

ODRŽIVOST JAVNOG DUGA I FINANCIJSKA STABILNOST*

Mirna DUMIČIĆ**

Centralno mjesto u sagledavanju odnosa između fiskalne politike i financijske stabilnosti pripada upravljanju javnim dugom zbog njegova izraženog utjecaja na sistemske rizike, kao i na razinu amortizera na razini sustava koji se mogu koristiti za ublažavanje negativnih šokova. Cilj ovog rada je pridonijeti razumijevanju važnosti odgovornog upravljanja javnim dugom za očuvanje financijske stabilnosti kroz pojašnjenje koncepta održivosti javnog duga i opis kanala putem kojih javni dug može na nju utjecati. Uz to, prikazani su i recentni regulatorni izazovi te promjene kojima se zemlje nastoji potaknuti na odgovornije vođenje fiskalne politike te osigurati okvir za primjerenije ocjenjivanje i adresiranje rizika povezanih s izloženošću financijskih institucija prema državi.

Ključne riječi: financijska stabilnost, javni dug, fiskalna politika, makroprudencijalna politika

1. UVOD

Financijska stabilnost primarno se percipira kao glavni cilj makroprudencijalne politike. No, nakon izbijanja svjetske financijske krize postalo je jasno da na nju mogu utjecati i sve ostale ekonomske politike, posebno monetarna i fiskalna. Ta interakcija kanalizira se kroz pojedine instrumente kojima one djeluju na neke aspekte sistemskih rizika i na otpornost gospodarstva i financijskog sustava na moguće šokove; kao i kroz prociklični ili protuciklični karakter svog ukupnog djelovanja. Sve to zajedno izravno utječe i na odabir instrumenata i mjera makroprudencijalne politike.

Centralno mjesto u sagledavanju odnosa između fiskalne politike i financijske stabilnosti pripada upravljanju javnim dugom zbog njegovog izraženog utjecaja na sistemske rizike, kao i na razinu amortizera koji se mogu koristiti za ublažavanje nepovoljnih kretanja. Uz to, kao što navodi Lane (2011), financijske krize u pravilu su izravno povezane sa snažnim rastom javnog duga, dok istodobno i sama fiskalna politika može aktivno pridonijeti nastanku kriznih epizoda. Analize potvrđuju da previsoki javni dug čini ekonomiju ranjivijom na vanjske šokove i da umanjuje protuciklički kapacitet fiskalne politike, što je posebno važno u razdobljima krize (ECB, 2016). Uz to, Baldacci i drugi (2009) pokazuju da "snaga" fiskalne politike u kriznom trenutku utječe i na brzinu oporavka gospodarstva, posebice na njen kapacitet da potakne investicijsku aktivnost. Osim sporijim oporavkom, nemogućnost fiskalne politike da reagira protuciklički automatski povećava pritisak na ostale politike, ograničavajući pritom njihov manevarski prostor.

* Rad je nastao u sklopu projekta Hrvatske zaklade za znanost „Održivost javnih financija na putu u monetarnu uniju“ IP-2016-06-4609.

** dr. sc. Mirna Dumičić, Hrvatska narodna banka
(e-mail: mdumicic@hnb.hr)

Osnovni je cilj ovoga rada pridonijeti razumijevanju važnosti odgovornog upravljanja javnim dugom te opisati glavne kanale kojima on može utjecati na financijsku stabilnost. Uz to, prikazani su regulatorni izazovi pri kreiranju učinkovitog okvira za vođenje održive fiskalne politike te za smanjenje sistemskih rizika povezanih s izloženostima financijskih institucija prema državi.

Nakon uvodnog dijela, u drugom su poglavlju pojašnjeni osnovni koncepti održivosti javnog duga, a treći dio rada ukratko opisuje relevantna kretanja u zemljama Europske unije (EU) u postkriznom razdoblju koja dodatno naglašavaju njegov utjecaj na stabilnost financijskog sustava. U četvrtom dijelu prikazani su osnovni kanali putem kojih javni dug može izravno ili neizravno utjecati na financijsku stabilnost. Uz to, peti dio rada prikazuje recentne regulatorne izazove i promjene kojima se nastoji potaknuti zemlje na odgovornije upravljanje javnim dugom te kojima se pokušava uspostaviti primjereniji sustav ocjenjivanja i adresiranja rizika povezanih s izloženošću financijskih institucija prema državi. Rad završava zaključnim razmatranjima o vezi između javnog duga i financijske stabilnosti.

2. KONCEPT ODRŽIVOSTI JAVNOG DUGA

Recentna kriza podsjetila je na to da je neispunjenje obveza moguće i od strane razvijenijih ekonomija te da definitivno nije predmet prošlosti (BIS, 2016). Povijesni primjeri pokazuju da su razine javnog duga u zemljama koje su se suočile s problemima u njegovom servisiranju bile vrlo različite, i relativno i apsolutno gledano. To ujedno implicira da ravnotežnu ili dugoročno održivu razinu nije moguće jednostavno odrediti te da ona, osim o unutarnjim faktorima na koje države mogu same utjecati, ovisi i o nizu vanjskih činitelja koji su većinom izvan doseg nositelja fiskalne, ali i ostalih politika.

