

Broj 34

studeni 2011.

## KADA DRŽAVE BANKROTIRAJU:

### IZGRADNJA NOVE ARHITEKTURE FINANCIJSKE STABILNOSTI U EUROZONI

#### Sažetak

Drugi val krize u Europi, napose u Eurozoni, pokrenut je neizvjesnošću u pogledu fiskalne solventnosti zemalja članica. Grčka je izvjesno nesolventna, no za nekoliko drugih članica postavlja se isto pitanje na koje za sada nema odgovora. Zbog toga se u Eurozoni obnavlja strah da bi se kriza neplaćanja država mogla pojaviti usporedo s bankarskom krizom. Međutim, analiza scenarija pokazuje da je veličina EFSF-a i nacionalnih fondova za stabilizaciju banaka dovoljna za osiguranje financijske stabilnosti. Zaključak vrijedi uz vrlo konzervativne pretpostavke i uz zadovoljavanje vrlo restriktivnih omjera adekvatnosti osnovnog kapitala koje će propisati nova regulacija Basle III. Razlog zbog kojega ova činjenica ne uspijeva primiriti sudionike na tržištima, leži u krizi političke vjerodostojnosti. Kriza će se obnavljati sve dok nije jasno što i kako radi EFSF, ECB, a što druge institucije. U konačnici, kriza će se obnavljati sve dok tržišnim sudionicima ne postane jasno koje su države uistinu nesolventne, a koje nisu.

Eurozona se vjerojatno neće raspasti. Institucionalne promjene koje su se događale u zadnjih godinu i pol dana prilično jasno iscrtavaju novu arhitekturu financijske stabilnosti. Zbog toga odnos Hrvatske prema Eurozoni ne treba graditi na temelju trenutnih poteškoća, nego na temelju dugoročne vizije. Iako i ako na kratak rok prevladaju politički oprez i strah, pa Hrvatska odluči otežati s ulaskom u ERM II, novi element arhitekture stabilnosti i Pakt za Euro-Plus, predstavlja koristan okvir za vođenje ekonomske politike. On adresira dvije najveće hrvatske boljke i problem konkurentnosti i problem fiskalne prilagodbe.

*Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka. Zahvaljujemo svim komentatorima radne verzije materijala.*

## Sadržaj

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| Čiri sažetak                                                           | 3  |
| Uvod                                                                   | 5  |
| I. Nastanak dugni ke krize u Eurozoni                                  | 6  |
| Granice demokracije: kašnjenje za krizom                               | 6  |
| L vrglje fiskalno povezivanje nije jedina alternativa raspadu Eurozone | 8  |
| II. Stvarne dimenzije dugni ke krize u Eurozoni                        | 9  |
| Veliki i mali: nitko nije mali kada su svi povezani                    | 11 |
| III. O problemu bankrota drgava i mjerenja fiskalnog kapaciteta        | 13 |
| Pri l uvni fiskalni kapacitet                                          | 14 |
| Preraspodjela kao posljedica prezaduženosti: Gr l ka naspram Argentine | 17 |
| O nemogu nosti transferne fiskalne unije u Europi                      | 21 |
| IV. Sistemski va gne banke, testovi na stres i iskustvo TARP-a         | 23 |
| EBA-in stres test                                                      | 26 |
| Hipoteti l ka alokacija gubitka                                        | 28 |
| Basel III i sistemski va gne financijske institucije                   | 31 |
| Transakcijski troškovi pregovaranja i ameri l ko iskustvo TARP-a       | 35 |
| V. Kvazifiskalni kapacitet sredi gne banke                             | 37 |
| VI. Budu l nost je donekle poznata: ESM i Pakt za Euro-Plus            | 39 |
| VII. Umjesto zaklju l ka: neposredna budu l nost i pouke za Hrvatsku   | 42 |
| Literatura                                                             | 44 |

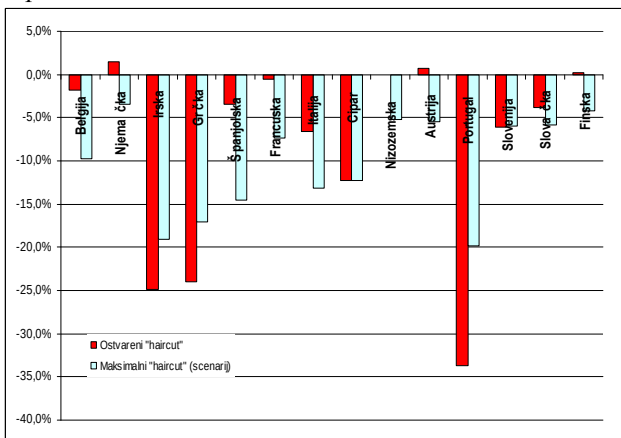
## ŠIRI SAŽETAK

Krizi u Eurozoni ne vidi se kraj. Međutim, iza teških događaja koji povremeno izazivaju paniku na financijskim tržištima, oblikuje se nova arhitektura financijske stabilnosti koja će u velikoj mjeri odrediti ekonomsku politiku u Hrvatskoj nakon ulaska u EU.

Glavni uzrok problema leži u tome što nije jasno tko će i kako u slučaju nesolventnosti većega broja država unutar monetarne unije spašavati sistemski važne financijske institucije koje u portfelju imaju veće iznose državnih obveznica. Zbog toga se prijetnja dužničke krize država pojavljuje u sprezi s prijetnjom bankarske krize.

Test europskih banaka na stres nije uspio primiriti strahove. Slika pokazuje da je pad vrijednosti državnih obveznica Grčke, Portugala i Irske koji je implicitno sadržan u rastu njihovih premija rizika, veći od pada u negativnom scenariju europskoga testa na stres. Zbog toga taj test nije bio vjerodostojan.

