

Pregled dužničkih kriza u europodručju – iskustva i pouke

ANTE SAMODOL

Libertas međunarodno sveučilište – Zagreb

Trg J. F. Kennedyja 6b, 10000 Zagreb

Hrvatska

E-mail: asamodol@libertas.hr

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-6609-2396>

LUKA SOSA

Fin-Acta d.o.o.

Pavla Štoosa 15, 1000 Zagreb, Hrvatska

E-mail: lukasosa@yahoo.com

Pregledni rad / *Review*

UDK / UDC: 336.27(4)“2008/2015

Primljeno / Received: 26. ožujka 2024. / March 26st, 2024.

Prihvaćeno za objavu / Accepted for publishing: 30. travnja 2024. / April 30th, 2024.

DOI: 10.15291/oec.4411

Sažetak: Predmet ovoga rada je europska dužnička kriza koja se obično smješta u razdoblje 2008. – 2015. godine u kojem je nekoliko europskih zemalja doživjelo kolaps financijskih institucija, visok državni dug i velike razlike prinosa na državne obveznice. Cilj rada je prikazati uzroke nastanka financijskih kriza te načina rješavanja i izbjegavanja financijske zaraze i kolapsa eura. Smatra se da je dužnička kriza započela 2008. kolapsom islandskog bankarskog sustava, a zatim se 2009. proširila na Portugal, Italiju, Irsku, Grčku i Španjolsku, što je dovelo do popularnog relativno uvredljivog naziva (PIIGS). Rubne države članice europodručja kao što su Grčka, Španjolska, Irska, Portugal i Cipar do kraja 2009. nisu mogle otplatiti i refinancirati svoj državni dug. Bankovni sustav bio je pred kolapsom, a pomoć financijskih institucija trećih strana kao što su Europska središnja banka (ECB) ili Međunarodni monetarni fond (MMF) bile su od presudnog značaja. Kriza je na kraju kontrolirana financijskim jamstvima europskih zemalja koje su se bojale kolapsa eura i financijske zaraze koja je posebno prijetila iz Grčke. Na osnovi takvog iskustva, u europodručju je 2012. pokrenut Europski stabilizacijski mehanizam (ESM) kao međuvladina organizacija država članica europodručja s misijom izbjegavanja i prevladavanja financijskih kriza te održavanje financijske stabilnosti. U konačnici, svemu se pridružila i ECB koja svojim nestandardnim mjerama monetarne politike od sredine 2014. kroz programe kupnje imovine (APP – Asset Purchase Programmes) poglavito od javnog sektora (PSPP – Public Sector Purchase Programme) s ciljem podržavanja ukupnoga gospodarskog rasta u okviru inflacije na ciljnoj razini od 2 %. Ipak, inflatorni udar od početka 2022. u kombinaciji s energetsom krizom izgurali su u prvi plan pitanje porasta prinosa (kamata) na državni dug nasuprot niskim stopama gospodarskog rasta širom europodručja. Svrha rada postiže se aktualiziranjem pitanja o održivosti postojećih modela upravljanja rizicima za očuvanje financijske stabilnosti te podizanjem svijesti o tome, naročito u kontekstu tzv. novih fiskalnih pravila EU-a u 2024. godini.

Ključne riječi: dužnička kriza, europodručje, državni dug, ECB, fiskalna pravila

JEL klasifikacija: E44, E58, G01, H12, H30, H63

1 Uvod

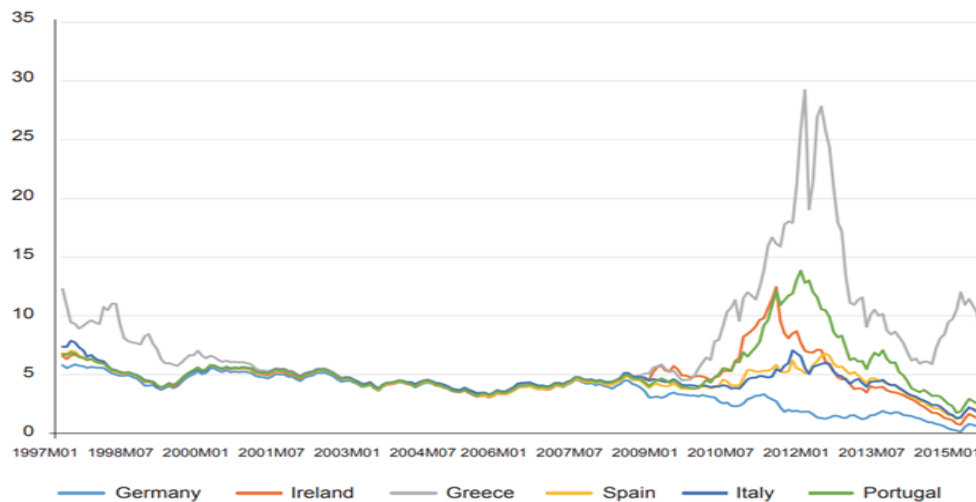
Tijek globalne financijske krize u Europi uvelike je definiran istovremenom europskom dužničkom krizom, koja je započela 2009. godine i trajala sve do sredine 2010-ih. Uzrok dužničke krize bila je nemogućnost nekoliko država članica europodručja, specifično Grčke, Portugala, Irske, Španjolske i Cipra, da otplate ili refinanciraju svoje postojeće dugove niti da spase prezadužene banke pod državnim nadzorom. Italija je istovremeno bila u ozbiljnoj opasnosti od nemogućnosti servisiranja dugova, no uspjela je kratkoročno sanirati situaciju bez vanjske intervencije. Nemogućnost otplate javnih dugova uzrokovana je krizom platne bilance zbog naglog prekida dotoka stranog kapitala te uz opću nedostatnu kapitalizaciju banaka s rastom potreba za inozemnim kreditiranjem. Kriza je dodatno pogoršana nemogućnosti devalvacije valuta zaduženih zemalja kao članica europodručja, kao i nemogućnosti ECB da odredi razinu kamatne stope prikladnu za sve zemlje članice europodručja. U godinama prije financijske krize, zemlje poput Grčke i Portugala imale su pristup kapitalu po gotovo jednako niskim kamatnim stopama kao Njemačka, koja ima reputaciju gotovo nerizičnog dužnika, do te mjere da se rizik javnog duga drugih zemalja često mjeri usporedbom raspona prinosa njihovih državnih obveznica s njemačkim državnim obveznicama. U praksi, ti su uvjeti rizičnim zajmoprincipima poput Grčke omogućili gotovo neograničen pristup jeftinim kreditima. To je u nekoliko nacija dovelo do rasipanja posuđenih sredstava na javnu potrošnju bez stvaranja dostatne dodane vrijednosti i ekonomskog rasta da bi se osigurala dugoročna mogućnost otplate dugova. Opasnost dužničke krize dodatno je povećana konceptom financijske zaraze (*financial contagion*). Zbog globalizacije svjetskih financija, bankrot neke države ili nemogućnost otplate eksternih privatnih dugova zbog recesije, neminovno uzrokuju gubitke u bankovnim sustavima država kreditora. Također, ostvareni gubici u tim državama mogu uzrokovati daljnje gubitke u državama njihovih kreditora. Financijska zaraza već je prešla iz američkog tržišta nekretnina na financijsko tržište te se manifestirala u Europi nedostatkom pristupa stranom kapitalu. U slučaju bankrota neke od država članica EU-a, financijska zaraza bi se širila te imala katastrofalne posljedice na gospodarstvo mnogih europskih zemalja.

Predmet ovoga rada je pregled tijeka dužničkih kriza iz iskustva pet zemalja europodručja u kontekstu financiranja i upravljanja državnim dugom te korištenja mehanizama globalne i europske financijske pomoći s aktivnim uključivanjem ECB-a. Cilj rada je sustavnom analizom tijeka događa u članicama europodručja istražiti i prikazati uzroke nastanka financijskih kriza te načina rješavanja i izbjegavanja financijske zaraze i kolapsa eura. Svrha rada je relevantnim argumentiranim podacima potvrditi postojanje sistemskih rizika u modernom financijskom sektoru zbog nedostatne zakonske regulative za specifične rizike financijskih institucija te potvrditi zarobljavanje monetarne politike radi rješavanja fiskalnih neravnoteža te time podignuti svijest o ovim problemima i tako pridonijeti njihovu izbjegavanju. Rad je strukturiran na sljedeći način. Nakon uvoda u drugom dijelu rada daje se pregled tijeka kretanja raspona prinosa na državnih obveznica zemalja europodručja kao vjerodostojnog indikatora stanja i očekivanja financijskog tržišta. Od četvrtog do osmog dijela prikazana je dinamika dužničkih kriza u Grčkoj, Italiji, Španjolskoj, Portugalu i Irskoj. Deveti dio rada povezuje krize i monetarni okvir s novim fiskalnim pravilima EU-a, dok se u desetom dijelu daje zaključak.

2 Dužnička kriza u EU-u

Povjerenje tržišta u kreditnu sposobnost zemalja te očekivana kretanja poslovnih i financijskih ciklusa najbolje opisuju kretanja prinosa na državne obveznice kao i rasponi prinosa na desetogodišnje državne obveznice. Dinamika odnosa kao i eksplozija razlika među prinosima na državne obveznice nakon 2009. te uvod u analizu dužničkih kriza zemalja europodručja najbolje se vidi na Slici 1. na kojoj je prikazan

prosječni raspon prinosa desetogodišnjih državnih obveznica Njemačke, Irske, Grčke, Španjolske, Italije i Portugala u razdoblju od 1997. do 2015. godine.



Slika 1. Raspon prinosa državnih obveznica zemalja europa područja, 1997. – 2015.

Izvor: Grabowski, Stawasz (2017). „Sovereign Bond Spreads in the EMU Peripheral Countries. The Role of the Outright Monetary Transactions”. Prague Economic Papers. <https://doi.org/10.18267/j.pep.618>. 10.18267/j.pep.618. , pristupano 21.11.2023.

Vidljivo je kako prinosi postaju gotovo ujednačeni za sve prikazane zemlje osim Grčke 1998. godine, označavajući reakciju tržišta na nadolazeći prelazak navedenih zemalja na europsku novčanu jedinicu (European Currency Unit – ECU), privremenu prethodnicu eura. Grčka ulazi u europa područje 19. lipnja 2000. godine te se nedugo zatim priključuje ostalim navedenim zemljama po prinosu desetogodišnjih državnih obveznica. Prinosi obveznica svih navedenih zemalja ostaju gotovo identični do 2009. godine i početka europske dužničke krize. Nakon početka krize 2009. godine prinosi počinju drastično odstupati jedni od drugih. Prinosi na njemačke obveznice počinju padati do gotovo nula posto, dok prinosi svih ostalih zemalja naglo rastu. Prinosi grčkih obveznica eksplodiraju na gotovo 30 % u 2012. godini, dok irske i portugalske obveznice dostižu gotovo 15 % prinosa između 2010. i 2012. godine. Prinosi španjolskih i talijanskih obveznica također rastu manje ubrzanom stopom te se kreću između 5 i 7 % tijekom trajanja krize u razdoblju od 2010. do 2013. godine. Nakon završetka krize između 2013. i 2015. godine, prinosi državnih obveznica svih navedenih zemalja počinju padati te s iznimkom Grčke dostižu razine još niže od onih prije krize 2009. godine. Prinosi desetogodišnjih državnih obveznica vrlo su precizan pokazatelj povjerenja tržišta u kreditnu sposobnost države izdavatelja. Budući da se državne obveznice prodaju na otvorenom tržištu te kupac mora prihvatiti njihove prinose, prinos obveznice označava tržišnu percepciju razine rizika neispunjenja kreditnih obveza države izdavateljice.

