010.): *De-Leveraging and the Financial Accelerator: How Wall Street Can Shock Main Street*, Business Review Q2, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Philadelphia
- Claessens, S., Herring, R. J. i Schoenmaker, D. (2010.): *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*, Geneva Reports on the World Economy, br. 12, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, Ženeva i London

- Connor, G., Flavin, T. i O'Kelly, B. (2012.): *The U.S. and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features*, Journal of International Money and Finance, svezak 31 (1), str. 60. – 79.
- Copeland, A., Martin, A. i Walker, M. (2011.): *Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market*, Staff Reports, br. 506, Federal Reserve Bank of New York, New York
- Davis, M. A. i Heathcote, J. (2005.): *Housing and the Business Cycle*, International Economic Review, svezak 46 (3), str. 751. – 784.
- Dell' Ariccia, G., Igan, D. i Laeven, L. (2008.): *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, IMF Working Papers, br. 08/106, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Duffie, D. (2008.): *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, BIS Working Papers, br. 255, Banka za međunarodne namire, Basel
- Eesti Pank (2009.): *Financial Stability Review 2/2009*, Eesti Pank, Tallinn
- Europska komisija (2009.): *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy, br. 7, Europska komisija, Bruxelles
- Europska komisija (2012.): *The Financial Sector Adjustment Programme for Spain*, Occasional Papers, br. 118, Europska komisija, Bruxelles
- Europska komisija (2013.): *State aid: Commission approves rescue or restructuring aid for five Slovenian banks*, Press Release, br. 13/1276, Europska komisija, Bruxelles
- Europska komisija (2014.): *Spain – Post Programme Surveillance*, Occasional Papers, br. 193, Europska komisija, Bruxelles
- Europska središnja banka (2008.): *Financial Stability Review*, prosinac, Europska središnja banka, Frankfurt
- Europska središnja banka (2010.): *The ECB's Response to the Financial Crisis*, Monthly Bulletin, listopad, Europska središnja banka, Frankfurt
- Europski odbor za sistemske rizike (2015.a): *Report on Residential Real Estate and Financial Stability in the EU*, Europski odbor za sistemske rizike, Frankfurt
- Europski odbor za sistemske rizike (2015.b): *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, Europski odbor za sistemske rizike, Frankfurt
- Fleming, M. J. i Klagge, N. J. (2010.): *The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines*, Current Issues in Economics and Finance, svezak 16 (4), str. 1. – 7.
- Gaulier, G. i Vicard, V. (2012.): *Current Account Imbalances in the Euro Area: Competitiveness or Demand Shock?*, Quarterly Selection of Articles – Bulletin de la Banque de France, svezak 27 (jesen), str. 5. – 26.
- Gros, D. (2012.): *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis?*, CEPS Policy Brief, br. 266, Centre for European Policy Studies, Bruxelles
- Hale, G. i Obstfeld, M. (2014.): *The Euro and the Geography of International Debt Flows*, Working Paper, br. 2014-10, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, CA
- Holinski, N., Kool, C. i Muysken, J. (2012.): *Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, str. 1. – 20.
- Ingves, S. (2010.): *The Crisis in the Baltic – the Riksbank's Measures, Assessments and Lessons Learned*, izlaganje, poveznica <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Speeches/2010>
- Jimenez, G., Salas, V. i Saurina, J. (2006.): *Determinants of Collateral*, Journal of Financial Economics, svezak 81 (2), str. 255. – 281.
- Jaumotte, F. i Sodsriwiboon, P. (2010.): *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Papers, br. 10/139, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Jeanneau, S. i Tovar, C. E. (2007.): *Latin America's Local Currency Bond Markets: An Overview*, BIS Papers, br. 36, Banka za međunarodne namire, Basel
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M. i Végh, C. A. (2005.): *When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*, u: Gertler, M. i Rogoff, K. (ur.), NBER Macroeconomics Annual, svezak 19 (2004.), str. 11. – 53.
- Kelly, M. (2009.): *The Irish Credit Bubble*, UCD Centre for Economic Research Working Paper Series, br. 09/32, University College Dublin, Dublin
- Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A. i Vig, V. (2010.): *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, Quarterly Journal of Economics, svezak 125 (1), str. 307. – 362.
- Latvijas Banka (2010.): *Financial Stability Report 2009*, Latvijas Banka, Riga
- Levy Yeyati, E. i Zúñiga, J. (2015.): *Varieties of Capital Flows: What Do We Know*, HKS Faculty Research Working Paper Series, br. 15-025, Harvard Kennedy School, Cambridge, MA
- Lietuvos Bankas (2009.): *Financial Stability Review 2009*, Lietuvos Bankas, Vilnius

- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. i Wu, X. (2011.): *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*, IMF Working Papers, br. 11/238, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Lucas, R. (1990.): *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, American Economic Review, svezak 80 (2), str. 92. – 96.
- MMF (2006.): *World Economic Outlook*, rujan, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2007.a): *Euro Area Policies: 2007 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report, br. 07/260, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2007.b): *World Economic Outlook*, travanj, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2008.a): *Global Financial Stability Report*, listopad, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2008.b): *Iceland: Request for Stand-By Arrangement – Staff Report*, IMF Country Report, No. 08/362, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2009.a): *Greece: 2009 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report, br. 09/244, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2009.b): *Republic of Latvia: Request for Stand-By Arrangement – Staff Report*, IMF Country Report, No. 09/3, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2010.a): *Euro Area Policies: 2010 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report, br. 10/221, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2010.b): *Ireland: Request for an Extended Arrangement – Staff Report*, IMF Country Report, br. 10/366, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2011.): *Spain – Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report, br. 11/215, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- MMF (2012.): *Republic of Slovenia: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report, br. 12/325, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC.
- MMF (2013.): *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement*, IMF Country Report, br. 13/156, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Mendoza, E. G. i Terrones, M. E. (2008.): *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data*, NBER Working Papers, br. 14049, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Micossi, S. (2015.): *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*, CEPS Special Report, br. 109, Centre for European Policy Studies, Bruxelles
- Mitra, P. (2011.): *Capital Flows to EU New Member States: Does Sector Destination Matter?*, IMF Working Papers, br. 11/67, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Mody, A. i Sandri, D. (2011.): *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip*, IMF Working Papers, br. 11/269, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Noeth, B. i Sengupta, R. (2012.): *Global European Banks and the Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, svezak 94 (6), str. 457. – 479.
- Obstfeld, M. i Rogoff, K. (2009.): *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, CEPR Discussion Papers, br. 7606, Centre for Economic Policy Research, London
- Ortega, E. i Peñalosa, J. (2012.): *The Spanish Economic Crisis: Key Factors and Growth Challenges in the Euro Area*, Documentos Ocasionales, br. 1201, Banco de Espana, Madrid
- Papaioannou, E. (2007.): *What Drives International Financial Flows?, Politics, Institutions and Other Determinants*, Journal of Development Economics, svezak 88 (2), str. 269. – 281.
- Pavlínek, P. (2015.): *Foreign Direct Investment and the Development of the Automotive Industry in Central and Eastern Europe*, u Galgoczi, B., Drahekoupil, J. i Bernaciak, M. (ur.), Foreign Investment in Eastern and Southern Europe after 2008: Still a Lever of Growth, str. 209. – 255.
- Purfield, C. i Rosenberg, C. (2010.): *Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-09*, IMF Working Papers, br. 10/213, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2004.): *Serial Default and the “Paradox” of Rich to Poor Capital Flows*, NBER Working Papers, br. 10296, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Reinhart, C. M. i Reinhart, V. R. (2008.): *Capital Flow Bonanzas: an Encompassing View of the Past and Present*, NBER Working Papers, br. 14321, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P. i Blankenheim, J. (2013.): *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*, IMF Working Papers, br. 13/255, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Shin, H. S. (2009.): *Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis*, Journal of Economic Perspectives, svezak 23 (1), str. 101. – 119.