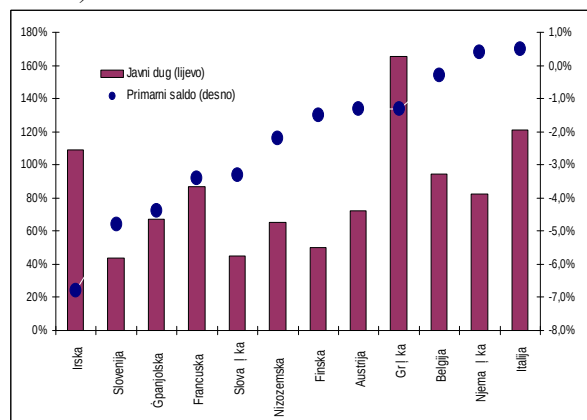
*Pad vrijednosti državnih obveznica u scenariju i implicitno na tržištu do 31.07.2011.*



Slučaj sa stres testom tipičan je događaj: kreatori politike kasne za krizom. Kašnjenjem propuštaju uspostaviti vjerodostojnost. Ona u konačnici zavisi o odašiljanju poruke koje su države nesolventne, što znači da će im se javni dug morati restrukturirati, a koje nisu.

Standardni pokazatelji fiskalne održivosti ne daju dovoljno informacija za pouzdan odgovor na to pitanje. Slika gore desno pokazuje da Irska na primjer ima velik javni dug i vrlo velik primarni deficit, no unatoč tomu njena kultura i politička povijest daju nadu da neće bankrotirati. Italija ima puno bolje performanse kada je u pitanju deficit, no kultura i politička povijest predstavljaju izvor zabrinutosti.

*Očekivani primarni saldo proračuna i javni dug (u % BDP-a) 2011.*



Ipak, korigiranjem rezultata i objavljenih podataka iz spomenutog stres testa, mogu se procijeniti potrebne dokapitalizacije vodećih europskih banaka u različitim scenarijima nesolventnosti država. Zanimljivo je da i u pesimističnom scenariju 440 mlrd € EFSF –a predstavlja dovoljan kapital za očuvanje financijske stabilnosti u Eurozoni.

*Rezultati analize scenarija za 90 sistemski važnih europskih banaka*

| Pretpostavljeni gubitak na državnim obveznicama u mlrd € | Broj banaka koje trebaju dokapitalizaciju |                 | Iznos dokapitalizacije u mlrd € |                 |
|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------|---------------------------------|-----------------|
|                                                          | Tier 1 omjer 5%                           | Tier 1 omjer 8% | Tier 1 omjer 5%                 | Tier 1 omjer 8% |
| 524                                                      | 23                                        | 61              | 37                              | 194             |
| 1 048                                                    | 33                                        | 66              | 97                              | 292             |

Maksimalno potrebna dokapitalizacija u najgorem scenariju puno je manja od predviđenog kapaciteta EFSF-a. Pri tome treba uočiti da puno veći teret dokapitalizacije proizlazi iz primjene dodatne regulacije kapitala Basle III, nego iz očekivanih gubitaka po državnim obveznicama. Naime, pretpostavljeno je da će Basle III utjecati na dugoročno podizanje omjera adekvatnosti osnovnog kapitala s 5% (koliko je iznosio kritični prag u europskome stres testu) na 8%. Stoga se veliki dio neizvjesnosti o stanju europskih banaka može objasniti nenamjeravanom interakcijom između rigidnog novog kapitalnog zahtjeva i eskalacijom problema solventnosti država, što se u vrijeme oblikovanja regulacije Basle III nije moglo predvidjeti.

U svakom su slučaju, 292 mlrd € maksimalan teret u najpesimističnijem scenariju, a ni tada se neće sav teret dokapitalizacije svaliti na EFSF. Dio dokapitalizacija

Íe se rijeđiti putem trđiđta, dio manjih institucija ima relativno veći kapital koji mođe apsorbirati gubitke na drđavnim obveznicama, dio drđava ima dovoljan priļuvni fiskalni kapacitet da mođe samostalno intervenirati u bankarskom sektoru, za dio se gubitaka (npr. hedge fondova) nitko ne bi trebao brinuti, a portfelj drđavnih obveznica fiskalno upitnih drđava danas je vjerojatno manji kod nekih vodećih banaka nego 31.12.2010., s obzirom da je dio obveznica prodan ECB-u.

Ako bankovni sustav Eurozone nije pred kolapsom, kako to da trđiđni sudionici ne prepoznaju tu ļinjenicu? Razlog je u krizi kredibiliteta institucija i sporosti odluļivanja.

Ponajprije, tek je sporazumom od 21. srpnja 2011. predviļeno poveļanje jamstvenog kapaciteta EFSF-a i progñenje njegova mandata na dokapitalizacije banaka. Proces ratifikacije novog mandata EFSF-a zavrñen je tek u listopadu i EFSF jođ ne mođe znaļajnije djelovati (do sada je obavio samo tri transakcije i dvije u Portugalu i jednu u Irskoj). Nadalje, na trđiđtima vlada panika jer su u ovoj krizi afirmirane dvije teze koje imaju duboke politiļke korijene i utjecaj u EU.

Prva je da bi Grļkoj bilo bolje da izaļe iz Eurozone. Zbog toga su trđiđta u cijene grļkih obveznica implicitno ugradila i specifiļnu premiju valutnog rizika i premiju rizika izlaska iz Eurozone.

Druga je da se Eurozona ne mođe dalje razvijati kao i do sada: ili mora doļi do raspada ili fiskalne unifikacije, jer navodno ne mođe postojati monetarna unija bez ļvrste fiskalne vlasti na njezinu cijelom teritoriju. Iako niti jedna od ovih teza nema ļvrsto teorijsko ili povijesno uporište, ne treba podcijeniti njihov samoispunjavajuļi karakter i mogućnost utjecaja na ponañanje sudionika na trđiđtu.