Nakon uvođenja eura kao zajedničke valute navedenih zemalja, tržište je percipiralo gotovo jednaku razinu rizika među svim zemljama europa područja, tako da su i prinosi njihovih državnih obveznica bili gotovo identični. Početkom europske dužničke krize 2009. godine pokrenuta su ozbiljna pitanja, iz različitih razloga ali s općom potkapitaliziranosti globalnoga financijskog sustava kao zajedničkim čimbenikom, o kreditnoj sposobnosti Grčke, Italije, Španjolske, Irske i Portugala. Kako je u to vrijeme postalo jasno da je Grčka u nezamislivo gorjoj financijskoj situaciji nego što je do tada bila javna percepcija, postojali su ozbiljni tržišni strahovi o državnom bankrotu Grčke te je prinos grčkih obveznica odražavao to stanje. Tržišni strahovi o državnom bankrotu Italije, Španjolske, Irske i Portugala također su postojali, no financijsko stanje tih zemalja bilo je znatno bolje od Grčke, pogotovo Italije i Španjolske,

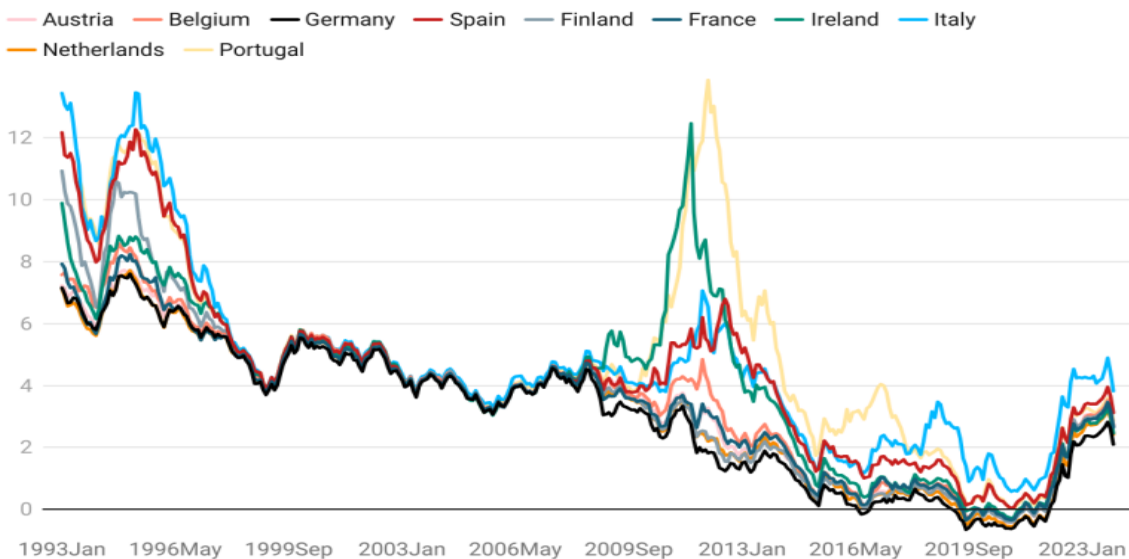
te su prinosi njihovih obveznica rasli znatno nižim stopama. Tržišni strahovi počeli su se smirivati tek nakon 26. srpnja 2012. godine, i sada već povijesnoga govora tadašnjeg predsjednika ECB-a, Marija Draghija, u kojem je obećao da će ECB učiniti „što god je potrebno“ za očuvanje eura. Tržište je odmah reagiralo na Draghijevu odlučnost, te je ECB tjedan dana nakon njegovog govora objavio program Izravnih novčanih transakcija (Outright Monetary Transactions), kojim je planirao otkup obveznica država u krizi. Iako ECB nikad nije zapravo iskoristio ovaj program, obećanje je bilo dovoljno da smiri strahove tržišta i normalizira prinos državnih obveznica diljem europodručja (Nelson, 2017). Ti opadajući prinosi prenijeli su se na stope zaduživanja privatnog sektora.

Kapital je pritjecao u države europodručja koje su prije imale dosta više kamatne stope što je potaknulo kućanstva i poduzeća da se više zadužuju.

U nekim slučajevima to je dovelo i do neodrživih cijena nekretnina i građevinskih balona. Slika 2. prikazuje stope dugoročnih državnih obveznica odabrane skupine država članica europodručja. Unatoč znatnim razlikama među državama članicama europodručja u njihovim temeljnim fiskalnim pozicijama, financijska tržišta jedva su procijenila rizik neplaćanja i prinose na državni dug prvih godina eura.

Fiskalni problemi Grčke i konačno bankrotiranje u 2012. doveli su do brze ponovne procjene državnog rizika, a na vrhuncu krize eura došlo je do velike disperzije u prinosisima potaknute očekivanjima potencijalnog bankrota.

Nakon osnivanja ESM-a – Europskoga stabilizacijskog mehanizma (2012) – i početka primjene nestandardnih mjera ECB-a (2014), europodručje je ušlo u relativno mirniju fazu sve do prve polovice 2022. od kada je jasno da je neispunjenje obveza države nešto što se eventualno može dogoditi i u europodručju. Snaga uspostavljenih amortizera za izbjegavanje kriza došla je u iskušenje 2022./2023. To se vidi na Slici 2. koja prikazuje prinose na dugoročne državne obveznice. Snažni skok prinosa na državne obveznice i do 5 % bio je vrlo prijeteći i uznemirujući za financijsko tržište.



Slika 2. Prinosi na dugoročne državne obveznice (deset godina) za odabrane zemlje europodručja, %

Izvor: Whelan, University College Dublin (2024): The euro at 25 and what's next for the ECB?, Monetary Dialogue Papers, February 2024, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE 755.717 – February 2024

3 Metodologija

Pregled dužničkih kriza zemalja europodručja s povezanim događajima i literaturom kao istraživačkom metodom ne samo da je poučan nego je i vrlo aktualan. Pregledi stvarnih događaja s *ad hoc* istraživačkom literaturom čine jedinstveni prikaz iskustva, poruka i pouka o tome što se dogodilo i što se može dogoditi kao samoispunjavajuće proročanstvo zbog visokih kamatnih stopa, inflacije i novih fiskalnih pravila EU-a. U radu se na sustavan način kao zasebna poglavlja prikazuju dužničke krize Grčke, Italije, Španjolske, Portugala i Irske te na kraju aktualizira otvoreni sukob rasta kamatnih stopa i stopa gospodarskog rasta, a sve u okviru novih fiskalnih pravila EU-a (European Fiscal Compact 2024). Metodama analize (deskripcije) i sinteze (kauzalna i funkcionalna) istraživanje povezuje specifične financijske rizike pojedinih zemalja s ukupnim tržišnim i financijskim rizicima europodručja koji se rješavaju institucionalnim intervencionizmom s ciljem izbjegavanja šokova i negativnog utjecaja na gospodarski rast. Znanstveni doprinos rada ogleda se u originalnim analizama kriza pojedinih zemalja europodručja kao i u zaključcima i prijedlozima za daljnja istraživanja povezana s aktualnim kretanjima u području monetarne politike ECB-a i specifične fiskalne politike EU-a kroz tzv. zajednička fiskalna pravila.

4 Dužnička kriza u Grčkoj

Kombinacija napuhanoga javnog sektora i tradicionalno niskih državnih primanja, uzrokovanih znatnom prisutnošću sive ekonomije, a time i običajem izbjegavanja plaćanja poreza, u Grčkoj je dovela do značajnih proračunskih deficita i rasta javnog duga. Bez obzira na sve višu razinu duga, grčka vlada nije smanjivala potrošnju. Dinamika odnosa dviju najpopularnijih političkih stranaka, socijaldemokratskog PASOK-a i srednje desne Nove demokracije, dovela je do neobuzdanoga klijentelizma u grčkom političkom sustavu. Svake bi se izborne godine većina biračkog tijela priklonila jednoj od dviju dominantnih stranaka bez obzira na njihovu politiku. U takvim okolnostima formiranje jednostranačke vlade uglavnom se oslanjalo na pridobivanje glasača između dviju stranaka. Bez obzira na brojčanu manjinu toga prevrtljivog segmenta biračkog tijela, on se pokazao kao kritični pokretač ishoda izbora, stoga su političke stranke tradicionalno nastojale steći kontrolu nad prevrtljivom manjinom stvaranjem i održavanjem preferencijalnih odnosa s potencijalnim biračima u zamjenu za njihov glas na izborima. Klijentelizam je postao temelj grčkoga stranačkog sustava, u obliku privilegija dodijeljenih određenim socijalnim stratama. Političke stranke koristile su se državnim blagajnom i autoritetom kao sredstvom za proširenje privilegija u zamjenu za izbornu potporu, što je uzrokovalo kaotičnu ekspanziju državnog aparata u svim područjima javnog života. To je uglavnom dolazilo u obliku traženja zaposlenja u javnom sektoru, iznimno popularnog cilja među građanima, jer je zaposlenje u javnom sektoru nudilo sigurno radno mjesto i relativno visoke plaće. Iako proporcionalno nije bio znatno veći po broju zaposlenih od drugih zemalja OECD-a, grčki javni sektor bio je znatno skuplji zbog viših primanja i troškova i neučinkovitosti (Katsikas, Bazoti, 2020). No ključan detalj je u činjenici da je Grčka svoju klijentelističku državu financirala posuđenim novcem. Tisuće Grka zaposleno je u javnim sektoru na pozicijama koje ne rade ništa. Vlade su uvelike ulagale u infrastrukturu, što je kulminiralo Olimpijskim igrama u Ateni 2004. godine, no istinska, zdrava, strukturna industrijska ulaganja su izostala. Grčko je gospodarstvo naizgled cvjetalo veći dio desetljeća. BDP se gotovo utrostručio između 2000. i 2008. godine. No bez napuhane javne potrošnje tuđeg novca, sve što je ostalo u gospodarstvu bio je turizam, zloglasno nestalna industrija, i mali izvozni sektor, specijaliziran uglavnom za poljoprivredu i niskotehnološku proizvodnju.

Kako bi zadovoljila Maastrichtske kriterije ulaska u europodručje, prema kojima nijedna država članica ne smije imati javni dug veći od 60 % BDP-a ni deficit državnog proračuna više od 3 % (Clowes Huneke,

2011). Grčka je upotrijebila razne računovodstvene trikove ranih 2000-ih. Iako je grčki dug iznosio oko 131 milijardu dolara, ili 103,7 % BDP-a u 2001. godini, daleko iznad potrebnih 60 %, važniji omjer deficita držan je ispod 3 %. Grčka je sklopila niz *swap* sporazuma s Goldman Sachsom, koji su službeno bili valutni *swapovi*, ali su uključivali i zajam te su praktično bili ništa više nego način da se dio grčkog duga i deficita ukloni s bilance zato što *swap* ugovori spadaju pod izvanbilančne stavke. Slične *swap* ugovore sklopila je i Italija s bankom J.P. Morgan, također kako bi zadovoljila kriterije javnog duga potrebne za ulazak u europodručje, iako talijanski *swapovi* nisu uključivali zajam. Kamatne stope zajmova koji su dani Grčkoj po ovim *swapovima* bile su apsurdne, čak i do 24 %. Nekoliko su se godina grčke vlade pretvarale da održavaju svoje javne financije u redu, a njihovi europski partneri pretvarali su se da im vjeruju. Grčka je uživala visoki kreditni rejting uz niske kamatne stope. Zataškavalo se stvarno financijsko stanje i razinu državne zaduženosti te je obznanjeno tek 20. listopada 2009. kada je ministar financija Giorgos Papakonstantinou objavio da je očekivani deficit za tekuću godinu 12,5 % BDP-a (Financial Times, listopad 2009) znatno iznad granice od 3 % propisane Paktom o stabilnosti i rastu (Stability and Growth Pact) između zemalja europodručja. Dva dana kasnije agencija za kreditni rejting Fitch Group smanjila je rejting Grčke s A na A-. Sve tri velike agencije za kreditni rejting idućih šest mjeseci kontinuirano su smanjivale grčki kreditni rejting, koji je dosegno status tzv. *junk* obveznice kod agencije Standard & Poor's u travnju 2010. godine, a nedugo zatim i kod drugih dviju pripadnica „velike trojke“. Smanjenje kreditnog rejtinga odražavalo je smanjeno povjerenje tržišta u Grčku i njezinu mogućnost otplate dugova. Kamatne stope na grčke državne obveznice nezaustavljivo su rasle, dosegnuvši vrhunac od 41,77 % na desetogodišnje obveznice u ožujku 2012. godine.

Pristup kapitalu za Grčku znatno je otežan ili čak nemoguć, kao i znatno skuplji te je realnost nemogućnosti otplate dugova i bankrota države koji bi ugrozio cijelu Europsku uniju postajala sve jasnija. Premijer Giorgos Papandreou službeno je zatražio međunarodnu pomoć 24. travnja 2010. te su Europska unija, ECB i MMF, kolokvijalno prozvani EU trojka, pristali na sudjelovanje u pomoći. Da bi servisirala sljedeću rundu otplate, Grčka je trebala 11,3 milijardi USD do 19. svibnja ili bi se aktivirao postupak prisilne naplate, koji je otvarao mogućnost bankrota države i gubitka suvereniteta s nesagledivim političkim i ekonomskim posljedicama.