Neovisno o problemima pri mjerenju i određivanju prihvatljive razine javnog duga, neki signali ipak mogu upozoriti na potencijalno neodržive trendove i ukazati na potrebu za promjenom modela upravljanja javnim dugom. Bitno ih je pravovremeno prepoznati, između ostalog i zato što je visina javnog duga u obrnutom odnosu s protucikličkim kapacitetom fiskalne politike, što automatski povećava potrebu za aktiviranjem makroprudencijalnih mjera (Claessens, 2014).

Kao što sumira Dumičić (2019), među faktore koji izravno ili neizravno utječu na održivost javnog duga ubrajaju se: nominalna vrijednost javnog duga, njegov relativni udio u BDP-u, ročna i valutna struktura, struktura vjerovnika (domaći ili inozemni), vrsta vjerovnika (npr. tip institucije), aktualni domaći i međunarodni tržišni i gospodarski uvjeti, monetarna politika vodećih središnjih banaka koja uvelike određuje uvjete na globalnim financijskim tržištima, struktura proračunskih prihoda i rashoda, politička stabilnost, geopolitička kretanja i drugi. Prema Međunarodnom monetarnom fondu (MMF), analiza održivosti javnog duga temelji se na dvije „grube“ kategorije informacija – različitim pokazateljima temeljenim na razinama javnog duga i proračunskog manjka te srednjoročnim fiskalnim projekcijama. Kao poseban izazov MMF (2002) izdvaja činjenicu da su projicirane vrijednosti budućih prihoda i rashoda državnog proračuna u najvećoj mjeri determinirane vrlo neizvjesnim i često kolebljivim makroekonomskim i financijskim kretanjima..

Posebna pažnja pridaje se i transparentnosti javnih financija u smislu obuhvata javnog sektora. Izostavljanjem nekih bitnih subjekata koji generiraju dug neodrživa fiskalna pozicija može se prividno činiti održivom, a dodatni problemi u ocjeni održivosti proizlaze iz definicije državnih jamstava i procjene vjerojatnosti njihove aktivacije. Iz perspektive financijske stabilnosti, manjak transparentnosti održava se kroz višu premiju za rizik zemlje, a u razdobljima visoke kolebljivosti na financijskim tržištima povećava vjerojatnost otežanog pristupa izvorima financiranja.

3. JAVNI DUG I FINANCIJSKA STABILNOST U ZEMLJAMA EUROPSKE UNIJE NAKON KRIZE

Zemlje EU-a prije izbijanja svjetske financijske krize obilježio je snažan rast gospodarske aktivnosti koji je u većini slučajeva bio praćen procikličnom fiskalnom politikom. Većina tih zemalja je tijekom cijelog tog razdoblja ostvarivala proračunske manjkove i nije iskoristila relativno dugo razdoblje povoljnih makroekonomskih i financijskih uvjeta kako bi osnažila svoje javne financije i stvorila fiskalne zalihe za „loša vremena“ (Slika 1).

Ti su nepovoljni trendovi prirodno ojačali nakon eskalacije krize krajem 2008. kada su u ekstremnim slučajevima udjeli proračunskog manjka u BDP-u dosegli dvoznamenkaste cifre (Slika 1). Snažan rast troškova zaduživanja za dio zemalja EU-a tada je u prvi plan doveo pitanje održivosti njihovih javnih dugova, a posljedično i intenzivirao raspravu o utjecaju fiskalne politike na financijsku stabilnost.

Slika 1. Udio proračunskog salda u BDP-u u zemljama EU-a u razdoblju od 2000. do 2018. godine