Iako su politiļari stalno kasnili za krizom, na kraju su uspjeli naznaļiti priliļno jasne konture arhitekture financijske stabilnosti u Eurozoni. Pored progñena EFSF-a, za kojega je jođ potrebno odluļiti kako ga i do koje mjere zaduđivati ne bi li mu se dodatno ojaļao financijski kapacitet, arhitektura se sastoji i od ESM-a (eng. European Stability Mechanism) koji íe u lipnju 2013. preuzeti funkcije EFSF-a. Pri tome íe se u sve obveznice zemalja ļlanica Eurozone ukljuļivati klauzula koja íe omogućiti skupštinama obvezniļara da jednostavnom veļinom donose obvezujuļe odluke o restrukturiranju duga ako analiza odrđivosti duga pokađe da zemlja na dugi rok nije u stanju vraļati svoje obaveze.

U travnju 2011. usvojen je i Pakt za Euro-Plus koji zamjenjuje dosadañnji Pakt za stabilnost i rast, i utvrļuje fiskalnu stabilnost i konkurentnost kao kljuļne kriterije ekonomske politike u Eurozoni. U fiskalnome dijelu ide i korak dalje od kriterija iz Maastrichta jer eksplicite propisuje brigu o fiskalnoj odrđivosti mirovinskog, zdravstvenog i sustava socijalnih naknada. Iako su u Europi deklaracije jedno, a provedba neđto sasvim drugo, Pakt za Euro-Plus bi mogao barem u prvim godinama, dok íe sjeļanja na krizu biti jođ uvijek gñiva, predstavljati vjerodostojan okvir za voļenje ekonomske politike.

Nađi fundamentalni problemi nisu bitno razliļiti od europskih. Nedostatak konkurentnosti, prevelik i neefikasan javni sektor uz visoke trogkove zaduđivanja drđave ļiji javni dug neprestano raste, uguļili su ekonomski rast i zapođļjavanje. Meļutim, aktualna je kriza stvorila dozu opreza prema Eurozoni odnosno brzom ulasku u predvorje eura i sustav ERM II. Iako smo uvjereni da íe Eurozona pređivjeti, tj. da je na djelu izgradnja mehanizma financijske stabilnosti koji íe pomoļi opstojnosti Eurozone, ne mođe se ignorirati ļinjenica da íe rasprave o brzom prihvaļanju eura u sljedećih godinu do dvije biti opterećene aktualnom krizom koja Eurozonu ne ļini nimalo privlaļnom. S jedne íe se strane moļi pokazivati na Slovaļku i Estoniju kojima je ulazak u Eurozonu 2009. odnosno 2011. uvelike pomogao u izlasku iz krize. Moļi íe se pokazivati i na Maļarsku kojoj je ostanak izvan Eurozone uglavnom donio gñete. No s druge íe se strane pokazivati na ñeđku i Poljsku koje su solidno prebrodile krizu (Poljska ju nije ni osjetila), a ne samo da nisu ugle u Eurozonu, nego nisu ulazile ni u ERM II.

Meļutim, bez obzira je li drđava u Eurozoni, u ERM II, ili izvan zajedniļkih monetarnih mehanizama, Pakt za Euro-Plus kojemu su se prikljuļile i tri drđave izvan ERM II (Poljska, Rumunjska i Bugarska) predstavlja dobar okvir za voļenje ekonomske politike u skladu s kriterijima iz Maastrichta. Ćoviđe, novi pakt sadrđi puno detaljniju razradu fiskalnih kriterija odrđivosti i konkurentnosti. Prednost je Pakta za Euro-Plus u tome ģto adresira dvije najvađnije boljke hrvatskoga gospodarstva (fiskus i konkurentnost), ne zavisi o odluci o ulasku u ERM II i daje okvir za voļenje politike koji je posve u skladu s kriterijima monetarne unije, ģto je vađno za trenutak kada se o aplikaciji za ulazak u ERM II donese konaļna politiļka odluka. Glavna je poruka ove analize da íe Eurozona vjerojatno opstati, s novom arhitekturom financijske stabilnosti.

## Uvod

Prošla je godina od objavljivanja HUB Analize br. 27 „U susret novoj financijskoj regulaciji: što će ona značiti za banke u Hrvatskoj“. Tamo smo opisali 18 područja reformi financijske regulacije na globalnom planu. Najvažnije su: novi standardi regulacije za banke Basle III, nova arhitektura koordinacije nadzora financijskih posrednika na razini EU, te uvođenje posebnih režima za rješavanje problema u bankama (eng. SRR i special resolution regimes) kroz osnutak posebnih fondova (eng. SRF i special resolution funds). Za takve se fondove predviđalo financiranje iz doprinosa na bilancu banaka. U drugoj polovici 2010. prevladalo je gledište MMF-a da će postupno punjenje takvih fondova do razine između 2% i 4% BDP-a biti dovoljno za osiguranje dugoročne stabilnosti najvažnijih financijskih institucija. Velika Britanija, Švedska i Njemačka prve su krenule tragom takvih propisa i osnovale fondove za stabilnost. Očekivao se nacrt EU Direktive koja bi ujedinila mandate i praksu SRR-a i SRF-a. Vjerovalo se da je pronađeno rješenje za problem financijske stabilnosti.