Prvi paket pomoći, pod imenom Program ekonomske prilagodbe za Grčku (Economic Adjustment Programme for Greece), 3. svibnja 2010. potpisali su premijer Papandreou i Europska komisija, ECB i MMF-a. Odobreno je 110 milijardi eura financijske pomoći, od kojih bi 80 osigurala države članice europodručja putem Ugovora o grčkom zajmu (Greek Loan Facility Agreement), a preostalih 30 milijardi MMF. Financijska pomoć bila je uvjetovana provedbom mjera štednje (engl. *austerity*). U idućim godinama EU trojka odobrila je dva dodatna paketa pomoći, kojima je Grčkoj 21. srpnja 2011. odobreno dodatnih 109 milijardi eura financijske pomoći te dodatnih 86 milijardi eura 12. srpnja 2015. Svaki paket uvjetovan je dodatnim mjerama štednje i mandatima smanjenja proračunskog deficita, koji bi kasnije vršili daljnji negativni utjecaj na već posrnulo grčko gospodarstvo. Nadalje, EU trojka je 2011. kao dio drugoga paketa pomoći Grčkoj dogovorila 50 % otpisa nominalnog iznosa grčkog duga privatnim bankama, ukupne vrijednosti 100 milijardi eura. Taj je otpis prouzročio veliku financijsku krizu na Cipru, čije su banke bile visoko izložene grčkom dugu i prisiljene snositi gubitke na grčkim državnim obveznicama.

Kako su ciparske banke i kućanstva bili visoko zaduženi, gubici pretrpljeni na grčkim obveznicama snažno su odjeknuli u gospodarstvu, te je i Cipru na kraju bila potrebna europska pomoć. Intervencijama EU trojke grčki dug je restrukturiran tako da Grčka više nije bila dužna privatnim bankama, već središnjim bankama svojih europskih partnera. Privatne banke uglavnom su se izvukle relativno neoštećene, barem u usporedbi s potencijalnim gubicima u slučaju grčkog bankrota, dok je Grčka ostala opterećena dugom, a njezini novi vjerovnici, države europodručja, opterećeni rizikom grčkog bankrota umjesto privatnih banaka. Rješenje nije bilo ništa drugo nego prebacivanje odgovornosti s privatnih ulagača na javne i odgodu problema do roka sljedeće grčke otplate. Grčka vlada, pod mandatom EU

trojke, pokušala je sanirati problem deficita drastičnim mjerama štednje, manifestiranih putem četrnaest paketa štednih mjera kojima su smanjene ili zamrznute plaće državnih službenika i mirovine, i općenito povećani porezi i smanjena državna potrošnja. Paketi štednje aktivirani između 2010. i 2017. godine izazvali su gotovo univerzalno javno nezadovoljstvo.

Prosvjedi su postali dnevna pojava u Grčkoj i često bi prešli u nasilje. Prosvjedi i neredi započeli su 5. svibnja 2010. kada je proglašen 48-satni generalni štrajk na nacionalnoj razini. Troje ljudi je ubijeno kada je molotovljev koktel bačen u poslovnicu jedne atenske banke (BBC, svibanj 2010). Prosvjedi, neredi i štrajkovi nastavili su se i idućih godina.

Mjere štednje zajedno s negativnim ekonomskim efektima tekuće financijske krize imale su katastrofalne učinke na grčko gospodarstvo. Nominalni BDP pao je s 355,91 milijarde USD 2008. godine na 195,68 u 2015. godini, što je pad 45 %, dok se nezaposlenost između 2008. i 2013. godine gotovo utrostručila (Državni zavod za statistiku Grčke, 2023).

Grčka dužnička kriza poprimila je najdrastičnije razmjere ranih 2010-ih kada je Vlada prisiljena na mjere štednje, no ona nikad nije riješena i nastavlja se do danas. Grčka je uspjela smanjiti svoj javni dug sa 143,98 % BDP-a u 2009. godini na 116,21 % 2011. godine, ponajviše zbog otpisa dijelova obveze, no već sljedeće godine dug je porastao na 168,03 % BDP-a, a do 2020. godine na 252,52 %.

Povećanja javnog duga kao postotka BDP-a uvelike su uzrokovana drastičnim padom BDP-a kao posljedicom globalne recesije u kombinaciji s mjerama štednje i drugim ekonomskim učincima dužničke krize, tako da je situacija s grčkim dugom stvorila negativnu povratnu spregu. Dugovi bi negativno utjecali na gospodarstvo, što bi negativno utjecalo na sposobnost nacije da plati svoje dugove. Grčka je postala trajno nesposobna servisirati svoje dugove te su se nove runde otplate morale servisirati reprogramom i daljnjim zaduživanjem.

Situacija vezana uz reprogram i otpise grčkih dugova koja je bila aktualna 2010. godine ponovila se već 2020. godine, i opet će se ponoviti u dogledno vrijeme.

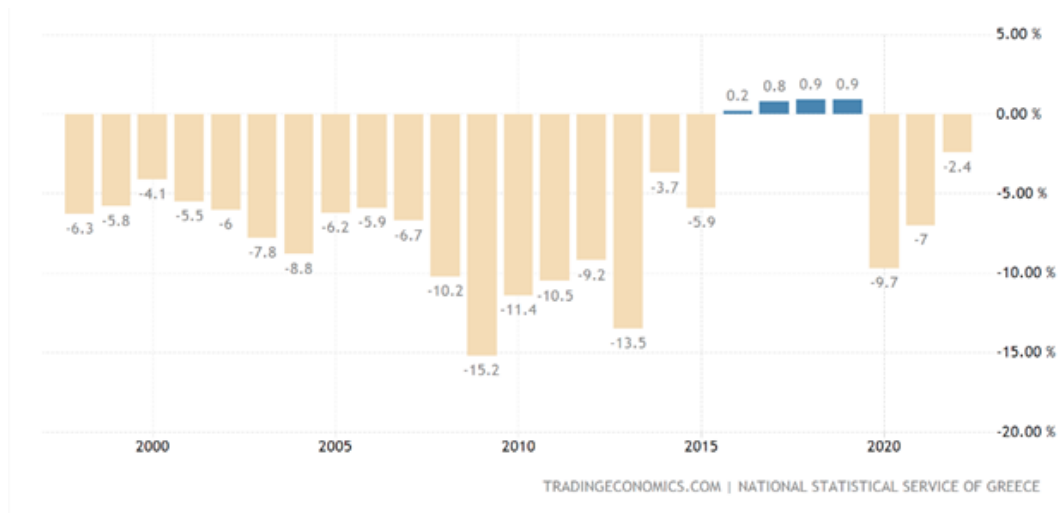
Do onoga trenutka dok Grčka neće pokrenuti investicijska ulaganja, a time i novostvorenu vrijednost, takve situacije će se ciklički ponavljati u kraćim ili duljim intervalima. Prema trenutačnom stanju u Grčkoj, nije izvjesno da će se u Grčkoj pokrenuti investicijski ciklus ni da Grčka uopće ima dovoljni gospodarski potencijal da ikad može servisirati svoje dugove, tako da će sve mjere vezane uz Grčku koje su do sada poduzimane u dijelu monetarne politike ostati.

Grčka je nepromišljenom fiskalnom politikom stvorila enormne deficite, te ostvarenim neproduktivnim zaduživanjem upala u neizbježnu i bezizlaznu dužničku spiralu koja dovodi cijelu Europsku uniju, a time i značajni dio globalnoga financijskog sustava, u opasnost.

Ostatak Europske unije opterećen je zadatkom financiranja grčkog duga u doglednoj budućnosti. Kako su uvjeti za gospodarski procvat u Grčkoj izgledno vrlo slabi, čini se neizbježnim da će Grčka još dugi niz godina ostati trn u oku europskom gospodarstvu.

Vidljivo je kako je grčki državni proračun tijekom promatranog razdoblja gotovo uvijek bio u deficitu, te između 2008. i 2013. godine bio u iznimno visokom deficitu preko 10 %, s iznimkom 2012. godine kada je iznosio 9,2 % BDP-a. Grčka je proračunski suficit uspjela ostvariti samo četiri godine, između 2016. i 2019. godine, kada je ostvaren relativno mali suficit od niti 1 %.

Bilo kakvu nadu za rješanjem grčke dužničke krize koja se mogla pojaviti tih godina odmah je izbrisala COVID kriza, koja je prouzročila neusporedivu ekonomsku štetu diljem svijeta, uključujući i Grčku, tako da je proračunski deficit 2020. godine opet iznosio vrlo visokih 9,7 % BDP-a, te se trend deficita nastavio i sljedeće dvije godine smanjenim intenzitetom.



Slika 3. Proračunski deficit i suficit državnog proračuna Grčke kao postotak BDP-a, 1998. –2022.

Izvor: Državni zavod za statistiku Grčke putem [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com/greece/government-budget),
<https://tradingeconomics.com/greece/government-budget>, pristupano 19.11.2023.

Na Slici 3. prikazani su proračunski deficiti i suficiti državnog proračuna Grčke između 1998. i 2022. godine.

5 Dužnička kriza u Italiji

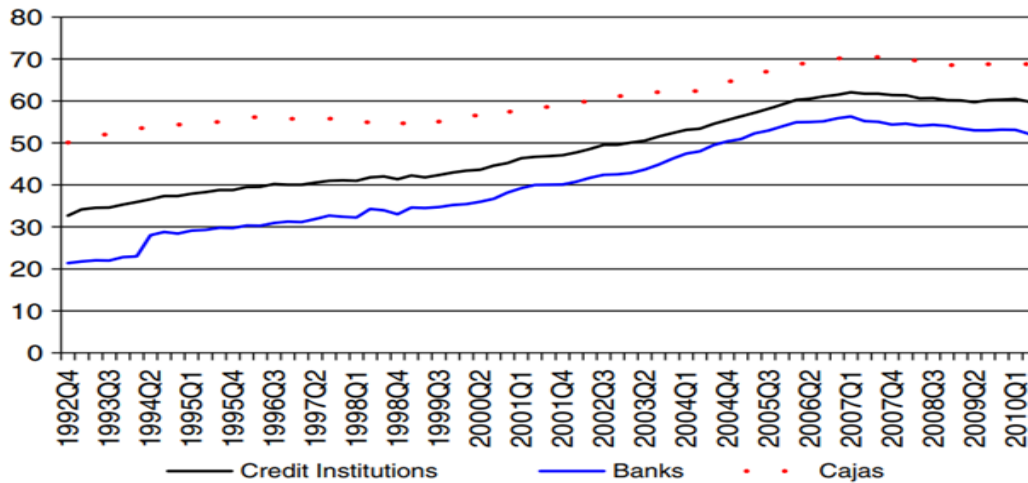
Dužnička kriza najozbiljnije je razmjere poprimila u Grčkoj, no bila je itekako prisutna i u drugim zemljama europodručja. Italija, Španjolska, Portugal, Irska i Cipar također su doživjele ozbiljne financijske krize tijekom Velike recesije. Ozbiljne negativne ekonomske posljedice manifestirale su se u svim tim zemljama, dok je Italija jedina od navedenih zemalja koja nije primila paket financijske pomoći od ECB, i čije banke su prebrodile financijsku krizu bez pomoći javnog sektora. Italija je dugi niz godina bila visoko zadužena, probila je prag od 100 % omjera duga prema BDP-u 1992. godine, a i prethodnih se godina taj omjer kretao oko 90 %. Nikada u svojoj modernoj povijesti nije ostvarila suficit državnog proračuna. Godinama se to nije smatralo problemom, jer je Italija dosljedno mogla refinancirati svoj dug, a njezin omjer duga i BDP-a ostajao je relativno stabilan. BDP je postojano rastao pedeset godina, doživio dinamičan procvat između 2001. i 2008., kada se više nego udvostručio, te je povjerenje tržišta u talijansku sposobnost otplate dugova bilo visoko. Tržišno povjerenje u talijanski dug poljuljano je tek nakon pojave globalne financijske krize i posljedično nedostatka likvidnosti na tržištima kapitala. Budući da je Italija uvelike ovisila o refinanciranju kako bi upravljala svojim javnim dugom, otežan pristup kapitalu iznjedrio je ozbiljnu tržišnu paniku. Tržišna panika najevidentnije se manifestirala prinosom talijanskih desetogodišnjih državnih obveznica, koji je u studenom 2011. premašio cifru od 7 %. Nedostatak povjerenja u otpornost talijanskih javnih financija potaknut je visokim razinama javnog duga, raširenim nepovjerenjem prema Vladi i strukturalnim manama talijanskoga gospodarstva, poput niskog rasta produktivnosti i visoke razine nezaposlenosti, visoke razine izbjegavanja poreza i udjela sive ekonomije, i visoke razine korupcije (Romano, 2020). Prekretnica talijanske krize dogodila se 10. listopada 2011. kada je dugogodišnji premijer i ikona talijanske politike Silvio Berlusconi podnio ostavku. Javnost je Berlusconija smatrala jednim od glavnih arhitekata talijanskoga prekomjernog javnog duga, te je njegova ostavka dočekana sa širokim odobravanjem. Zamijenio ga je Mario Monti 12. studenog 2011. čija je Vlada potom donijela hitne mjere štednje namijenjene rješavanju rastućeg problema talijanskog duga i deficita. Paket mjera štednje zahtijevao je povećanje poreza, mirovinsku reformu i mjere za borbu protiv utaje poreza. Monti je