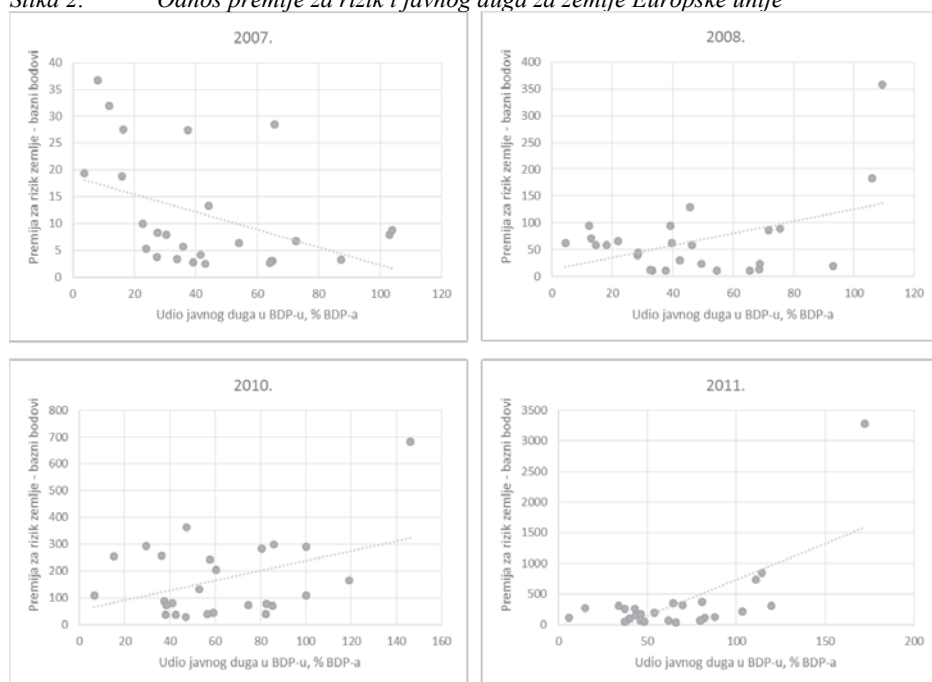
	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Europska unija		-1,5	-2,6	-3,1	-2,8	-2,5	-1,6	-0,9	-2,5	-6,6	-6,4	-4,6	-4,3	-3,3	-2,9	-2,4	-1,7	-1,0	-0,7
Euro područje	-1,3	-2,0	-2,7	-3,1	-2,9	-2,6	-1,5	-0,6	-2,2	-6,2	-6,3	-4,2	-3,7	-3,0	-2,5	-2,0	-1,4	-0,9	-0,5
Belgija	-0,1	0,2	0,0	-1,9	-0,2	-2,7	0,2	0,1	-1,1	-5,4	-4,1	-4,3	-4,3	-3,1	-3,1	-2,4	-2,4	-0,7	-0,7
Bugarska	-0,5	1,0	-1,2	-0,4	1,8	1,0	1,8	1,1	1,6	-4,0	-3,1	-2,0	-0,3	-0,4	-5,4	-1,7	0,1	1,1	1,8
Češka	-3,6	-5,5	-6,4	-6,9	-2,4	-3,0	-2,2	-0,7	-2,0	-5,5	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	1,1
Danska	1,9	1,1	0,0	-0,1	2,1	5,0	5,0	5,0	3,2	-2,8	-2,7	-2,1	-3,5	-1,2	1,1	-1,2	0,2	1,7	0,8
Njemačka	-1,6	-3,0	-3,9	-3,7	-3,3	-3,3	-1,7	0,3	-0,1	-3,2	-4,4	-0,9	0,0	0,0	0,6	0,9	1,2	1,2	1,9
Estonija	0,0	0,2	0,4	1,8	2,3	1,1	2,9	2,7	-2,6	-2,2	0,2	1,1	-0,3	0,2	0,7	0,1	-0,5	-0,8	-0,6
Irska	4,9	1,0	-0,5	0,3	1,3	1,6	2,8	0,3	-7,0	-13,8	-32,1	-12,8	-8,1	-6,2	-3,6	-1,9	-0,7	-0,3	0,1
Grčka	-4,1	-5,5	-6,0	-7,8	-8,8	-6,2	-5,9	-6,7	-10,2	-15,1	-11,2	-10,3	-8,9	-13,2	-3,6	-5,6	0,5	0,7	1,0
Španjolska	-1,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,1	1,2	2,1	1,9	-4,6	-11,3	-9,5	-9,7	-10,7	-7,0	-5,9	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5
Francuska	-1,3	-1,4	-3,2	-4,0	-3,6	-3,4	-2,4	-2,6	-3,3	-7,2	-6,9	-5,2	-5,0	-4,1	-3,9	-3,6	-3,5	-2,8	-2,5
Hrvatska		-2,2	-3,3	-4,5	-5,0	-3,7	-3,1	-2,2	-2,8	-6,0	-6,5	-7,9	-5,4	-5,3	-5,3	-3,3	-1,1	0,8	0,3
Italija	-2,4	-3,2	-2,9	-3,2	-5,1	-4,1	-3,6	-1,3	-2,6	-5,1	-4,2	-3,6	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2
Cipar	-2,2	-2,1	-4,1	-5,9	-3,7	-2,2	-1,0	3,2	0,9	-5,4	-4,7	-5,7	-5,6	-5,8	-8,7	-1,0	0,1	1,7	-4,4
Latvija	-2,7	-2,0	-2,3	-1,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5	-4,2	-9,5	-8,6	-4,2	-1,2	-1,2	-1,4	-1,4	0,1	-0,5	-0,7
Litva	-3,2	-3,5	-1,9	-1,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,8	-3,1	-9,1	-6,9	-9,0	-3,1	-2,6	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,6
Luksemburg	5,9	5,9	2,4	0,2	-1,3	0,1	1,9	4,2	3,3	-0,7	-0,7	0,5	0,3	1,0	1,3	1,4	1,8	1,4	2,7
Mađarska	-3,0	-3,9	-8,8	-7,1	-6,5	-7,7	-9,2	-5,0	-3,7	-4,7	-4,4	-5,2	-2,3	-2,5	-2,8	-2,0	-1,8	-2,4	-2,3
Malta	-5,5	-6,1	-5,4	-9,0	-4,3	-2,6	-2,5	-2,1	-4,2	-3,2	-2,4	-2,4	-3,5	-2,4	-1,7	-1,0	0,9	3,4	1,9
Nizozemska	1,2	-0,5	-2,1	-3,1	-1,8	-0,4	0,1	-0,1	0,2	-5,1	-5,2	-4,4	-3,9	-2,9	-2,2	-2,0	0,0	1,3	1,5
Austrija	-2,4	-0,7	-1,4	-1,8	-4,8	-2,5	-2,5	-1,4	-1,5	-5,3	-4,4	-2,6	-2,2	-2,0	-2,7	-1,0	-1,5	-0,7	0,2
Poljska	-3,0	-4,8	-4,8	-6,1	-5,0	-4,0	-3,6	-1,9	-3,6	-7,3	-7,4	-4,9	-3,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2
Portugal	-3,2	-4,8	-3,3	-5,7	-6,2	-6,1	-4,2	-2,9	-3,7	-9,9	-11,4	-7,7	-6,2	-5,1	-7,4	-4,4	-1,9	-3,0	-0,4
Runumjska	-4,6	-3,5	-1,9	-1,4	-1,1	-0,8	-2,1	-2,7	-5,4	-9,1	-6,9	-5,4	-3,7	-2,1	-1,2	-0,6	-2,6	-2,6	-3,0
Slovenija	-3,6	-4,5	-2,4	-2,6	-1,9	-1,3	-1,2	0,0	-1,4	-5,8	-5,6	-6,6	-4,0	-14,6	-5,5	-2,8	-1,9	0,0	0,8
Slovačka	-12,6	-7,2	-8,2	-3,1	-2,3	-2,9	-3,6	-2,1	-2,5	-8,1	-7,5	-4,5	-4,4	-2,9	-3,1	-2,7	-2,5	-1,0	-1,1
Finska	6,9	5,0	4,1	2,4	2,2	2,7	4,0	5,1	4,2	-2,5	-2,5	-1,0	-2,2	-2,5	-3,0	-2,4	-1,7	-0,7	-0,8
Švedska	3,2	1,4	-1,4	-1,2	0,4	1,8	2,2	3,4	1,9	-0,7	0,0	-2,2	-1,0	-1,4	-1,5	0,0	1,0	1,4	0,8
Velika Britanija	1,4	0,2	-1,9	-3,1	-3,1	-3,1	-2,8	-2,7	-5,1	-10,1	-9,3	-7,5	-8,2	-5,5	-5,6	-4,6	-3,4	-2,4	-2,3
Prosjek	-1,3	-1,7	-2,5	-2,9	-2,3	-1,8	-1,1	-0,4	-2,2	-6,4	-6,3	-4,6	-3,9	-3,5	-2,9	-2,0	-1,1	-0,4	-0,3
Medijan	-1,3	-2,0	-2,6	-3,1	-2,8	-2,5	-1,6	-0,7	-2,5	-6,1	-6,3	-4,5	-3,7	-3,0	-2,9	-2,0	-1,5	-0,7	-0,5