***Problem Eurozone je u tome što nije jasno tko će i kako u slučaju nesolventnosti većega broja država spašavati sistemski važne financijske institucije koje u portfelju imaju veće iznose državnih obveznica.***

Tada su samo rijetki predviđali intenzitet i trajanje dugotrajne krize koja je u međuvremenu pogodila Eurozonu. Propust se može donekle opravdati činjenicom da statistički pokazatelji nisu pokazivali osobitu zaduženost država članica Unije. Standardni pokazatelj – omjer javnoga duga i BDP-a, iznosio je 85,1% za 2010. godinu i bio je manji nego u Japanu i SAD-u. Kvalitativni činjenici, poput teškoća u pronalasku izvora za novi ciklus gospodarskoga rasta objašnjavaju jedan dio problema, posebno u južnim članicama Unije. Međutim, oni ni izbliza ne mogu objasniti cjelokupnu složenost trenutne situacije. Problem je unutarnji, i tiče se arhitekture financijske stabilnosti koja (ne)funkcionira u okviru monetarne unije. *Problem se svodi na to što nije jasno tko će i kako u slučaju nesolventnosti većega broja država unutar monetarne unije spašavati sistemski važne financijske institucije koje u portfelju imaju veće iznose državnih obveznica. Zbog toga se prijetnja dužničke krize država pojavljuje u sprezi s prijetnjom bankarske krize.*

U pozadini događaja koji pune medijske stupce pod dramatičnim naslovima o upitnoj sudbini eura, odvija se mukotrpna dogradnja nedovršene arhitekture financijske stabilnosti. Riječ je o iznimno složenoj institucionalnoj strukturi koja evoluirala, no koja je u Hrvatskoj slabo poznata. Ta je struktura u sljedećim godinama imati presudan utjecaj na našu fiskalnu politiku, ponašanje i regulaciju banaka te na brzinu ulaska Hrvatske u zonu eura. Zbog toga u ovom broju HUB Analize opisujemo aktualne probleme izgradnje arhitekture financijske stabilnosti u Eurozoni.

U prvome se dijelu uvodno opisuje nastanak krize. U drugome se prikazuju deskriptivni statistički podatci koji su važni za razumijevanje krize. U trećem se dijelu raspravlja o problemu bankrota država. U četvrtome se bavimo sistemski važnim bankama. Peto je poglavlje posvećeno procjeni kvazifiskalnoga kapaciteta Europske središnje banke s obzirom na njenu ključnu ulogu u smirivanju krize. Česti dio sadrži prikaz institucionalnih mehanizama za koje znamo da će u budućnosti odrediti pravila ponašanja u Eurozoni i to su Europski stabilizacijski mehanizam (eng. ESM i European

Stability Mechanism) i Pakt za Euro-Plus, koji će zamijeniti de facto napušteni Pakt o stabilnosti i rastu. U zaključnome, sedmom dijelu, izvodimo pouke za Hrvatsku.

*Ovo je kriza vjerodostojnosti jednim dijelom uzrokovana sporim odlučivanjem, no Europa nije federalna ili unitarna država, i taj se problem ne može premostiti.*

## **I. Nastanak dužničke krize u Eurozoni**

Iako se ova kriza u širem smislu može promatrati u kontinuitetu s udarom financijske krize koji je 2008. došao iz SAD-a, aktualne događaje ipak treba promatrati u širem kontekstu. Europa, a napose Eurozona, puno bi lakše podnijela prvi krizni val da vlade nekih europskih zemalja nisu bile pretjerano zadužene prije krize. Ovako, naglo povećanje fiskalnih deficita od 2008. do 2010.<sup>1</sup> razotkrilo je pretjeranu visinu zaduženja javnih sektora u nekim zemljama. Grčka se pritom pokazala kao ekstremni slučaj.

U mladoj monetarnoj uniji (čiji službeni početak datira 1.1.1999.) takva se situacija pokazala izvorom trajnoga stresa. Naime, Eurozona u trenutku početka drugoga vala financijske krize nije imala odgovarajuću arhitekturu financijske stabilnosti. *Problem se svodi na to što nije jasno tko će i kako u slučaju nesolventnosti većega broja država unutar monetarne unije spašavati sistemski važne banke koje u portfelju imaju veće iznose državnih obveznica. Zbog toga se prijetnja dužničke krize država pojavljuje u sprezi s prijetnjom nove bankarske krize koja je zaprijetila novim ozbiljnim financijskim i realnim potresom u Eurozoni.*

### Granice demokracije: kašnjenje za krizom

Političari nisu mogli brzo pronaći odgovor na problem. Iako će povijest pokazati koliko je u njihovim reakcijama bilo inercije i pogrešaka, i premda mnogi nesposobnost političara smatraju glavnim uzrokom krize (Wyplosz, 2011), vjerujemo da glavni razlog sporosti u pronalasku odgovora leži u nužnosti poštivanja demokratskih načela pri donošenju političkih odluka. Europa nije ni unitarna država ni federacija s jednom vladom i jednim parlamentom. Europa je intelektualno i interesno heterogena. U Europi su postupnost i sporost nužni dijelovi demokracije. Ishitrene odluke koje bi vodile uspostavljanju mehanizama transfera između pojedinih država članica ili među državnim proračunima i bankama mimo nacionalnih parlamenata, narušile bi temeljne principe funkcioniranja zajednice. To bi izazvalo reakciju biratelja i u konačnici otvorilo opasnost raspada ne samo Eurozone, već i same EU. Takvu je poruku poslao i njemački ustavni sud u svojoj ocjeni iz rujna 2011.: treba li egi konzultirati parlament. Drugim riječima, ishitrene odluke o međudržavnim transferima kroz bankovne sustave ili preko financijskih tržišta (npr. bezuvjetne kupnje obveznica ugroženih država) u europskome bi kontekstu mogle pokazati da je put u pakao najbliže poploćen dobrim željama.

Kako kreatori politike nisu mogli reagirati brzinom krize, stalno su kasnili za njom. U takvim su uvjetima eskalirala tri problema. Ponajprije, tržišni su

---

<sup>1</sup> Detaljnije o tome vidjeti u HUB Analizama 24, 25/26 i 31.

sudionici u cijene državnih obveznica pojedinih zemalja ugradili visoke premije rizika kada su shvatili da neće biti brzih fiskalnih transfera od financijski stabilnih prema prezaduženim članicama Unije. Nesolventne države poput Grčke tako su se primaknule bliže rubu bankrota. Naizgled solventne, ali visoko zadužene države u Åsivoj zoni, poput Italije i Ćpanjolske, iako još uvijek udaljene od bankrota, primaknule su se bliže eskalaciji problema.