najavio i da će se u sklopu reformi odreći vlastite plaće (BBC, prosinac 2011). Iako je talijanski javni dug početkom krize, 2011. godine, bio na relativno visokoj razini od 119,7 % BDP-a, niži deficit od ostatka zemalja u krizi, dugi rokovi dospijeca talijanskog duga i visoko domaće vlasništvo nad državnim obveznicama Italije bili su najveća razlika koja je Italiji omogućila da bez vanjske pomoći prebrodi krizu. Vladini naponi da stabilizira dužničku krizu, ponajviše mjerama štednje, bili su relativno uspješni u vraćanju povjerenja tržišta u talijanski dug. Prinosi na desetogodišnje obveznice pali su ispod 4 % do travnja 2013., a ispod 2 % do veljače 2015. Italija je uspjela refinancirati svoje kratkoročne obveze i njezin je financijski sektor prebrodio krizu bez većeg propadanja banke, čak i bez potrebe za intervencijom države u financijski sektor. Međutim, kombinacija negativnih ekonomskih učinaka recesije s mjerama štednje koje je poduzela talijanska vlada prouzročila je značajnu štetu gospodarstvu. Realni BDP pao je 23,75 % između 2008. i 2015. godine, te do 2023. godine još uvijek nije dostigao razinu prije krize. Stopa nezaposlenosti udvostručila se s približno 6 % u 2007. godini na preko 12 % u 2015. godini. Osim toga, dok je deficit uspješno smanjen na ispod 3 % između 2012. i 2019., sasvim unutar kriterija iz Maastrichta, COVID kriza ponovno je izazvala eksploziju talijanskoga proračunskog deficita. Između 2020. i 2022. godine talijanski deficit kretao se između 8 i 9,8 %, prinosi na desetogodišnje obveznice ponovno su prešli prag od 4 % tijekom ljeta 2022. godine, nominalni dug nastavio je rasti, a gubitak BDP-a pretrpljen zbog COVID krize uzrokovao je da omjer duga i BDP-a skoči na alarmantnih 155 % u 2020. Uz tako visoku razinu duga i pretežno stagnirajuće gospodarstvo u posljednjih petnaest godina, izgledi Italije da smanji svoj dug u bliskoj budućnosti čine se malo vjerojatnim, pogotovo kada se uzme u obzir da u cijeloj svojoj modernoj povijesti Italija nikada nije ostvarila proračunski suficit. Ako bi se troškovi refinanciranja znatno povećali, zbog nove krize likvidnosti ili gubitka povjerenja u talijanski državni dug, situacija bi se mogla znatno pogoršati. Italija je dugogodišnji kronični dužnik, a u posljednjih petnaest godina njezino je gospodarstvo preslabo da bi poboljšalo izgleda za smanjenje duga. Kronični strukturni problemi kao što su korupcija, neučinkovitost i nedostatak međunarodne konkurentnosti opstaju, pogoršavaju njezine gospodarske probleme i čine teret duga još težim. U prošlim godinama Italija je često pribjegavala devalvaciji lire kako bi svoj relativno jaki izvozni sektor učinila konkurentnijim. Od ulaska u europodručje, ta je opcija isključena. Italija je prepuštena na milost i nemilost jakom euru i ne može monetarnom politikom utjecati na svoj izvoz, ni poticati inflaciju kako bi lakše upravljala svojim dugom. Talijanski dug se ne smanjuje, ostavljajući Italiju da se nada povoljnim uvjetima na tržištima kapitala koji joj omogućuju kontinuirano refinanciranje. Svaki put kada su tržišta kapitala u problemima, pojavit će se panika oko neispunjavanja obveza države, što će dovesti do viših troškova posuđivanja, što može dovesti do stvarne mogućnosti neispunjenja obveza države i potrebe za europskom pomoći.

6 Dužnička kriza u Španjolskoj

U godinama prije globalne financijske krize, Španjolska se nalazila u relativno povoljnom ekonomskom položaju. BDP je rastao četrnaest godina zaredom, prosječnom stopom od 3,8 % godišnje između 2000. i 2007. godine. Stanje državnog proračuna također je bilo pozitivno, između 2004. i 2007. godine ostvaren je proračunski suficit, te je javni dug bio u silaznoj putanji, smanjivši se s 58 % BDP-a 2000. godina na 35,6 % 2007. godine. Međutim, iako je javni dug bio uredan, privatni dug je postojano rastao. Zaduženost privatnih osoba i nefinancijskih korporacija porasla je s 94 % BDP-a na 191 % BDP-a između 2000. i 2007. godine (Afonso, Verdial, 2020). Nadalje, sredinom 2000-ih stvoren je značajan balon na španjolskom tržištu nekretnina. Ti su čimbenici postali glavni transmisivni mehanizmi financijske krize u Španjolskoj. Španjolska je službeno ušla u recesiju u trećem kvartalu 2008. godine zbog smanjenja likvidnosti u globalnom financijskom sustavu, pada cijena nekretnina, povećane ekonomske nesigurnosti i pada izvoza zbog općeg smanjenja međunarodne trgovine (Banco de Espana, 2017). Španjolsko gospodarstvo u godinama prije financijske krize sve je više usmjereno građevini i

nekretninama. Takav razvoj događaja potaknut je regulativom tržišta rada koja je pogodovala stvaranju privremenih i sezonskih poslova, tržištem nekretnina koje je pružalo širok prostor za značajno širenje potražnje i ponude, i tržištima proizvoda i rada koja zbog loše regulacije nisu promicala stvaranje i rast novih poduzeća u trgovinskim sektorima. Ti su čimbenici stvorili tzv. „dvojni ekonomiju“, u kojoj su neke velike tvrtke bile visoko produktivne i konkurentne na međunarodnom tržištu, dok je velik broj malih i srednjih poduzeća ostvarivao nisku produktivnost i nizak potencijal rasta (Jimeno, Santos, 2014). Španjolski bankovni sustav doživio je značajnu transformaciju u godinama prije uvođenja eura. Konsolidacijom i agresivnim akvizicijama neke od španjolskih banaka postale su globalne banke, tako da su španjolske financijske institucije imale izrazito velike bilance u usporedbi s ukupnim gospodarstvom. Zakonske promjene kasnih 1980-ih stvorile su *caje*, novu vrstu institucija za štednju i zajmove, banke u svim aspektima osim imena i vlasničke strukture. *Caje* su bile privatni entiteti u javnom vlasništvu, naročito u vlasništvu općinskih i regionalnih vlasti. Nadalje, regionalne vlasti imale su široke ovlasti mijenjati zakonske uvjete pod kojima su *caje* djelovale. Rezultat je bio preuzimanje kontrole *caja* od lokalnih političkih elita (Santos, 2014). Tako je stvoren klijentelistički sustav beskrupuloznog financiranja za regionalne vlade, koji su osiguravali politički namješteni upravni odbori *caja*, koje su zauzvrat cvjetale u kulturi pohlepe, klijentelizma i političkog uplitanja. Akademska istraživanja nakon financijske krize otkrila su blisku vezu između veličine iznosa loših kredita *caja* i neiskustva, nekvalificiranosti i politiziranosti njihovih predsjednika uprave (Tremlett, 2012). Međutim, ovi ozbiljni strukturni problemi kod *caja* izneseni su na vidjelo tek nakon što se najgori dio krize već dogodio. Dapače, u godinama neposredno prije globalne financijske krize španjolski bankovni sustav smatran je visoko kapitaliziranim za nošenje s ozbiljnom financijskom krizom, uvelike zbog svojih konzervativnih i prudencijalnih bankovnih regulacija, pogotovo dinamičkog rezerviranja (Mahapatra, 2012). Rezerviranje je računovodstvena metoda kojom se procjenjuju očekivani gubici i vrši rezervacija troškova, odnosno vrijednosno usklađenje. U standardnim sustavima rezerviranja, kakvi su bili na snazi i u Španjolskoj do 2000. godine, kada je uveden sustav dinamičkog rezerviranja, dopuštene su samo specifične i opće rezervacije. Specifične rezervacije odnose se na konkretne slučajeve gubitaka u momentu njihova nastajanja, na primjer kod neispunjavanja kreditne obveze provodi se specifično rezerviranje u iznosu preostale glavnice i kamata. Opće rezerviranje provodi se po unaprijed propisanoj stopi koju određuje regulatorno tijelo. Prema španjolskom sustavu dinamičkog rezerviranja, specifičnim i općim rezervacijama dodana je statistička rezervacija, koja je bila razlika između latentnog rizika, parametra rizika ovisnog o kreditnom rastu, i specifične rezervacije, te se računala kvartalno. Dinamičko rezerviranje ravnomjerno raspoređuje potencijalne gubitke po kreditu tijekom kreditnog ciklusa i tako primjenjuje amortizere na važan izvor procikličnosti u bankarstvu. Može pridonijeti financijskoj stabilnosti prepoznavanjem gubitaka rano u ciklusu i izgradnjom zaštitnih slojeva u dobrim vremenima koji se mogu koristiti u lošim vremenima, čime se ograničavaju posljedice tijekom pada. Dinamičko rezerviranje tehnički je bilo protivno Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (International Financial Reporting Standards – IFRS), no to nije imalo značajan učinak na realno stanje španjolskoga bankovnog sektora. Španjolske banke također su bile obvezne držati visoke kapitalne rezerve i tražiti značajne garancije i kolaterale od potencijalnih zajmoprimaca, što je nadalje pridonosilo prividnoj sigurnosti španjolskoga bankovnog sustava. Bankovni je sustav bio spreman zadovoljiti golem porast potražnje za kreditima na domaćem tržištu, s vrlo niskim realnim kamatnim stopama. Međutim, zbog pretjeranog optimizma u pogledu rasta i slabih mogućnosti korištenja stvarne imovine kao kolaterala za kredit, to je stvorilo preduvjete za financijsku nestabilnost kada je imovina korištena kao kolateral izgubila vrijednost. Velik dio novih kredita usmjeren je tržištu nekretnina, putem hipotekarnih kredita ili kredita građevinskim poduzećima, tako da su španjolske banke, posebice *caje*, bile vrlo izložene riziku na tržištu nekretnina. Na Slici 4. prikazan je udio rizika nekretnina u portfeljima kreditnih institucija, banaka i *caja* u Španjolskoj od 1992. do 2011. godine.



Slika 4. Udio rizika nekretnina u portfeljima kreditnih institucija, banaka i *caja* u Španjolskoj, 1992. – 2010.

Izvor: Jimeno, Santos „The crisis of the Spanish Economy“, <https://link.springer.com/article/10.1007/s13209-014-0116-8>, pristupano 25.11.2023.