Izvor: Eurostat.

Jednostavna analiza odnosa između premija za rizik za pojedine zemlje i udjela njihovog javnog duga u BDP-u u različitim trenucima pokazuje da on za različite godine nije isti (Slika 2). U dobrim vremenima koja su simbolizirana s 2007. godinom, uz napomenu da je odnos između javnog duga i percepcije rizičnosti pojedine zemlje isti i ako se promatra nekoliko ranijih godina za koje su dostupni podaci i tijekom kojih su i financijski i makroekonomski uvjeti na svjetskim financijskim tržištima bili iznimno blagi, djeluje da javni dug nije bio toliko relevantan pri određivanju visine premije za rizik. To se radikalno izmijenilo odmah nakon izbijanja krize 2008. godine, a dodatno se pojačalo kad su se neke države počele suočavati s poteškoćama u servisiranju duga (Slika 2).

Naravno, na premiju za rizik utječu i brojni drugi faktori koje ovaj prikaz ne uzima u obzir. No, s obzirom na istraživanje Bobetka i drugih (2010) prema kojem fiskalni pokazatelji uistinu jesu važna odrednica te premije i koje potvrđuje da je njihova važnost veća tijekom velikih poremećaja na globalnom financijskom tržištu, promjena predznaka koeficijenta nagiba pravca može se smatrati jednostavnim pokazateljem strukturne promjene u načinu percipiranja relevantnosti javnog duga za ukupni rizik zemlje nakon eskalacije krize.

Slika 2. Odnos premije za rizik i javnog duga za zemlje Europske unije



Izvor: Eurostat, Standard and Poor's.