*Prinosi na državne obveznice trajno su podignuti nakon što je postalo jasno da države mogu „bankrotirati“ i da neće biti međudržavnih transfera radi pomoći fiskalno ugroženima.*

Kada je progorena svijest o mogućim bankrotima (zastojima u plaćanju obaveza po javnom dugu) nekih zemalja članica Eurozone (uz Grčku se među najugroženijima spominju Portugal i Irska), jednako se brzo progorela i svijest o tome da države, ako nemaju sredstva za otplatu svojih dugova, neće imati niti sredstava za spašavanje sistemski važnih banaka. Zbog veza između država i njihovih najvećih kreditora i banaka, prijeti ģirenje krize u koncentričnim valovima.

Uz model ģirenja krize u kojemu se kriza prenosi tako ģto banke jedne države kupe obveznice druge države, kriza se preko državnih granica može prenositi i putem samih banaka. Na primjer, ako su banke iz fiskalno nesolventne države posudile puno sredstava od banaka iz drugih država, i te će banke ući u poteškoće zbog uskih međubankarskih veza.

Kako god se problem ģirio, poteškoće uvijek nastupaju jer države odnosno vlade, koje se u normalnim vremenima zbog fiskalnog kapaciteta smatra prvorazrednim dužnicima i Åspasiteljima u krajnjoj nuģdi, nemaju financijski kapacitet koji bi jamčio obavljanje najvažnije stabilizacijske uloge.

Kada se shvatilo da bi države i banke mogle u isto vrijeme postati nesolventne, otvoren je i treći problem. Pojavile su se spekulacije o tome da bi prezadužene države izlaskom iz Eurozone i ponovnim uvođenjem vlastite valute mogle nekako riješiti svoje probleme. Ideja je jednostavna: Åtiskanjem novca, tj. neograničenim kreditiranjem, središnja banka spašava i državu i banke bez obzira jesu li solventne ili ne. Ćtoviģe, kako središnja banka na taj naćin može pokušati ciljati višu stopu deprecijacije od stope inflacije, usporedo se rješava i problem konkurentnosti koji u monetarnoj uniji inaće nije riješiv bez deflacije. Naizgled, monetarno bi rješenje moglo biti manje bolno, tj. moglo bi dovesti do manjeg pada proizvodnje i brģeg oporavka, kao u Argentini poslije bankrota 2002.

Rješenje plijeni svojom jednostavnoću kada se predstavi na ovaj naćin. Stoga ne ćudi da brojni komentatori, trģiģni sudionici i kreatori politike izlaz za Grčku vide u izlasku iz Eurozone, tj. u povratku drahmi koju bi centralna banka mogla plasirati u neograničenim kolićinama. Paradoksalno je da u dosadašnjem tijeku krize taj izlaz nisu vidjeli i sami Grci. No, zbog stalne prisutnosti ove spekulacije u medijima i politićkim krugovima, još je viģa percepcija rizika, još su viģi prinosi na državne obveznice Grčke i drugih juģnoeuropskih zemalja, i još je snaģnije raģiren osjećaj nadolazeće financijske katastrofe koji uzima danak u vidu odgoćenih investicija i sporijega gospodarskog rasta. To znaći da spekulacije o izlasku Grčke iz Eurozone mogu poprimiti karakter samoispunjavajućeg oćekivanja: ģto se viģe spekulira

o izlasku, veća je percepcija rizika. Zatim rastu premije rizika, a to pak povećava vjerojatnost da će se scenarij izlaza iz monetarne unije na kraju moći i ostvariti.

#### Ljvrđe fiskalno povezivanje nije jedina alternativa raspadu Eurozone

Između valova financijske panike i straha, kreatori politike pokušavaju kontrolirati krizu. Proces je daleko od idealnog. Na primjer, ECB-ove kupnje državnih obveznica (i njihovo prihvaćanje u vidu kolaterala), podijelile su Izvršni odbor središnje banke i dovele do ostavke jednoga člana<sup>2</sup> koji nije mogao podnijeti da središnja banka kupuje obveznice zemalja za koje nitko unaprijed ne zna jesu li fiskalno solventne (Italija i Španjolska). Nadalje, novoosnovani Europski fond za financijsku stabilnost (eng. EFSF i European Financial Stability Facility) koji sada raspolaže s 440 mlrd eura kapitala za intervencije, eksplicitno je podijelio javnost u nekim zemljama, iako su njihove vlade na kraju pristale na financiranje fonda (Slovačka, Finska, Nizozemska, Austrija, Njemačka). Građani tih zemalja ne žele financirati građane u drugim zemljama Unije. Zauzimanje za neke nove financijske institucije kod kojih postoji strah da će se baviti prikrivenim transferima između država, poput EFSF-a, imalo je i izravne učinke za političare koji su se zauzimali za takva rješenja. Slabljenje utjecaja Angele Merkel unutar stranke CDU i niz poraza stranke na lokalnim izborima tumači se upravo reakcijom njemačkih birača koji ne žele izravno ili neizravno financirati Švajncake. I spomenutu ostavku člana odbora ECB-a Jurgena Starka treba promatrati u tom kontekstu.

Prema tome, sporost u izgradnji nove arhitekture financijske stabilnosti unutar Eurozone posljedica je visoke političke cijene njezine uspostave. Cijena je povećana i zbog činjenice da se jedan dio tržišnih sudionika i europskih ekonomista te intelektualaca otvoreno zalaže za fiskalnu uniju, odnosno stvaranje tzv. fiskalne transferne Europe. Prema tome gledanju, Eurozona ne može opstati u sadašnjem ili nekom sličnom obliku. Ili će se raspasti, pa će pojedine zemlje tiskanjem novca rješavati svoje probleme, ili će se pokrenuti u smjeru jače fiskalne integracije, pa će financijski stabilne zemlje upuštati transfere u zemlje koje ne mogu podmirivati svoje dugove. Dakle, uz čestu tezu o izlasku iz Eurozone kao rješenju za Grčku, imamo i drugu čestu tezu o navodno crno-bijeloj alternativni: ili raspad monetarne unije, ili fiskalna unija u Eurozoni.