Stolz, S. M. i Wedow, M. (2010.): *Extraordinary Measures in Extraordinary Times – Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, ECB Occasional papers, br. 117, Europska središnja banka, Frankfurt

Swiss National Bank (2009.): *Financial Stability Report*, Swiss National Bank, Zurich

Taylor, J. B. (2007.): *Housing and Monetary Policy*, NBER Working Papers, br. 13682, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Tressel, T., Wang, S., Kang, J. S. i Shambaugh, J. (2014.): *Adjustment in Euro Area Deficit Countries: Progress, Challenges, and Policies*, IMF Staff Discussion Notes, br. 14/7, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC

Trichet, J. C. i Papademos, L. (2005.): *Introductory Statement with Questions and Answers*, poveznica <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2005/html/is051201.en.html>

Vujčić, B. i Dumičić, M. (2016.): *Managing Systemic Risks in the Croatian Economy*, BIS Papers, br. 861, Banka za međunarodne namire, Basel

White, L. J. (2010.): *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, Journal of International Banking Law and Regulation, svezak 25 (4), str. 170. – 179.

Winkler, A. (2009.): *Southeastern Europe: Financial Deepening, Foreign Banks and Sudden Stops in Capital Flows*, Focus on European Economic Integration, svezak 2009 (1), str. 84. – 97.

Wyplosz, C. (2013.): *The Eurozone Crisis and the Competitiveness Legend*, Asian Economic Papers, svezak 12(3), str. 63. – 81.

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
P-26	Kolovoz 2015.	Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike	Mirna Dumičić
P-27	Listopad 2015.	Obilježja tržišta rada i određivanja plaća u Hrvatskoj: rezultati Ankete poduzeća	Andreja Pufnik i Marina Kunovac
P-28	Studeni 2016.	Skrivaju li se banke u sjeni i u Hrvatskoj	Mirna Dumičić i Tomislav Ridzak
P-29	Prosinac 2016.	Bilješka o kunskom kreditiranju	Igor Ljubaj i Suzana Petrović
P-30	Lipanj 2017.	Cjenovna konkurentnost prerađivačkog sektora – sektorski pristup po razinama tehnološke opremljenosti	Enes Đozović
P-31	Lipanj 2017.	Transparentnost i monetarna politika HNB-a	Katja Gattin Turkalj i Igor Ljubaj
P-32	Rujan 2017.	Izloženost privatnoga nefinancijskog sektora kamatnom riziku: analizarezultata Ankete o promjenjivosti kamatnih stopa	Mate Rosan

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-33	Listopad 2017.	Uvođenje eura u Hrvatskoj: mogući učinci na međunarodnu razmjenu i ulaganja	Maja Bukovšak, Andrijana Ćudina, Nina Pavić
P-34	Listopad 2017.	Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj	Andreja Pufnik
P-35	Listopad 2017.	Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?	Davor Kunovac i Nina Pavić
P-36	Listopad 2017.	Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku?	Mislav Brkić i Ana Šabić
P-37	Listopad 2017.	Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj	Mirna Dumičić, Igor Ljubaj i Ana Martinis
P-38	Studenj 2017.	Procjena potencijalnog rasta i jaza BDP-a u Hrvatskoj	Goran Jovičić
P-39	Siječanj 2018.	Mikroekonomski aspekti kretanja produktivnosti tijekom velike recesije u Hrvatskoj: rezultati istraživanja modula za produktivnost Istraživačke mreže za konkurentnost (CompNet)	Miljana Valdec i Jurica Zrnc
P-40	Ožujak 2018.	Sezonska prilagodba vremenskih serija i utjecaj kalendara na gospodarsku aktivnost	Ante Čobanov
P-41	Prosinac 2018.	Cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj	Davor Kunovac i Karlo Kotarac
P-42	Siječanj 2019.	Karakteristike hrvatskih izvoznika iz prerađivačkog sektora i oporavak izvoza tijekom velike recesije – rezultati istraživanja modula za trgovinu Istraživačke mreže za konkurentnost (CompNet)	Miljana Valdec i Jurica Zrnc
P-43	Kolovoz 2019.	Tromjesečni projekcijski model za Hrvatsku	Nikola Bokan, Rafael Ravnik
P-44	Kolovoz 2019.	Povrat na inozemna ulaganja u Hrvatskoj i usporedivim zemljama	Andrijana Ćudina
P-45	Rujan 2019.	Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a	Igor Ljubaj

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 prihvatanju 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)