Turbulencije na financijskim tržištima koja su u određenim trenucima bila praktički zamrznuta potaknule su Europsku središnju banku (ESB) na čitav niz dotad neuobičajenih poteza i mjera. U prvom navratu nakon propasti Lehman Brothersa glavni motiv intervencija ESB-a bio je očuvanje likvidnosti i stabilnosti banaka, dok je u drugom krugu krize, koji je počeo 2010. a eskalirao 2011., fokus bio na smanjenju premija za rizik za države

europodručja, ponajprije one iz takozvane periferne skupine¹ koje su došle u opasnost da neće moći otplaćivati svoje dugove (Slika 2).

i povezani rizici za financijsku stabilnost biti u fokusu i u narednim godinama.

Slika 3. Ocjena fiskalne održivosti za zemlje Europske unije

	Ukupni rizik - kratki rok	Ukupni rizik - srednji rok	S1* pokazatelj - ocjena ukupnih rizika	Ocjena održivosti javnog duga	S2** pokazatelj - ocjena ukupnih rizika	Ukupni rizik - dugi rok
Belgija	nizak	visok	visok	visok	srednji	visok (srednji)
Bugarska	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak
Češka	nizak	nizak	nizak	nizak	srednji (nizak)	srednji (nizak)
Danska	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak
Njemačka	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak
Estonija	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak
Irska	nizak	nizak	nizak	nizak	srednji (nizak)	srednji (nizak)
Španjolska	nizak	visok	visok	visok	srednji (nizak)	visok (nizak)
Francuska	nizak	visok	visok	visok	nizak	srednji (nizak)
Hrvatska	nizak	srednji (visok)	srednji	srednji (visok)	nizak	srednji (nizak)
Italija	nizak	visok	visok	visok	srednji (nizak)	visok (nizak)
Cipar	visok (nizak)	srednji	nizak (srednji)	srednji	nizak	srednji (nizak)
Latvija	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak
Litva	nizak	nizak (srednji)	nizak (srednji)	nizak	nizak (srednji)	nizak (srednji)
Luksemburg	nizak	nizak	nizak	nizak	visok (srednji)	visok (srednji)
Mađarska	nizak	visok	srednji	visok	srednji	visok (srednji)
Malta	nizak	nizak	nizak	nizak	srednji	srednji
Nizozemska	nizak	nizak	nizak	nizak	srednji	srednji
Austrija	nizak	nizak (srednji)	nizak (srednji)	nizak (srednji)	srednji	srednji
Poljska	nizak	nizak (srednji)	nizak (srednji)	nizak (srednji)	srednji	srednji
Portugal	nizak	visok	visok	visok	nizak	srednji (nizak)
Rumunjska	nizak	srednji (visok)	srednji	srednji (visok)	srednji	srednji
Slovenija	nizak	srednji	srednji	nizak (srednji)	srednji (visok)	srednji (visok)
Slovačka	nizak	nizak	nizak	nizak	srednji	srednji
Finska	nizak	nizak (visok)	nizak (srednji)	nizak (visok)	srednji	srednji
Švedska	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak	nizak
Velika Britanija	nizak	visok	srednji	visok	srednji	visok (srednji)

Napomena: * Srednjoročni pokazatelj održivosti S1 pokazuje dodatnu prilagodbu potrebnu u smislu poboljšanja strukturnog primarnog salda tijekom pet godina kako bi se dostigao omjer javnog duga i BDP-a od 60% do 2033., uključujući financiranje budućih dodatnih izdataka povezanih sa starenjem stanovništva.

** Pokazatelj dugoročne održivosti S2 pokazuje potrebnu prilagodbu tekućeg primarnog salda (strukturnu) za stabiliziranje omjera duga i BDP-a tijekom dugoročnog horizonta, uključujući financiranje dodatnih troškova povezanih sa starenjem stanovništva.

Izvor: Europska komisija (2019)

Takva kretanja ukazala su na niz propusta u dotadašnjem praćenju sistemskih rizika povezanih s javnim dugom, što je potaknulo niz regulatornih promjena koje su detaljnije prikazane u petom poglavlju.

¹ U skupinu PIIGS zemalja ubrajaju se Portugal, Irska, Italija, Grčka, Španjolska.

Recentne ocjene Europske komisije o održivosti fiskalnih pozicija zemalja EU-a objavljene početkom 2019. pokazuju da su mnoge od njih u dugom roku izložene povećanim rizicima, dok se u kratkom roku s višom rizičnošću suočava jedino Cipar (Slika 3). No, u srednjem je roku rizik srednje ili visoke razine prisutan u više od trećine zemalja EU-a, odnosno u više od trećine zemalja članica europskog područja. Iz toga se može zaključiti da će održivost fiskalnih pozicija

4. IZRAVNI I NEIZRAVNI KANALI UTJECAJA JAVNOG DUGA NA FINANCIJSKU STABILNOST

Brojni su kanali putem kojih održivost javnog duga utječe na financijsku stabilnost. Neki od njih odnose se na opće makroekonomske uvjete koji uvelike ovise o stanju javnih financija, a dio njih odnosi se na utjecaj kvalitete državnog duga na zdravlje financijskih institucija te cijene ostalih oblika financijske imovine.