Riječ je o nametnutoj dilemi. Ne postoji niti jedan teorijski, povijesni ili politički razlog zbog kojega bi ta dilema predstavljala relevantan okvir za razmišljanje i odlučivanje o budućnosti Eurozone. Pokazat ćemo kako se već sada može predvidjeti da će Eurozona opstati, ali da ova kriza neće iznjedrati fiskalnu odnosno transfernu uniju unutar monetarne unije. Krajnje pojednostavljeno: *monetarna unija može postojati i uz autonomne fiskalne politike zemalja članica ako prezadužena članica može bankrotirati, uz uvjet da postoji razvijen mehanizam rješavanja problema u sistemski važnim financijskim institucijama.*

*Monetarna unija može postojati i uz autonomne fiskalne politike zemalja članica ako prezadužena članica može bankrotirati, uz uvjet da postoji razvijen mehanizam rješavanja problema u sistemski važnim financijskim institucijama*

---

<sup>2</sup> Njemački član Jurgen Stark podnio je ostavku 8. rujna 2011.



Drugim riječima, mehanizam rješavanja problema u sistemski važnim institucijama ne zahtijeva postojanje transferne fiskalne unije. Riječ je o izgradnji zajedničkog mehanizma olučivanja financijske stabilnosti, u kojemu financijske transakcije nemaju karakter transfera nego interventnih kupnji i prodaja financijskih instrumenata nalik američkom TARP-u (eng. Troubled Asset Relief Program). TARP, tj. njegov dio namijenjen intervencijama u financijskom sustavu, prema zadnjim procjenama neće potrošiti niti dolara američkih poreznih obveznika i sve će se uloženo vratiti i vlada će zaraditi, a odigrao je ključnu ulogu u financijskoj stabilizaciji posrnulog bankarskog sustava nakon krize drugorazrednih hipotekarnih kredita 2008. Jasno je da takav interventni mehanizam za rješavanje problema ne može posloovati bez rizika. Rizik i ako dospije na naplatu, u krajnjoj se liniji može promatrati kao transfer, no poanta je da se tim rizikom upravlja u cilju povećanja ukupne financijske stabilnosti tako da korist od nje bude veća od troška rizika. Eurozona je u potrazi za takvim zajedničkim mehanizmom.

***Ključ rješenja krize leži u odgovoru na jedno pitanje: koje su države solventne, a koje nisu?***

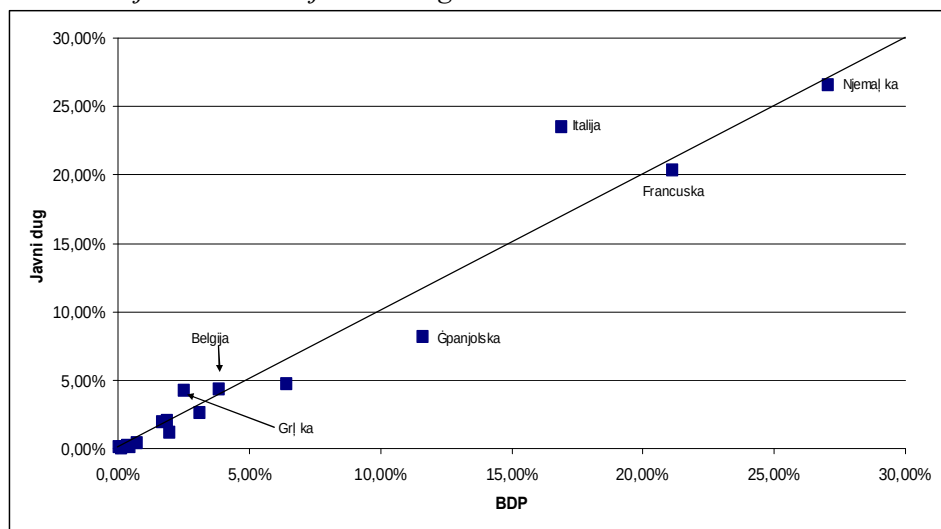
Krajnji je cilj ovoga broja HUB Analiza informirati stručnu i širu javnost te kreatore politike o složenim aspektima nove arhitekture financijske stabilnosti koja nastaje u Eurozoni. Razumijevanje razloga nastanka nove arhitekture, trenutna njezina funkcioniranja te dvojbi i vjerojatne evolucije toga sustava u budućnosti, od iznimne su važnosti za Hrvatsku koja će za manje od dvije godine postati članicom EU. Hrvatska će se tada morati strateški opredijeliti u pogledu ulaska u mehanizam ERM II i predvorje eura. Izgleda da u Hrvatskoj zbog krize raste skepticizam prema euru i Eurozoni, no to nije posljedica duboke analize i promišljanja aktualne situacije, već proizlazi iz nedovoljne informiranosti, i nedostatka kvalificiranih analiza i rasprava na ovu temu.

## **II. Stvarne dimenzije dužničke krize u Europi**

Ukupni javni dug sedamnaest članica Eurozone iznosio je 7,837.2 milijardi eura ili 85,1% BDP-a na kraju 2010. Raspored duga među zemljama članicama prikazan je na slici 1. Prikazani su udjeli država u BDP-u Eurozone naspram udjela u javnom dugu. Njemačka, Španjolska, Italija i Francuska zajedno imaju 78,4% ukupnog javnog duga Eurozone. Među velikim zemljama samo Italija odskoči daleko iznad linije jednakosti, što znači da joj je javni dug bitno veći od BDP-a (omjer oko 120%). Dodaju li se tomu i dvije srednje velike zemlje koje odstupaju od linije jednakosti prema gore i Belgija i Grčka, doći ćemo do ukupnog udjela šest zemalja (četiri velike i dvije visoko zadužene) u javnom dugu Eurozone od 87,1%. Omjeri javnoga duga i BDP-a prikazani su na slici 2.