Vidljivo je da sve tri vrste financijskih institucija u godinama prije globalne financijske krize postupno preuzimaju sve više rizika nekretnina. Do 2006. godine sve tri vrste financijskih institucija više od 50 % rizika u svojim portfeljima preuzimaju od nekretnina. Kod *caja* je rizik nekretnina najznačajniji, čak 70 % portfelja 2007. godine. Takvo stanje kreditnih portfelja španjolskih financijskih institucija, u kombinaciji s nedostatkom likvidnosti na međunarodnim tržištima kapitala zbog globalne financijske krize, dovelo je do katastrofalnih posljedica nakon pucanja španjolskog balona nekretnina. Španjolske banke, izrazito izložene riziku na tržištu nekretnina, suočile su se s velikim gubicima. Banke su trebale likvidirati oko 200 000 oduzetih nekretnina u vrijeme kada su tržišne cijene nekretnina u prosjeku pale 25 %. Nisu mogle osigurati financiranje ni u zemlji ni u inozemstvu te se velik dio financijskog sektora našao pred bankrotom. Postalo je očito da banke nisu dosljedno objavljivale svoje gubitke, pogotovo u lipnju 2012. godine kada je Bankia grupa, treći najveći hipotekarni kreditor u Španjolskoj, objavila da je 2011. godine ostvarila gubitak od 3,3 milijarde eura, umjesto dobit od 40,9 milijuna eura kako je prvotno objavljeno (Weil, 2012). U isto vrijeme zatražila je 19 milijardi eura financijske pomoći od Središnje banke kako bi osigurala likvidnost i pokrila tekuće obveze. Vlada je bila prisiljena intervenirati kako bi spasila bankovni sektor od potpunoga kolapsa. Prema sporazumu s EU trojkom, koji je sklopljen 9. lipnja 2012., putem Fonda za uredno restrukturiranje banaka (Fund for Orderly Bank Restructuring, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria – FOBR), distribuirana je kreditna linija u vrijednosti 100 milijardi eura kako bi se dokapitalizirale španjolske banke (BBC News, lipanj 2012). Prema sklopljenom sporazumu, Španjolska se obvezala provesti stres test i pregled kvalitete imovine banaka, dokapitalizirati, restrukturirati ili sanirati slabe banke te prenijeti problematičnu imovinu na društvo za upravljanje imovine (Asset Management Company – AMC), (Baudino, Herrera, Restoy, 2023). Sredstva su pozajmljena FOBR-u, kao predstavniku španjolske Vlade, putem dva nova krizna fonda Europske unije, Europskog fonda za financijsku stabilnost (European Financial Stability Facility – EFSF) i Europskoga stabilizacijskog mehanizma (European Stability Mechanism – ESM). Efektivno, Španjolska je zaobilaznim načinom posudila sredstva od ECB-a kako bi ga potom posuđivala svojim bankama. Dokapitalizacija banaka događala se simultano s teškom krizom državnog proračuna. Španjolska je između 2009. i 2012. godine ostvarivala proračunske deficite između 9,5 i 11,3 % BDP-a. Rezultat je bilo enormno povećanje španjolskoga javnog duga. Javni dug se gotovo utrostručio između 2008. godine, kada je iznosio 39,7 % BDP-a, i 2013. godine, kada je iznosio 100,5 % BDP-a. Dužničku

krizu popratila je i kriza zaposlenosti. Stopa nezaposlenosti porasla je s 9,60 % 2008. godine na 26,94 % 2013. godine, najveću razinu zabilježenu u Španjolskoj. Pet uzastopnih godina, između 2011. i 2015. godine, španjolska stopa nezaposlenosti bila je viša od 20 %, dok je 2010. iznosila 19,975 % i 2016. godine 19,725 %. Godine 2022. obilježeno je petnaest uzastopnih godina u kojima je španjolska stopa nezaposlenosti neprekidno iznosila više od 10 %. Španjolski javni dug također je ostao na visokoj razini, nakon šest godina iznad 100 % BDP-a, 2019. godine je napokon snižen ispod te cifre, no već sljedeće godine nastupila je COVID kriza i novo veliko povećanje javnog duga. Španjolski javni dug 2022. godine iznosio je 111,6 % BDP-a. Španjolska bankovna kriza pokazala je kako je odlučno regulatorno djelovanje ključno za pravovremeno prepoznavanje i korekciju neodrživih poslovnih strategija i lošeg upravljanja u bankovnom sektoru. Španjolska narodna banka (Banco de España) nije uspjela na vrijeme otkriti značajne rizike u svojem bankovnom sustavu, što je omogućilo bankama da predugo primjenjuju neodržive i pretjerano rizične poslovne prakse. Također je ignorirala dugogodišnje zloupotrebe *caja*, koje su se tijekom godina transformirale u kljentelističke političke institucije čija je korupcija i loše upravljanje na kraju koštala španjolske porezne obveznike stotine milijardi eura. Španjolska bankovna kriza tako pokazuje da se pravovremeno rješavanje strukturalnih slabosti u bankovnom sektoru ne može oslanjati isključivo na standardne regulatorne instrumente, poput minimalnih kapitalnih zahtjeva ili odredbi za rezervacije po kreditnim gubicima, već je potrebno regulatorno tijelo s ovlastima i voljom za izravno poticanje prilagodbi poslovnih modela. Makroprudencijalni instrumenti, kakve je Španjolska usvojila sa strogim kapitalnim zahtjevima ili dinamičkim rezerviranjem, mogu povećati otpornost banaka, ali kao protuciklički amortizeri imaju ograničenu sposobnost riješiti makrofinancijske neravnoteže (Baudino et al., 2023).

Globalna financijska kriza svoju najveću štetu možda je učinila upravo u Španjolskoj. Gurnula je naizgled zdravo i snažno gospodarstvo u vrlo duboku recesiju, a fiskalno odgovornu naciju s niskim razinama duga pretvorila u kroničnog dužnika. Neporecivo je da bi ozbiljni strukturalni nedostaci u španjolskom gospodarstvu, poput pretjeranog oslanjanja na sektore nekretnina i građevinarstva koji su bili pod balonom, ili loši dugovi koji su se nakupljali u financijskom sustavu, na kraju doveli do financijske krize bez obzira na vanjske utjecaje. Međutim, činjenica da se španjolska unutarnja kriza očitovala kao dio veće, globalne, krize dodatno je pogoršala njezin učinak.

Manifestacija gubitaka banaka usred ozbiljne globalne krize likvidnosti uzrokovala je da čak i relativno umjereni gubici budu smrtonosni. Budući da je španjolska Vlada bila prisiljena dokapitalizirati banke zaduživanjem na vrlo nesigurnom i skupom tržištu kapitala, troškovi spašavanja banaka bili su daleko viši nego što bi bili na stabilnijem globalnom financijskom tržištu, čak i uz značajnu europsku pomoć, a usvajanje eura značilo je da je Španjolska imala malo ili nimalo mogućnosti za kontrolu štete s monetarnom politikom. Učinci se i danas snažno osjećaju u španjolskom gospodarstvu, koje je još uvijek daleko od potpunog oporavka.

7 Dužnička kriza u Portugalu

Portugal je imao gospodarske poteškoće barem od 2000. godine (Reis, 2013), kada je pretrpio ozbiljnu gospodarsku kontrakciju. Portugalsko gospodarstvo stagniralo je ranih 2000-ih, BDP per capita između 2001. i 2008. godine porastao je za samo 4,8 %, dok je istovremeno zemlja održavala konstantan proračunski i trgovinski deficit. To je bilo u oštroj suprotnosti s većinom ostalih zemalja EU-a, koje su u tom razdoblju doživjele razdoblje snažnoga gospodarskog rasta. Portugalsko gospodarstvo ranih 2000-ih imalo je niz strukturalnih problema. Jedan od njih bila je veličina neformalne ekonomije. Prema nekim procjenama, neformalni sektor u Portugalu iznosio je oko 23 % BDP-a, značajno iznad udjela većine članica EU-a. Još jedan ozbiljan strukturalni problem predstavljala je kvaliteta stvorenih radnih mjesta (Lehmann, 2020). Osim krize rasta, Portugal se suočavao i s kroničnim proračunskim deficitom. Prema Pereiri i Wemansu (2012), od godine svoje ponovne demokratizacije do izbijanja gospodarske krize

nikad nije ostvaren suficit portugalskoga državnog proračuna. Portugalski javni dug je 2010. godine iznosio 100,2 % BDP-a. Portugalska financijska kriza počela se primjećivati u prvim tjednima 2010. godine, počela je nestajati tek s početkom portugalskoga gospodarskog oporavka krajem 2013. godine. U sklopu krize nastala je i najteža recesija portugalskoga gospodarstva od 1970-ih. Krizu je katalizirala propast dviju portugalskih banaka, Banco Português de Negócios (BPN) i Banco Privado Português (BPP). Propasti obje banke bile su uvelike potaknute nezakonitim i koruptivnim djelovanjem. BPN je odobrio velike količine toksičnih kredita u zamjenu za obećanja nezakonitih beneficija, poput korporativnih pozicija ili stjecanja imovine. José Oliveira e Costa, izvršni direktor BPN-a između 1997. i 2008., uhićen je pod optužbom za poreznu prijevaru, pranje novca, krivotvorenje, zlouporabu kredita i nezakonitu dobit. U svibnju 2017. godine osuđen je na četrnaest godina zatvora (Vicente, 2020). Paulo Guichard i Salvador Fezas Vital, dvojica bivših upravitelja BPP-a, te osnivač banke João Rendeiro optuženi su za krivotvorenje dokumenata, porezne zločine i pranje novca 24. srpnja 2009. João Rendeiro je 15. listopada 2018. osuđen na Lisabonskom sudu na pet godina zatvora uz uvjetnu kaznu (Diario de Noticias, 2009). Vlada je nacionalizirala BPN u studenom 2008. godine. Nacionalizacija banke koštala je državu 3,4 milijarde eura, od čega 1,8 milijardi samo u 2010. godini, ekvivalentno 1,2 % BDP-a. BPP je likvidirala portugalska nacionalna banka Banco de Portugal u travnju 2010. godine. Samo u 2010. godini BPP je porezne obveznike koštao 450 milijuna eura u jamstvima depozita koje je iste godine pokrenula država. U travnju 2011. Portugal je potvrdio primitak financijske pomoći od EU trojke u vrijednosti od 78 milijardi eura. Zauzvrat, portugalska Vlada obećala je provesti mjere štednje, koje su uključivale zamrzavanje plaća u javnom sektoru, povećanje PDV-a na određene artikle, primjerice na automobile, djelomičnu ili potpunu privatizaciju nekih javnih poduzeća, poput nacionalne energetske kompanije i nacionalne aviokompanije, smanjenje ili zamrzavanje mirovina te smanjenje naknada za nezaposlene (Lehmann, 2015).

U idućim godinama Portugal se relativno uspješno oporavio od financijske krize. BDP je premašio cifru ostvarenu 2008. godine, prije početka krize, 2017. godine, te je nakon znatnog pada 2020. godine u jeku COVID krize nastavio rasti. BDP ostvaren 2022. godine bio je 7,86 % viši od BDP-a ostvarenog 2008. godine. Portugalski javni dug 2022. godine iznosio je 112,4 % BDP-a te je proračunski suficit prvi put u modernoj povijesti Portugala ostvaren 2019. godine, kada je iznosio tek 0,1 % BDP-a. Portugalski deficit donekle je stabiliziran nakon 2016. godine, od kada je premašio cifru od 3 % BDP-a jedino 2020. godine u jeku COVID krize. Međutim, razina portugalskoga javnog duga još je uvijek visoka te se Portugal suočava sa sličnim problemima kao Italija. Portugal je još jedna kronična dužnička nacija i bilo kakvi budući šokovi u financijskom sustavu mogu dovesti do ozbiljnih problema i troškova u daljnjem refinanciranju portugalskoga javnog duga.

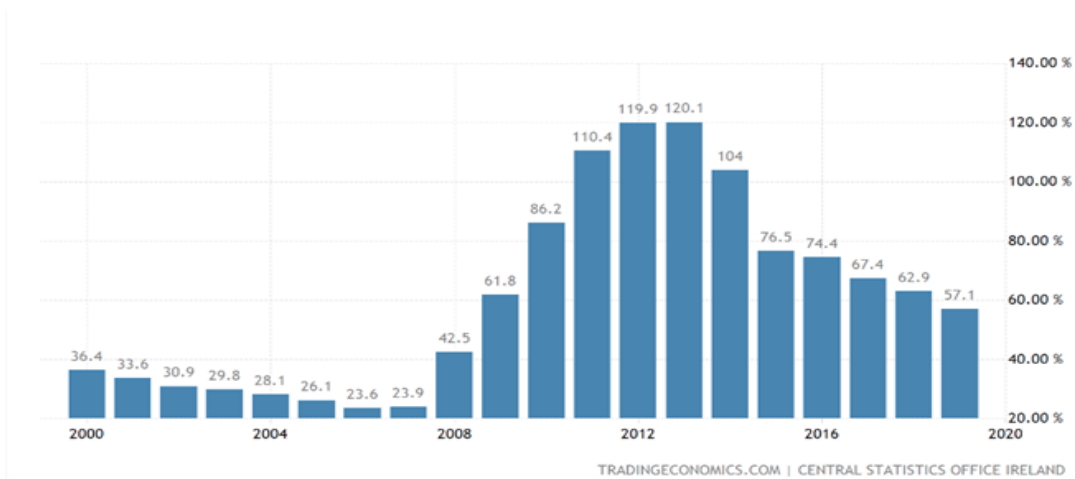
8 Dužnička kriza u Irskoj

Ekonomska kriza koja je pogodila Irsku 2008. godine proizašla je iz nekontroliranog balona na tržištu nekretnina koji se razvio prethodnih pet godina i ostvarenoga kolapsa domaćeg financijskog sustava, koji je bio izrazito izložen tržištu nekretnina. Irska je vlada nakon toga bila prisiljena spašavati domaće banke i drastično povećati iznos javnog duga kako bi to postigla. U suštini, irska bankovna kriza bila je klasičan primjer kombinacije neodrživog financiranja, prekomjernog rasta kredita i koncentracije kreditiranja prema jednom gospodarskom sektoru, na kojem je stvoren balon. Nije moguće ne povući paralele između irskih i španjolskih slučajeva i američke *subprime* krize koja je inicijalno započela globalnu financijsku krizu. U sva tri slučaja primjetno je značajno napuhavanje balona na tržištu nekretnina, tijekom kojeg su banke preuzele enormne količine financijske poluge kako bi iskoristile rastuće hipotekarno tržište. Kad su ti baloni pukli, stope neispunjenja hipotekarnih kredita su eksplodirale, vrijednosti kolateralna za te hipotekarne kredita su pale, a banke su se suočile s velikim gubicima, nelikvidnošću i nesolventnošću. Ključna razlika leži u načinu na koji su se vlade nosile s