Kao jednu od mogućih makroekonomskih posljedica nemogućnosti države da ispuni svoje obveze BIS (2016) izdvaja inflaciju čija kolebljivost, praćena neizvjesnošću oko reakcija nositelja monetarne, ali i fiskalne politike, može rezultirati visokim troškovima za gospodarstvo. Uz to, BIS navodi da takav scenarij može rezultirati i naglim zastojem u priljevima kapitala ili njegovim povlačenjem, što je posebno "bolno" za zemlje koje su u razdoblju prije krize bile izložene njegovim snažnim priljevima. Visoke potrebe države za financiranjem tijekom kriznih uvjeta na financijskim tržištima tako znatno povećavaju izloženost zemlje likvidnosnim šokovima (ESB, 2016), što je izravno povezano s troškovima zaduživanja države, ali i s cijenom i dostupnošću kapitala za privatni sektor i na domaćem i na inozemnom tržištu.

Naime, ocjena "kvalitete" i dugoročne perspektive javnog duga od strane tržišnih sudionika manifestira se kroz visinu premije za rizik za pojedinu zemlju. Bobetko i drugi (2011) potvrđuju da očekivanja tržišnih sudionika o kretanju proračunskog manjka i javnog duga utječu na tu premiju, posebno u razdobljima povećane kolebljivosti na međunarodnim financijskim tržištima, dok analiza poduzeća iz 31 rastućeg tržišta koju su proveli Das i drugi (2010) pokazuje da je rizik države ključna odrednica pristupa privatnog sektora kapitalu neovisno o tome radi li se o dužničkim ili vlasničkim izvorima financiranja. Uz to, Anderson i drugi (2015) ističu i da se državne obveznice obično koriste kao referentna imovina za vrednovanje očekivanih novčanih tokova po drugim vrijednosnim papirima. To znači da i izravno i neizravno utječu na cijene većine ostalih oblika financijske imovine, pa se poremećaji ili turbulencije na tim tržištima vrlo brzo mogu prenijeti na druge segmente financijskog sustava i realno gospodarstvo.

U tom smislu posebno je važna uloga državnih obveznica koju one imaju u različitim repo poslovima. U ispitivanju uloge kolaterala u financijskom sustavu iz perspektive financijske stabilnosti, Corradin i drugi (2017) pokazali su da kolateralizirane transakcije mogu biti prociklične, da su izložene rizicima povezanim s ponudom i potražnjom za kolateralima te da ovise o kompleksnim međuodnosima javnog sektora i privatnih tržišta. U tom kontekstu ističu da je za stabilnost tog tržišnog segmenta ključno koristiti kombinaciju mikro- i makroprudencijalnih mjera te osigurati dovoljnu količinu sigurne imovine koja se može koristiti kao kolateral. Kako naglašavaju Anderson i drugi (2015), upravo promjena vrijednosti kolaterala koji se koristi kao podloga u financijskim transakcijama vrlo se brzo može prelići na ostatak sustava te onemogućiti financijske institucije da dođu do potrebnog kapitala i adekvatno upravljaju svojim rizicima. Stoga ukazuju na važnost razumijevanja kanala kojima prekomjerna kolebljivost i nelikvidnost financijskih tržišta mogu rezultirati rizicima za financijsku stabilnost te njihovim širenjem.

Jedan je od kanala utjecaja državnih financija na financijski sustav njegova izloženost prema državi. Ovisno o izloženosti pojedine financijske institucije prema različitim oblicima državnog duga, kretanje njegove vrijednosti može imati veći ili manji utjecaj na njenu bilancu. Analiza kretanja izloženosti banaka prema državnim vrijednosnim papirima u ukupnoj imovini banaka u dvadeset i pet članica EU-a od 2006. do 2018. godine koju su proveli Buljan i drugi (2020.) pokazuje da je prosječni udio u zemljama europodručja u tom razdoblju iznosio 5%, dok je u zemljama srednje i istočne Europe bio oko dva i pol puta viši i kretao se oko 12,5%. Na važnost tog kanala mogućeg širenja moguće zaraze za financijsku stabilnost upućuju i Sterzela i Neyer (2017) koji putem teoretskog modela podržavaju uvođenje kapitalnih zahtjeva za državne obveznice jer smatraju da ono potiče banke na smanjenje takve vrste ulaganja uz istodobno poticanje ulaganja u imovinu visokog prinosa, implicirajući da banke na taj način postaju otpornije.

5. VEZA JAVNOG DUGA I FINANCIJSKE STABILNOSTI KROZ REGULATORNI OKVIR

Kriza je potaknula čitav niz regulatornih promjena na razini EU-a usmjerenih na prevenciju sličnih epizoda kroz pravovremeno detektiranje mogućih neravnoteža i izvora nestabilnosti. Zbog shvaćanja važnosti fiskalne politike u tom kontekstu financijske stabilnosti dio promjena odnosio se i na okvir za njeno učinkovito i odgovorno provođenje.