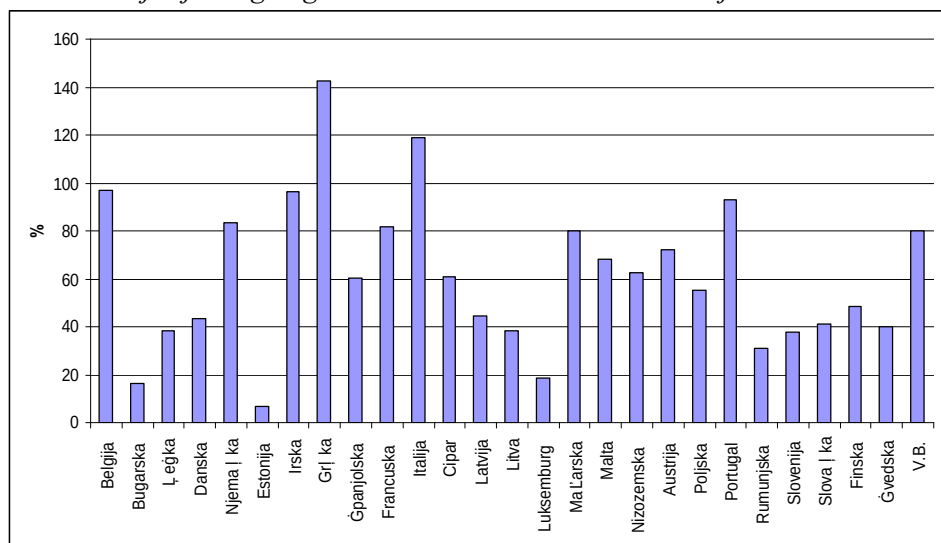
Odnosi velikih pojedinih zemalja bitno određuju razmišljanje o fiskalnoj i financijskoj stabilnosti u Eurozoni. Ključno pitanje glasi: koje su države solventne, a koje nisu? Koje su u stanju dugoročno podmirivati svoje obaveze, a koje nisu?

Slika 1. Udjeli u BDP-u i javnom dugu članica Eurozone



Izvor: Eurostat, vlastiti izračuni

Slika 2. Omjer javnog duga i BDP-a kod članica EU na kraju 2010.



Izvor: Eurostat

Kada bi sve zemlje osim jedne male bile solventne, problem bi se lako riješio preraspodjelom ili bankrotom (prestankom plaćanja obaveza po javnom dugu). Ako bi postojala politika volja za solidarnim jamčenjem obaveza, 16 velikih solventnih jamčilo bi za malu, nesolventnu državu. Veliki ne bi ni osjetili kada bi mala zemlja bankrotirala, a jamstvo dospjelo na naplatu.

Iako se bankrot ne bi ni osjetio, jamčenje za obaveze prezadužene države postavlja ključno političko pitanje: želi li jamčiti za obaveze drugih zemalja? Ma kako izdatak po osnovi aktiviranog jamstva bio malen, ne postoji niti jedan dobar razlog zbog kojega bi građani države X trebali plaćati obaveze građana države Y, iako su obje države članice EU i koriste euro. I u homogenim državama rijetkost je da susjed jamči za obaveze susjeda, bez obzira je li susjed obitelj, druga zajednica, federalna jedinica, ili država.

### Veliki i mali: nitko nije mali kada su svi povezani

Bit problema s jamstvima je u tome što u Eurozoni više ne postoje zemlje s Åanalim dugovima. Na primjer, ako bi Njemačka morala platiti polovicu javnoga duga Grčke, trošak bi iznosio 6,6% njemačkoga BDP-a. To je vrlo velika svota. Upravo zbog odnosa veličina i osjećaja pravednosti na kojemu počinje socijalna kohezija (pa i ona između naroda), solidarna su jamstva za jedinice lokalne uprave i samouprave ograničena i unutar unitarnih ili federalnih država. Na primjer, u Hrvatskoj je mogućnost za zaduživanje na lokalnoj razini strogo ograničena zakonom, iako je stupanj solidarnosti između Zagreba i Međimurja sigurno veći nego između Finske i Grčke. I u federalnim državama s razvijenim financijskim sustavima – SAD-u, Kanadi i Njemačkoj, postoje i vrsta ograničenja za lokalno zaduživanje. Prezadužena federalna jedinica u načelu može bankrotirati. U SAD-u je u povijesti zabilježeno oko 600 neplaćanja obaveza država, gradova i drugih jedinica lokalne vlasti. Iako je i bogata Kalifornija bankrotirala, dok se jedino središnjoj federalnoj vladi tako nešto nikada nije dogodilo.<sup>3</sup>

*Federalne su  
fiskalne unije jačale  
u krizama kroz  
povijest, no ta se  
jednostavna  
fiskalna analogija  
vjerojatno ne odnosi  
na Eurozonu.*

Federalne su fiskalne unije kroz povijest jačale u razdobljima krize (Bordo, Jonung i Markiewicz, 2011). Ovi autori zbog toga zaključuju da bi fiskalna unija u Eurozoni u ovoj krizi morala ojačati ne bi li unija izbjegla dezintegraciju. Takav pogled trenutno zastupa veliki broj ekonomista, političara i intelektualaca u Europi i izvan nje. Međutim, problem je u tome što povijesne analogije nisu dobra metoda zaključivanja. Problem je u nametnutoj dvojbi: ili izvršiti integraciju, ili neizbježna dezintegracija. Pokazat ćemo da ta crno-bijela slika nije zasnovana na realnom funkcioniranju Eurozone i njejoj politici koja ekonomiji u ovom povijesnom trenutku.