krizom. Iako je američki FED spasio banke trilijunima dolara zajmova, to je dijelom jednostavno financirano stvaranjem novog novca *ex nihilo*. Irska i Španjolska, kao članice europodručja, nisu imale pristup toj mogućnosti, te su umjesto toga bile prisiljene na zaduživanje, uglavnom po visokim tržišnim kamatnim stopama, što je vidljivo i po kretanjima prinosa državnih obveznica za vrijeme krize. Zbog takvih tržišnih uvjeta EU trojka odlučila je intervenirati i osigurati likvidnosne injekcije za bankovne sustave nekoliko zemalja, što je znatno olakšalo troškove zaduživanja jer su zajmove koje su osigurali ECB i MMF bili značajno povoljniji od financiranja dostupnog na tržištu kapitala. U godinama prije krize, Irska je bila u razdoblju „keltskog tigra“ (Celtic Tiger), kada je iz godine u godinu postizala spektakularne stope rasta. Od 1995. do 2008. godine irski BDP porastao je s 102,17 na 229,75 milijardi USD, 124,87 %. Po BDP-u *per capita*, Irska je od jedne od najslabijih zemalja u Europskoj uniji početkom 1990-ih godine došla do 7. mjesta 2008. godine. Irski rast bio je uvelike potaknut izravnim stranim ulaganjima, koja su bila vrlo privlačna za mnoge od najvećih svjetskih kompanija zbog niske stope poreza na dobit u Irskoj. Sa stopom od 12,5 %, to je jedna od najnižih stopa poreza na dobit u europodručju, no strane multinacionalne kompanije plaćaju još nižu ukupnu efektivnu poreznu stopu (Effective Tax Rate – ETR) od 2,2 do 4,5 % na globalnu dobit "prebačenu" u Irsku, putem irske globalne mreže bilateralnih poreznih sporazuma. Te niže efektivne porezne stope postižu se složenim skupom irskih alata za eroziju porezne osnovice i prebacivanje dobiti (Base Erosion and Profit Shifting – BEPS). Nadalje, glavne irske multinacionalne porezne sheme primjenjuju računovodstvo intelektualnog vlasništva (Intellectual Property – IP) kako bi utjecale na kretanje BEPS-a, zbog čega su gotovo sve strane multinacionalne tvrtke u Irskoj iz industrija sa značajnim intelektualnim vlasništvom. Irski BDP umjetno je napuhan računovodstvenim tokovima BEPS-a tako da Središnja banka Irske dopunjuje BDP alternativnom mjerom, modificiranim bruto nacionalnim dohotkom (BND), koji uklanja neka od iskrivljenja uzrokovana alatima za BEPS. Irski BDP iznosio je 162 % irskog BND-a u 2017. (Državni zavod za statistiku Irske, 2023). Irsko gospodarstvo je 2000. godine doseglo gotovo punu zaposlenost te je daljnji gospodarski rast potaknut ponajprije transakcijama komercijalnih i stambenih nekretnina. Irske banke istovremeno su imale pristup povoljnom financiranju na međunarodnom tržištu kapitala te su taj pristup ekstenzivno primjenjivale za financiranje domaćih kredita. Međunarodni obveznički zajmovi šest glavnih irskih banaka porasli su s manje od 16 milijardi eura 2003. godine na približno 100 milijardi eura (više od polovice irskog BDP-a) do 2007. godine. Ukupna vrijednost novih hipotekarnih kredita u Irskoj porasla je sa 16 milijardi eura u prvom tromjesečju 2003. na vrhunac od 106 milijardi eura u trećem tromjesečju 2008., oko 60 % irskog BDP-a (Whelan, 2023). Porezni poticaji i lak pristup kreditima na domaćem financijskom tržištu, potaknut niskim kamatnim stopama na globalnom tržištu kapitala, bili su važni čimbenici u nadolazećem rastu sektora nekretnina. Kao i u španjolskom i američkom slučaju, irske banke postupno su bile sve izloženije riziku nekretnina. Interakcija povećanog kredita za nekretnine, povećane prodaje nekretnina i naknadnog rasta cijena nekretnina te naknadnog daljnjeg povećanja kredita za nekretnine, stvorila je samoojačavajuću petlju rastućih cijena nekretnina. Cijene stambenih nekretnina porasle su više od 300 % između 1996. i 2007. godine. Domaće banke agresivno su se natjecale za tržišni udio u kreditiranju stambenih i komercijalnih nekretnina te su u toj borbi za tržišni udio uvodile sve rizičnije proizvode. Njihove su bilance postojano rasle te su na vrhuncu kombinirano iznosile pet puta više od irskog BDP-a. Nadalje, irska fiskalna politika bila je prociklična. Državni proračun konstantno je rastao i većinom bio financiran prihodima od poreza na nekretnine (Baudino et al., 2020). Potkraj 2007. godine, znatno prije nego što je globalna financijska kriza ušla u puni zamah, cijene nekretnina u Irskoj počele su padati, a s njima i potražnja za novim nekretninama. Stav potencijalnih kupaca vrlo brzo se promijenio od želje da investiraju u rastuće tržište do preferencije da čekaju bolju tržišnu cijenu. Posljedični pad zaposlenosti u građevinskom sektoru izravno je uzrokovao oko dvije trećine povećanja stope nezaposlenosti u Irskoj nakon 2007. godine (Whelan, 2023). Rastuća nezaposlenost uzrokovala je velik gubitak prihoda od poreza na dohodak i veliko povećanje socijalnih davanja. Irski realni BDP pao je 10 % tijekom 2008. i 2009. godine. Kako su cijene

padale, nominalni BDP se dodatno smanjio, s 190 milijardi eura 2007. godina na 161 milijardu eura 2009. godine. Nakon dugog niza godina proračunskog suficita, Irska se iznenada suočila s ozbiljnom fiskalnom krizom. Bez ozbiljnih fiskalnih rezova, Irska je 2009. godine očekivala proračunski deficit u vrijednosti od 20 % BDP-a. Vlada je reagirala nizom mjera štednje. Stope PDV-a i poreza na dohodak su povećane, a plaće u javnom sektoru kao i kapitalna potrošnja i nesocijalna tekuća potrošnja smanjene. Te su mjere kombinirano smanjile deficit za 28,8 milijardi eura, što je jedna od najvećih proračunskih prilagodbi viđenih u razvijenom gospodarstvu u moderno doba (Whelan, 2023). Kako je razmjer irskoga građevinskoga kolapsa bio očitiji, međunarodni ulagači su se zabrinuli zbog izloženosti irskih banaka. Banke su sve teže prikupljale sredstva na tržištima obveznica i suočavale su se s krizama likvidnosti. Banka Anglo Irish ostvarivala je značajne gubitke i nije imala prihvatljive kolaterale za posuđivanje od ECB-a. Anglo Irish je bio nekoliko dana udaljen od neplaćanja svojih obveza, što je nosilo velik rizik financijske zaraze drugih irskih banaka. Banke su se obratile Vladi za pomoć, i Vlada je pristala. Ministar financija Brian Lenihan pristao je izdati državno jamstvo irskim bankama na dvije godine, s namjerom da ih se dokapitalizira kako bi mogle nastaviti pozajmljivati irskom gospodarstvu. Jamstvo je izdano u obliku hitnoga kriznog zakona, Zakona o financijskoj potpori kreditnih institucija (The Credit Institutions Financial Support Act of 2008), koji je stupio na snagu 2. listopada 2008. Prema novom zakonu, irska je vlada dala jamstvo od 440 milijardi eura za šest irskih banaka, koje je pokrivalo sve depozite građana i poduzeća, međubankovne depozite, više neosigurane dugove, imovinske vrijednosnice i datirane podređene dugove (Credit Institutions /Financial Support/ Scheme, 2008). Dokapitalizacija je provedena nad dvije najveće irske banke, Allied Irish Bank (AIB) i Bank of Ireland (BoI), zajmovima od 3,5 milijardi eura za svaku banku potvrđenim 11. veljače 2009. Anglo Irish je nacionalizirana 20. siječnja 2009., kada je irska vlada odlučila da dokapitalizacija neće biti dovoljna za spas banke. Od tada se pokazalo da je Anglo Irish krivotvorila svoje račune prije nacionalizacije, pri čemu su razotkrivene kružne transakcije između Anglo Irish i druge banke Permanent TSB (RTE News, veljača 2009). U nadolazećim mjesecima Irish Nationwide Building Society, EBS Building Society i Allied Irish Banks također su nacionalizirani. Vlada je sada posjedovala četiri od „šest velikih“ irskih banaka i bila je odgovorna za otplatu njihovih obveznica, velik dio kojih je dospio neposredno prije isteka jamstva iz 2008. godine. Velik dio spašavanja banaka zapravo je dovršen do listopada 2010. godine, ukupne vrijednosti 46,3 milijarde eura, ali u to vrijeme nije bio poznat opseg bilo koje daljnje dokapitalizacije, a nacionalizacija je obvezivala vladu da ili pokrije sve obveze ili da se suoči s propašću banaka unatoč već angažiranom iznosu.

Prinosi desetogodišnjih irskih državnih obveznica u listopadu 2010. godine premašili su 7 %, čineći daljnje tržišno zaduživanje nerealnim, pogotovo s obzirom na to da je proračunski deficit već iznosio 16,7 milijardi eura. Vlada je bila prisiljena tražiti europsku pomoć, te je 28. studenog 2010. dogovorila trogodišnji plan financijske pomoći s EU trojkom, ukupne vrijednosti 67,5 milijardi eura. Financijska pomoć bila je uvjetovana uvođenjem dalekosežnih mjera štednje kako bi se smanjili državni izdaci. Spašavanje banaka predstavljalo je manje od polovice povećanja irskoga javnog duga između 2008. i 2012. godine, dok je ostatak povećanja duga uglavnom proizlazio iz visokih deficita ostvarenih u ovom razdoblju, stoga je irski dug zapravo mnogo više proizvod fiskalne krize nego financijske krize, suprotno uvriježenom mišljenju. Međutim, troškovi povezani s bankama vjerojatno su učinili razliku koja je prisilila Irsku da uđe u službeni program prilagodbe, umjesto da prebrodi krizu bez vanjske pomoći. Stabilizacija bankovnog sektora bila je uglavnom uspješna. Banke su postigle ciljeve razduživanja utvrđene programom, uglavnom prodajom inozemne imovine, bez prekomjernih gubitaka, dok su inozemni i domaći depoziti u irskim bankama uspješno stabilizirani. Na Slici 5. prikazan je javni dug Irske kao postotak BDP-a te u nominalnom iznosu denominiran u milijunima eura, između 2000. i 2020. godine.



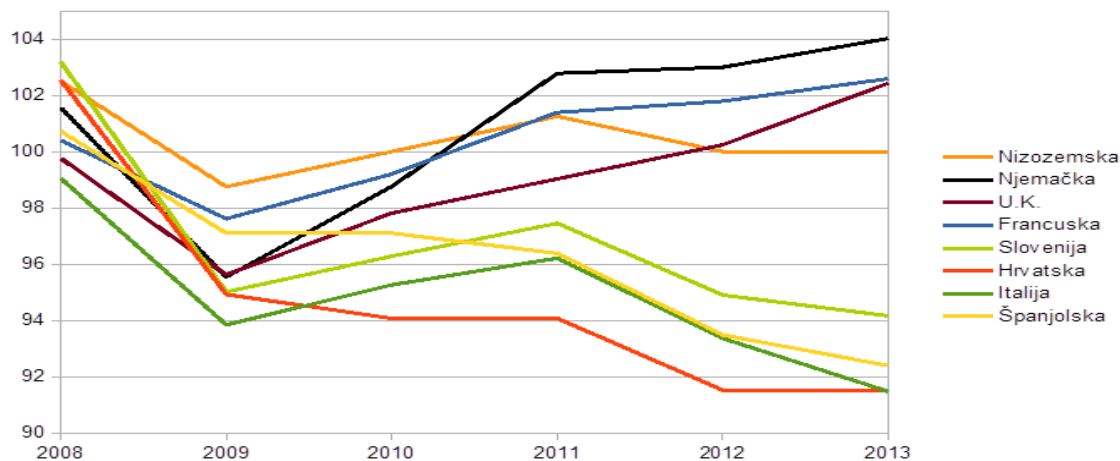
Slika 5. Javni dug Irske kao postotak BDP-a, 2000. – 2020.