Jedan od koraka u tom smjeru, kao što detaljno objašnjava Grubišić (2016), bilo je unaprjeđenje fiskalnog okvira uspostavom čvršćeg i djelotvornijeg mehanizma za usklađivanje i nadzor fiskalnih politika država članica. Tako je u ožujku 2012. potpisan Ugovor o stabilnosti, usklađivanju i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji, poznat i pod nazivom Fiskalni ugovor. Naime, kako se pokazalo da *Pakt o stabilnosti i rastu* nije bio dovoljno učinkovit za prevenciju sistemskih rizika vezanih uz fiskalnu politiku te nije osigurao mogućnost njenog protucikličnog djelovanja tijekom krize, novi mehanizam utjelovljen je kao dio „paketa od šest mjera“², odnosno tzv. *Six-pack* u sklopu kojeg se jasno definiraju procedura prekomjernog proračunskog manjka te pravila za smanjenje javnog duga (Brkić i Šabić, 2014).

Također, kako bi se povećala razina transparentnosti, zemlje EU-a počele su u skladu s tim paketom objavljivati i dodatne informacije o potencijalnim obvezama koje mogu u većoj mjeri utjecati na održivost javnog duga. Tu se ubrajaju jednokratna jamstva, jamstva za određene vrste kredita za ostvarivanje ciljeva javnih politika, različite sheme osiguranja (depoziti, mirovine, elementarne nepogode), jamstva vezana uz javna privatna partnerstva i slično.

Treba spomenuti i da Ugovor o funkcioniranju Europske unije predviđa nadzor poštivanja proračunske discipline (članak 126, stavak 2.) tako da se, osim toga prelazi li omjer državnog duga u BDP-u referentnu vrijednost, za zemlje s prekomjernom razinom ocjenjuje i približava li se on toj vrijednosti dovoljnom brzinom. Pritom se smatra da je dinamika smanjenja odnosa duga i BDP-a zadovoljavajuća ako njegova razlika u odnosu na referentnu vrijednost od 60% BDP-a u prosjeku opada za 1/20 tijekom razdoblja od tri godine. Time se, kako ističe ESB (2016), nastoji osigurati da zemlje s povećanim fiskalnim neravnotežama poduzmu aktivnosti usmjerene prema postizanju održivih fiskalnih pozicija.

Europski parlament donio je 2013. i regulativu (472/2013) o jačanju gospodarskog i proračunskog nadzora država članica u eurozoni koje imaju ili im prijete ozbiljne poteškoće u

² Grubišić (2016) pojašnjava da se termin „paket od šest mjera“ odnosi na pet uredbi i jednu direktivu koje su stupile na snagu u prosincu 2011. i koje čine paket pravnih akata iz sekundarnog zakonodavstva EU-a donesenih s ciljem jačanja Pakta o stabilnosti i rastu, poboljšanja fiskalnog nadzora u EU-u te boljeg usklađivanja ekonomskih politika u EU-u.

vezi s njihovom financijskom stabilnošću. Poseban naglasak stavljen je na nužnost praćenja fiskalnih pozicija zemalja, pri čemu intenzitet ekonomskog i proračunskog nadzora treba biti proporcionalan ozbiljnosti financijskih poteškoća i treba uzeti u obzir prirodu primljene financijske pomoći ako ju je zemlja koristila.

Uz nužnost promjena u sklopu načela i općenitog okvira za vođenje fiskalne politike, kriza je pokazala da prostor za napredak postoji i kod regulatornog tretmana izloženosti banaka prema državnom dugu. Osnovni je razlog sveprisutnosti te teme i u akademskim publikacijama i na raznim međunarodnim tijelima koja se bave financijskom stabilnošću to što se pokazalo da postojeća pravila za identifikaciju pri kvantifikaciji rizika kojima su banke izložene kada za dužnika imaju državu u nekim slučajevima nisu realna. Ponderi za rizik od 0% za takve izloženosti implicira da se radi o nerizičnim ulaganjima, a recentna kriza samo je jedna u nizu potvrda da to nije nužno tako.

Na to je 2015. posebno upozorio i Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) koji ističe da sadašnji regulatorni okvir potiče visoku izloženost financijskih institucija prema državama. U svom izvješću ESRB (2015) kao izazove u tom segmentu izdvaja: nulte ili niske kapitalne zahtjeve za određene izloženosti prema državi; niske kapitalne zahtjeve za izloženosti koje su osigurane državnim obveznicama zbog nižih diskonta (engl. *haircut*) za države s visokim rejtingom, isključenje državnih obveznica s nultim ponderom za rizik iz postojećih ograničenja velikih izloženosti; kategorizaciju visokokvalitetnih državnih obveznica kao visoko likvidne imovine unutar propisa o likvidnosti te ponder za rizika od 0% u standardnoj formuli za određene izloženosti države u sklopu regulative koja se odnosi na osiguravajuća društva (Solvency II).

Najnovijim propisom kojim se primjerenije nastoji adresirati dio rizika vezan uz valutu u kojoj je denominiran državni dug (Regulativa br. 575/2013) uvodi se pravilo da se ponder za rizik od 0% može primijeniti samo za obveznice izdane u domaćoj valuti.