Izvor: Središnji ured za statistiku Irske putem tradingeconomics.com,
<https://tradingeconomics.com/ireland/government-debt-to-gdp>, pristupano 21.11.2023.

Vidljivo je kako je prije globalne financijske krize Irska bila nisko zadužena država, s nešto manje od 50 milijardi eura ukupne zaduženosti. U kombinaciji s rastućim gospodarstvom i visokim rastom BDP-a to je dovelo Irsku do smanjenja omjera duga i BDP-a ispod 24 % u 2006. i 2007. godini. Nakon početka irske financijske krize 2008. godine, irski javni dug postupno raste do 2012. godine. Ukupno povećanje javnog duga u tom razdoblju iznosi približno 150 milijardi eura, te irski dug predstavlja približno 120 % BDP-a na svojem vrhuncu 2012. i 2013. godine. U idućim godinama irski javni dug uz manje fluktuacije ostaje na razini od približno 200 milijardi eura, no istovremeni ekonomski oporavak i povećanje BDP-a poboljšavaju omjer duga prema BDP-u, koji 2019. godine iznosi 57,1 %. Važno je istaknuti spomenutu inflaciju irskog BDP-a uzrokovanu tokovima BEPS-a. Ako se irski javni dug mjeri s nešto točnijom metrikom BNP-a, irski javni dug 2019. godine iznosi 72,7 % BNP-a. Slično kao i Španjolsku, globalna financijska kriza pretvorila je Irsku iz nisko zadužene zemlje u velikog dužnika, dijelom zbog ozbiljne fiskalne krize, a dijelom zbog gubitaka u bankarskom sektoru. No, za razliku od Španjolske, Irska vjerojatno neće ostati kronični dužnik. Vlada je uspjela ostvariti skroman proračunski suficit u 2019. i 2020. godini, kao i snažan suficit od 2 % BDP-a u 2022. godini. Irsko gospodarstvo ostaje snažno, bilo kroz iskrivljena konvencionalna mjerenja ili točnija nekonvencionalna mjerenja, tako da su i izgledi da će Irska smanjiti svoj dug u budućnosti solidni.

9 Europodručje i nova fiskalna pravila EU-a

Globalna i financijska kriza u Europi najštetnije je djelovala na spomenute zemlje u dužničkoj krizi, ali i na neke od siromašnijih zemalja u Europi. Ekonomski snažne zemlje poput Njemačke, Francuske, Nizozemske ili Norveške, s druge strane, pretrpjele su puno blaže ekonomske kontrakcije i izašle iz recesije znatno ranije. Na Slici 6. prikazane su kumulativne promjene realnog BDP-a u odnosu na realni BDP 2007. godine za Nizozemsku, Njemačku, Ujedinjeno Kraljevstvo, Francusku, Sloveniju, Hrvatsku, Italiju i Španjolsku između 2008. i 2013. godine.

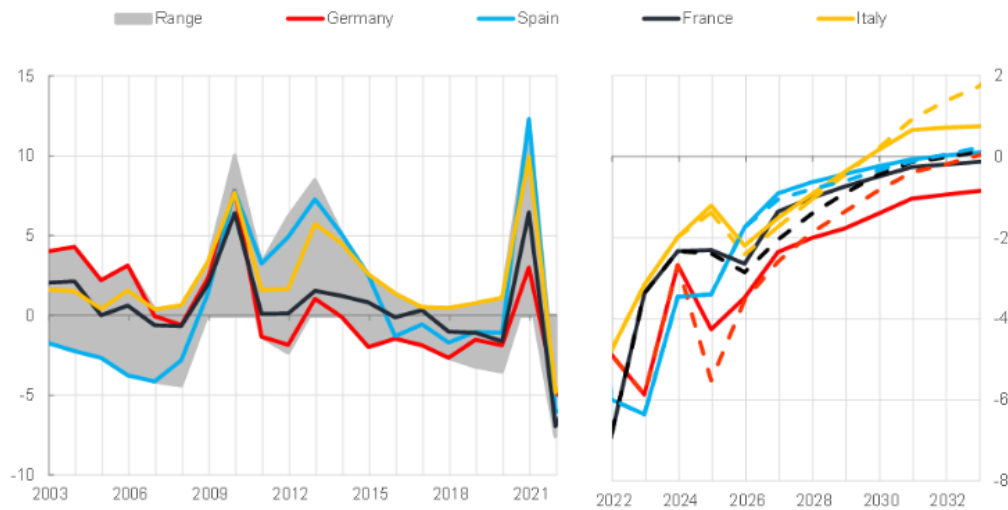


Slika 6. Kumulativna promjena realnog BDP-a u odnosu na realni BDP ostvaren 2007. godine za Nizozemsku, Njemačku, Ujedinjeno Kraljevstvo, Francusku, Sloveniju, Hrvatsku, Italiju i Španjolsku, 2008-2013.

Izvor: Izrada autora s pomoću podataka Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED – Economic Data.

Promjene BDP-a izražene su tako da je realni BDP ostvaren 2007. godine za svaku pojedinu zemlju vrednovan koeficijentom 100 te su koeficijenti za svaku iduću godinu izračunati dijeljenjem realnog BDP-a ostvarenog te godine s realnim BDP-om ostvarenim 2007. godine. Vidljivo je da sve promatrane zemlje ostvaruju značajan pad realnog BDP-a između 2008. i 2009. godine, no već između 2009. i 2010. godine manifestira se podjela promatranih zemalja između „bogate Europe“, Nizozemske, Njemačke, Francuske i Ujedinjenog Kraljevstva i „siromašne Europe“, Slovenije, Hrvatske, Italije i Španjolske. Zemlje „bogate Europe“ između 2009. i 2010. godine započinju ekonomski oporavak i povećanje vrijednosti realnog BDP-a, dok zemlje „siromašne Europe“ nastavljaju trend pada realnog BDP-a ili u najboljem slučaju stagniraju. Do 2013. godine jaz između „bogate“ i „siromašne“ Europe postaje znatno širi, tako da su zemlje „bogate Europe“ ostvarile barem jednak, u slučaju Nizozemske, ili veći, u slučaju Njemačke, Francuske i Ujedinjenog Kraljevstva, realni BDP u odnosu na 2007. godinu, dok su sve zemlje „siromašne Europe“ 2013. godine ostvarile znatno niži realni BDP nego 2007. godine. Iako se tradicionalno bogata i siromašna Europa dijele na zapad i istok, u vidu oporavka od globalne financijske krize ova podjela bila je više orijentirana u smjeru sjever – jug. Zemlje koje su zapale u dužničke krize predominantno su bile dio europskoga juga, s iznimkom Irske i Islanda, koji je također iskusio ozbiljnu krizu financijskog sektora koji je bio visoko izložen gubicima na tržištu derivata, prezadužen i potkapitaliziran. Čak i te dvije iznimke nedugo zatim su se uskladile s podjelom na sjever i jug, jer su Irska i Island jedine dvije europske zemlje koje su se relativno brzo oporavile od dužničke krize. Većina jakih europskih gospodarstava, poput Njemačke i Francuske, nakon pojave globalne financijske krize u recesiji su bile manje od dvije godine. Neke druge zemlje, poput Poljske, Slovačke i Finske, koje tradicionalno spadaju u srednji sloj europskih gospodarstava, jedva da su i iskusile Veliku recesiju nakon globalne financijske krize, dok su se neke druge zemlje, poput kroničnih dužnika Italije, Grčke, Španjolske i Portugala, ili posttranzicijskih zemalja kao što su Hrvatska i Slovenija, nosile s Velikom recesijom dulje od pet godina. Mnoge od tih zemalja ni do 2023. godine nisu uspjele premašiti svoje makroekonomske učinke prije globalne financijske krize. Politika dizanja ključnih kamatnih stopa ECB-a dovodi i do rasta kamatnih stopa na državni dug što posljedično diže troškove zaduživanja država i dovodi u vezu zdravlje fiskalne pozicije. Jer, sve dok je nominalna prosječna kamatna stopa na državni dug (i) manja od nominalne stope rasta BDP-a (g), omjer državnog duga u BDP-u može ostati stabilan čak i uz primarni proračunski deficit. Prema Bouabdallah i suradnicima (2023), u europodručju prosječni

troškovi zaduživanja države niži su od stopa rasta BDP-a posljednjih godina. Usprkos nedavnim povećanjima tržišnih stopa, predviđa se da će prosječni troškovi kamata još neko vrijeme ostati ispod stopa rasta (Slika 7.).



Slika 7. Prošli i predviđeni *i-g* prema različitim scenarijima fiskalne politike (postotni bodovi) (projekcije pune linije: postupna fiskalna konsolidacija, isprekidane linije: nema fiskalne konsolidacije)

Izvor: THE ECB BLOG; Fiscal policy: from free to affordable lunch

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog230104~7aa6afd8fb.en.html>

pristupano, 20.3.2024.

Ipak, srednjoročno gledano granične stope zaduživanja prenijet će se na prosječni trošak duga jer se stanje duga obnavlja (povećanje, i), a očekuje se pad inflacije (smanjenje nominalnog rasta, g). Prema nedavnim projekcijama ECB-a, $i-g$ razlike četiriju najvećih gospodarstava europodručja povećat će se na razine prije pandemije tek između 2025. i 2027.

Ako fiskalni deficiti ostanu visoki, predviđa se da će $i-g$ dinamika postati nepovoljna, osobito u zemljama europodručja s visokim razinama duga (Bouabdallah et al., 2023). Ako se dalje povećavaju, te razine duga mogu postupno povećati prosječni trošak zaduživanja, pooštriti uvjete zaduživanja za poduzeća i kućanstva i smanjiti rast. Potvrđuje to i činjenica da je Upravno vijeće ECB-a (ožujak 2024) odlučilo zadržati tri ključne kamatne stope nepromijenjenima. Vijeće priznaje da iako je većina mjera temeljne inflacije dodatno oslabjela, domaći cjenovni pritisci i dalje su visoki, dijelom zbog snažnog rasta plaća, te su smanjili svoju projekciju rasta za 2024. na 0,6 %, pri čemu se očekuje da će gospodarska aktivnost ostati prigušena u kratkom roku. Nakon toga, ECB očekuje da će se gospodarstvo oporaviti i rasti od 1,5 % 2025. i 1,6 % 2026., u početku podržano potrošnjom, a kasnije i ulaganjima. Sve to upućuje na očekivanu relativno nepovoljnu razliku kamata na državni dug i stopu gospodarskog rasta, kao važnog izvora financijske nestabilnosti u europodručju.

Neke od pouka iz vremena događanja dužničkih kriza zemalja članica europodručja vide se i kroz izmjene i dopune tzv. novih fiskalnih pravila (European Fiscal Compact – European Council, 2023) dogovorenih u prosincu 2023. na Vijeću Europske unije, o kojima će se raspravljati s Europskim parlamentom tijekom 2024. i koja bi također trebala stupiti na snagu ove godine. U konačnici, nova fiskalna pravila EU-a kompromis su između fiskalnih jastrebova srednje i sjeverne Europe, predvođenih Njemačkom, i južnih zemalja, predvođenih Francuskom, koji su inzistirali na potrebi izbjegavanja povratka na štednju u Europskoj uniji (što bi moglo uzrokovati recesiju) i o potrebi da se fiskalnom

prostoru omogućiti ulaganje u klimatsku tranziciju, obranu i industrijsku politiku (CSIC, ožujak 2024). Ta nova fiskalna pravila temelje se na prethodnoj procjeni održivosti fiskalne strategije svake zemlje na temelju analize održivosti duga, a zemlje se razvrstavaju prema razinama rizika putem transparentne i zajednički dogovorene metodologije. Nakon što se utvrdi fiskalna održivost država članica, fiskalni put država članica mora dovesti do krajnjeg cilja deficita ispod 3 % BDP-a i javnog duga ispod 60 % BDP-a. Ipak, kod tih se fiskalnih pravila ističe poseban problem jer su neadekvatna za trenutačni geopolitički kontekst i jer njihovo pregovaranje nije povezano sa stvaranjem trajnoga fiskalnog kapaciteta na razini EU-a. Sadašnja pravila, fokusirajući se isključivo na osiguranje održivosti financija država članica, ugrožavaju rast EU-a u cjelini. Provedu li se nova pravila učinkovito, značajno će smanjiti javne investicije u najzaduženijim državama članicama, povećavajući stvarne razlike u EU-u i generirajući nedovoljna ulaganja u pružanje javnih dobara na europskoj razini (European Council, prosinac 2023).

10 Zaključak

Među zemljama članicama europodručja postoje različite dimenzije ekonomske, financijske i socijalne neusklađenosti. Posebno se ističu tri razlike: zemlje se nalaze u različitim fazama gospodarskog ciklusa, imaju različite razine općeg dohotka, postoje razlike u administrativnim (poreznim) propisima. Prema dosadašnjem iskustvu, te se razlike nastoje prevladati zajedničkim regulatornim okvirom (direktive i uredbe) koji posebno dolazi do izražaja u financijskom sektoru. To se najbolje očituje u stalnom razvitku i optimizaciji institucionalnog okvira nadzora i supervizije te upravljanja rizicima kod financijskih institucija kroz tzv. makroprudencijalnu politiku, a sve radi postizanja financijske i monetarne stabilnosti. Nakon iskustva s dužničkim krizama zemalja članica europodručja i snažnoga zajedničkog monetarnog odgovora (emisije dodatnog novca) europodručje je relativno uspješno očuvalo gospodarski potencijal. Ipak, taj monetarni odgovor donio je neželjeni rezultat u obliku monetarne nestabilnosti (visoke inflacije) koji je tražio odgovor u dizanju ključnih kamatnih stopa ECB-a. Kad se u konačnici sučele aktualna monetarna kretanja s visokim ključnim kamatnim stopama ECB-a i nova fiskalna pravila koja sada uvažavaju ne samo ekonomske i financijske kapacitete već i geopolitički kontekst, autori članka predlažu nova područja i teme istraživanja kao što su: interakcija kamatnih stopa i fiskalnoga kapaciteta članica europodručja, modeli gospodarskog rasta s obzirom na monetarnu politiku zaoštavanja ponude novca, sjever i jug europodručja u kontekstu reotkupa državnog duga kod eurosustava te procjene rizika i makroprudencijalna politika ECB-a vs. nova fiskalna pravila EU-a. Zaključno se može reći da je EU uz relativno ostvarene monetarne i bankovne unije, još daleko od fiskalne unije koja se nadomješta pravilima koja se često svojom kalibracijom pokazuju procikličnim kod različitim članicama europodručja. Kontinuirana potraga EU-e za novim koherentnim mjerama monetarne i fiskalne politike s ciljem održiva gospodarskog rasta uz minimalne rizike za pojavu dužničkih kriza se nastavlja.

Literatura

Afonso, A., Verdial, N. (2020). Sovereign Debt Crisis in Portugal and Spain, *EconPol Working Paper*, No. 40, ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, Munich, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/219502/1/econpol-wp-40.pdf>, pristupano 27.11.2023.

Auret, L. (2010). *Could Italy Be Better Off than its Peers?*, CNBC, https://web.archive.org/web/20110430030613/http://www.cnbc.com/id/37207942/Could_Italy_Be_Better_Off_than_its_Peers, pristupano 27.11.2023.

Baudino, P., Murphy, D., Svornos, J. (listopad 2020). *The banking crisis in Ireland*, Financial Stability Institute, <https://www.bis.org/fsi/fsicms2.pdf>, pristupano 29.11.2023.

Baudino, P., Herrera, M., Restoy, F. (srpanj 2023). *The 2008-14 banking crisis in Spain*, Financial Stability Institute, <https://www.bis.org/fsi/fsicms4.pdf>, pristupano 27.11.2023.

BBC (5. svibnja 2010). *Three dead as Greece protest turns violent*, <http://news.bbc.co.uk/1/hi/8661385.stm>, pristupano 21.11.2023.

BBC (4. prosinca 2011). *Italy crisis: Mario Monti announces austerity plan*, <https://www.bbc.com/news/world-europe-16024316>, pristupano 27.11.2023.

BBC News (9. lipnja 2012). *Spanish banks to get up to 100bn euros in rescue loans*, <https://www.bbc.com/news/business-18382659>, pristupano 27.11.2023

Bloomberg, <https://www.bloomberg.com>

CSIC – Center for Strategic & International Studies; Steinberg, F. (2024). *The New European Fiscal Rules*, February 2, 2024; <https://www.csis.org/analysis/new-european-fiscal-rules>, pristupano 20.3.2024.

Clowes Huneke, S. (2011). *The Accumulation of Greek Debt*, Seven Pillars Institute, [https://www.sevenpillarsinstitute.org/case-studies/1492-2/#:~:text=Greece %2C %20though %2C %20negotiated %20a %20non,a %20greater %20number %20of %20Euros](https://www.sevenpillarsinstitute.org/case-studies/1492-2/#:~:text=Greece%20though%20negotiated%20a%20non,a%20greater%20number%20of%20Euros), pristupano 21.11.2023.

Credit Institutions (Financial Support) Scheme 2008. <https://www.irishstatutebook.ie/eli/2008/si/411/made/en/html>, pristupano 29.11.2023.

Diario de Noticias (23. sprnja 2009.). *Caso BPP: constituidos mais dois arguidos*, [https://www.dn.pt/dossiers/economia/caso-bpp/noticias/caso-bpp-constituidos-mais-dois-arguidos](https://www.dn.pt/dossiers/economia/caso-bpp/noticias/caso-bpp-constituidos-mais-dois-arguidos-1317030.html) – 1317030.html, pristupano 27.11.2023.

Draghi, M. (2012). *Remarks made at the Global Investment Forum*, London, 26 July.

Državni zavod za statistiku Grčke, pristupano 21.11.2023.

Državni zavod za statistiku Grčke putem tradingeconomics.com, <https://tradingeconomics.com/greece/government-budget>, pristupano 19.11.2023

Državni zavod za statistiku Irske, pristupano 29.11.2023.

ECB Blog: Bouabdallah, O., Hynes, W., Kostka, T., Schumacher, J., Valenta V. (2023). *Fiscal policy: from free to affordable lunch*, 4 January 2023.

ECB Monetary policy decisions, PRESS RELEASE, 7 March 2024

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240307~a5fa52b82b.en.html>

European Council (21 December 2023). *Economic governance review: Council agrees on reform of fiscal rules*; <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/>

[2023/12/21/economic-governance-review-council-agrees-on-reform-of-fiscal-rules/](https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/12/21/economic-governance-review-council-agrees-on-reform-of-fiscal-rules/)pristupano 20.3.2024.

Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED – Economic Data.

Financial Times (20. listopada 2009.). *Greece vows action to cut budget deficit*, <https://www.ft.com/content/3e7e0e46-bd47-11de-9f6a-00144feab49a>, pristupano 21.11.2023.

Grabowski, W., Stawasz, E. (2017). Sovereign Bond Spreads in the EMU Peripheral Countries. The Role of the Outright Monetary Transactions, *Prague Economic Papers*. <https://doi.org/10.18267/j.pep.618>. 10.18267/j.pep.618. , pristupano 21.11.2023.

Hobelsberger, K., Kok, C., Mongelli, F. P. (2023). *A tale of three crises: synergies between*, Occasional Paper Series, ECB tasks, Revised June 2023

Jimeno, J. F., Santos, T. (kolovoz 2014.). The crisis of the Spanish economy, *Journal of the Spanish Economic Association*, [https://www.researchgate.net/publication/](https://www.researchgate.net/publication/271743468_The_crisis_of_the_Spanish_economy)

271743468_The_crisis_of_the_Spanish_economy, pristupano 27.11.2023.

Katsikas, D., Bazoti, P. (prosinac 2020.). *Managing the Crisis in Greece: The Missing Link between External Conditionality and Domestic Political Economy*, <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-54895-7.pdf>, pristupano 20.11.2023.

Lehmann, K. E., (2020). *he Crisis: Its Management and Impact on Equity and Democracy in Portugal and Possible Consequences for the EU*, Springer.

Mahapatra, B. (21. rujna 2012.). *Underlying concepts and principles of dynamic provisioning*, *Conference on Introduction of dynamic provisioning framework for banks in India*, glavni govor. <https://www.bis.org/review/r120924b.pdf>, pristupano 27.11.2023.

Nelson, E. (26. srpnja 2017). *Five years ago today, Mario Draghi saved the euro*, Quartz, <https://qz.com/1038954/whatever-it-takes-five-years-ago-today-mario-draghi-saved-the-euro-with-a-momentous-speech>, pristupano 21.11.2023.

OECD, <https://www.oecd-ilibrary.org/>, pristupano 20.11.2023.

Romano, S. (2020). The 2011 *Crisis in Italy: A Story of Deep-Rooted (and Still Unresolved) Economic and Political Weaknesses*, https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-54895-7_10, pristupano 28.11.2023.

RTE News (13. veljače 2009.). *Statement Credit Institutions (Financial by the Financial Regulator*. <https://web.archive.org/web/20090217184037/http://www.rte.ie/news/2009/0213/financialregulator.html>, pristupano 29.11.2023.

Središnji ured za statistiku Irske putem tradingeconomics.com, <https://tradingeconomics.com/ireland/government-debt-to-gdp>, pristupano 21.11.2023.

Tremlett, G. (8. lipnja 2012.). *Span's savings banks' culture of greed, cronyism and political meddling. banks cooked the books*. Bloomberg, *The Guardian*, <https://www.theguardian.com/world/2012/jun/08/spain-savings-banks-corruption>, pristupano ise: EU smiled while Spain's <https://gulfnews.com/business/analysis> 27.11.2023.

Vicente, I. (10. ožujka 2020.). *Morreu José Oliveira e Costa, fundador do BPN*, *Expresso50*, <https://expresso.pt/economia/2020-03-10-Morreu-Jose-Oliveira-e-Costa-fundador-do-BPN>, pristupano 27.11.2023.

Weil, J. (16. srpnja 2012.). *Worldly W* /worldly-wise-eu-smiled-while-spains-banks-cooked-the-books-1.1036216, pristupano 27.11.2023.

Whelan, K. (18. lipnja 2023.). *Ireland's Economic Crisis: The Good, the Bad and the Ugly*, University College Dublin, <https://www.karlwhelan.com/Papers/Whelan-IrelandPaper-June2013.pdf>, pristupano 29.11.2023.

Overview of debt crises in the Eurozone - experiences and lessons

ANTE SAMODOL

Libertas International University
Trg J. F. Kennedyja 6b, 10000 Zagreb
Croatia

E-mail: asamodol@libertas.hr

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-6609-2396>

LUKA SOSA

Fin-Acta d.o.o.
Pavla Štoosa 15, 1000 Zagreb
Croatia

E-mail: lukasosa@yahoo.com

Abstract: The subject of this paper is the European debt crisis, which is usually placed in the period 2008-2015 in which several European countries experienced the collapse of financial institutions, high national debt and large differences in yields on government bonds. The aim of the paper is to present the causes of financial crises and ways of solving and avoiding financial contagion and the collapse of the euro. The debt crisis is thought to have started in 2008 with the collapse of Iceland's banking system and then spread primarily to Portugal, Italy, Ireland, Greece and Spain in 2009, giving rise to the popular relatively insulting name (PIIGS). Peripheral eurozone member states such as Greece, Spain, Ireland, Portugal and Cyprus could not repay or refinance their national debt by the end of 2009. The banking system was on the verge of collapse, and the help of third-party financial institutions such as the European Central Bank (ECB) or the International Monetary Fund (IMF) was crucial. The crisis was eventually controlled by financial guarantees from European countries that were afraid of the collapse of the euro and the financial contagion that threatened in particular from Greece. Based on such experience, the European Stabilization Mechanism (ESM) was launched in the eurozone in 2012 as an intergovernmental organization of eurozone member states with the mission of avoiding and overcoming financial crises and maintaining financial stability. In the end, the European Central Bank (ECB) joined everything, which with its non-standard monetary policy measures since mid-2014 through asset purchase programs (APP-Asset Purchase Programs) mainly from the public sector (PSPP-Public Sector Purchase Program) with the aim of supporting the overall economic growth within the framework of inflation at the target level of 2%. Nevertheless, the inflationary shock from the beginning of 2022, combined with the energy crisis, pushed to the fore the issue of the increase in yield (interest) on the national debt against the low rates of economic growth throughout the eurozone. The purpose of the work is achieved by updating the issue of the sustainability of existing risk management models for preserving financial stability and by raising awareness about it, especially in the context of the so-called new EU fiscal rules in 2024.

Keywords: debt crisis, eurozone, national debt, Greece, Italy, Spain, Portugal, Ireland, ECB, fiscal rules

JEL classification: E44, E58, G01, H12, H30, H63