Kada se sagledava izloženost banaka prema državama, osim o njenoj razini, valja voditi računa o tome o obveznicama kojih država se radi jer mnoge banke imaju tzv. *home bias*, odnosno znatne izloženosti prema obveznicama matične zemlje. Da bi se riješio problem te pristranosti prema "domaćim" obveznicama, Veron (2017) ocjenjuje kako se treba koristiti opći kapitalni zahtjev koji bi bio obvezujuć i usmjeren na rizik koncentracije prema državama, a ne isključivo na kreditni rizik pojedine države.

6. ZAKLJUČAK

Kroz probleme s kojima su se neke zemlje EU-a suočile u servisiranju svojih dugova recentna je kriza dodatno potvrdila važnost izgradnje protucikličkog kapaciteta fiskalne politike za očuvanje financijske stabilnosti. Taj je kapacitet izravno povezan s odgovornim upravljanjem javnim dugom kojim se osigurava njegova dugoročna održivost. Time se otvara prostor za efikasnije i jeftinije ublažavanje kriznih epizoda, uz istodobno smanjenje pritiska na ostale ekonomske politike i u razdoblju prije, kao i tijekom i nakon krizne epizode. Uz to, kroz niže troškove zaduživanja privatnog sektora te zdravije bilance banaka i ostalih vjerovnika pridonosi se ukupnoj stabilnosti sustava.

Izazovi vezani uz učinkovito upravljanje javnim dugom prepoznati su i na institucionalnoj razini te su provedene regulatorne promjene kojima zemlje potiču na vođenje odgovorne fiskalne politike. Također, poduzeti su naponi kako bi se rizici u bilancama banaka povezani s izloženostima prema državi primjerenije ocjenjivali i adresirali. U narednom se razdoblju mogu očekivati daljnja unaprjeđenja regulatornog okvira u oba spomenuta područja, kao i u dijelu koji se odnosi na izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema državi.

LITERATURA

1. Anderson, N., Webber, L., Noss, J., Beale, D. i Crowley-Reidy, L., 2015., The resilience of financial market liquidity, Bank of England, Financial Stability Paper br. 34, listopad.
2. Baldacci, E., Gupta, S. i Mulas Granados, C., 2009., How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?, IMF Working Paper WP/09/160, srpanj.
3. Bank for International Settlements, 2016., Towards a financial stability-oriented fiscal policy. 86th Annual Report, 2015/16.
4. Bobetko, A., Dumičić, M. i Funda, J., 2013., Fiscal Determinants of Government Borrowing Costs – Do we have ourselves to blame?, Financial Theory and Practice, Vol. 37 (1), 135-159.
5. Brezeanu, P., & Vlad, C., 2015., Macroprudential Tools and Their Interference with fiscal policy, International Conference of the Institute for Business Administration in Bucharest, 2015.
6. Brkić, M. i Šabić A., 2014., Framework for Monitoring Macroeconomic Imbalances in the European Union – Significance for Croatia, CNB Surveys S-17, October.
7. Buljan, A., Deskar-Škrbić, M. i Dumičić, M., 2020., What drives banks' appetite for sovereign debt in CEE countries?, Public Sector Economics, u procesu izdavanja.
8. Claessens, S., 2014., An Overview of Macroprudential Policy Tools, IMF Working Paper WP/14/214, prosinac.
9. Corradin, S., Heider, F., Hoerova, M., 2017., On collateral: implications for financial stability and monetary policy, European Central bank, Working paper Series br. 2107, studeni.
10. Das U. S., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F. i Surti, J., 2010., Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications, IMF Working Paper WP/10/280, December.
11. Europska komisija, 2013. Regulation 2013/472 – Strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States in the euro area experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability, svibanj.
12. Europska komisija, 2014., Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide, Occasional Papers 200, rujan.
13. Europska komisija, 2019., Fiscal Sustainability Report 2018, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Volume 1, siječanj.
14. Europska središnja banka, 2016., Economic Bulletin Issue No. 3/2016, svibanj.
15. Europski odbor za sistemske rizike, 2015., ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures, ožujak.
16. Grubišić, L., 2016., Ugovor o stabilnosti, usklađivanju i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji, Zagrebačka pravna revija, Vol. , br. 3., str. 295-324.
17. Lane, P. R. (2011.) Fiscal Policy and Financial Stability, IIS, Trinity College Dublin and CEPR, svibanj.
18. Međunarodni monetarni fond, 2002., Assessing Sustainability, svibanj.
19. Sterzel, A. i Neyer, U., 2017. "Capital Requirements for Government Bonds – Implications for Financial Stability", Annual Conference 2017 (Vienna): Alternative Structures for Money and Banking 168172, Verein für Socialpolitik / German Economic Association.
20. Veron, N., 2017. Sovereign Concentration Charges: A New Regime For Sovereign Bank Exposures.