U našem početnom modelu razmišljanja sa 16 solventnih i 1 malom nesolventnom članicom Unije, uistinu može izgledati da s jedne strane imamo mogućnost solidarnog jamstva za obaveze male nesolventne članice, dok s druge strane postoji opcija njena izlaska iz Unije, vraćanja (slabije) nacionalne valute i proglašavanja moratorija na otplatu dugova ili otpisa dijela dugova. Takav je potez povukla Argentina 2002, o čemu pišemo dalje u tekstu. U tom slučaju, trošak nesolventnosti snose vjerovnici. To se čini pravednim, jer i vjerovnici moraju snositi svoj dio odgovornosti ako su kreditirali prezaduženu vladu više nego što je trebalo. Međutim, opisani je model toliko udaljen od gospodarske realnosti, da se ne može koristiti kao osnova za formiranje mišljenja i donošenje odluka o aktualnim problemima u Eurozoni.

Razloga ima nekoliko. Prvo, u krizama (i neposredno prije njihova izbijanja!) nije lako odrediti koja je zemlja solventna, a koja nije (tim se pitanjem bavimo u sljedećem poglavlju). Zbog toga je iluzorno očekivati da kreditori mogu filigranskom preciznošću zaustaviti kreditiranje prije nego je prekasno. Prema tomu, povremene su pogreške neizbježne i kod najopreznijih kreditora. Drugo, u krizama postoji veći broj zemalja u obje grupe (solventne i nesolventne).

---

<sup>3</sup> Samo šest država starijih od 60 godina nikada nije bankrotiralo: SAD, Australija, Novi Zeland, Kanada, Tajland i Danska (Roggoft i Reinhart, 2009).

Osim samoga broja, važna je i njihova relativna veličina, jer veličina problema zavisi o tome kakva je relativna veličina nesolventnih u odnosu na solventne zemlje: ako je omjer nesolventnih u odnosu na solventne velik, problem će se teže rješavati, jer solventne će zemlje biti samo fiktivno (kratkoročno) solventne. Uske financijske i ekonomske veze između solventnih i nesolventnih članica Unije posvuda će prenijeti krizne impulse. Drugim riječima, ako je veličina nesolventnih ekonomija dovoljno velika u odnosu na veličine solventnih ekonomija, svi su nesolventni.

*U monetarnoj se uniji pojavljuju negativne mrežne eksternalije zbog kojih je vrlo teško iscrtati jasnu granicu (ne)solventnosti država.*

Ilustracije radi, tablica 1. prikazuje tri varijante odnosa solventnih i nesolventnih država članica Eurozone. U prvoj je varijanti samo Grčka nesolventna. U drugoj su nesolventne Grčka, Irska i Portugal. U trećoj se varijanti Italija i Španjolska pridružuju grupi nesolventnih zemalja. Očigledan je diskontinuitet brojki između druge i treće varijante. Nesolventne zemlje u prve dvije varijante čine manje od 10% BDP-a i javnog duga zemalja Eurozone. Premda su i to ozbiljne dimenzije problema, on bi se u tom okviru mogao kontrolirati. Međutim, u trećoj varijanti, više od trećine BDP-a i gotovo 40% javnog duga dolazi iz nesolventnih zemalja. To znači da eskalacija problema u manjenu broju zemalja znači sistemsku krizu Eurozone. Takva se kriza ne može promatrati i rješavati kao problem pojedinih država. To uistinu jest zajednički problem, bez obzira što o tome mislio glasač u Austriji, Finskoj ili Njemačkoj. I da nema monetarne unije problem bi također bio velik kada bi otpлата 40% javnog duga u Europi postala upitna.

*Tablica 1. Tri varijante krize prezaduženosti vlada u Eurozoni prema podacima za 2010.*

|                     | Varijanta 1      |                       | Varijanta 2            |                       | Varijanta 3                     |                       |
|---------------------|------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|---------------------------------|-----------------------|
|                     | Nesolventne (GR) | Solventne (sve druge) | Nesolventne (GR,IR,PT) | Solventne (sve druge) | Nesolventne (GR,IR,PT, ITA,ESP) | Solventne (sve druge) |
| Udjel u BDP-u       | 2,5%             | 97,5%                 | 6,1%                   | 93,9%                 | 34,6%                           | 65,4%                 |
| Udjel u javnom dugu | 4,0%             | 96,0%                 | 8,1%                   | 91,9%                 | 39,0%                           | 60,8%                 |

Izvor: Eurostat

To nas dovodi do trećeg, najvažnijeg problema: gospodarstvo, a napose financijski sustav, predstavlja složenu mrežu kojom se potičajni i inhibirajući impulsi šire na mnogobrojne, ponekad i nepredvidive načine. Ekonomisti ovu pojavu zovu mrežne eksternalije. One mogu biti pozitivne i negativne. I jedne su i druge bitno pojačane u monetarnoj uniji. U nastavku ćemo razlikovati gornji, srednji i donji put širenja eksternalija kroz umreženi financijski i gospodarski sustav monetarne unije:

*Gornji put (vidljivi ili izravni put – put koji vodi preko državnog duga):* nesolventnu državu X kreditirale su banke iz država Y, Z koje su zbog toga i same ušle u probleme. Uočite da se problem prenesen putem gornjega puta može dalje multiplicirati u mreži ako je inicijalni problem dovoljno velik. Na primjer, banke iz država Y, Z koje su kreditirale nesolventnu državu X mogu zapasti u poteškoće zbog gubitaka na obveznicama zemlje X i izazvati produbljivanje krize na dva načina: sporije kreditiranje usporit će gospodarski

rast u zemljama Y, Z é , i njihovim trgovačkim partnerima,<sup>4</sup> a potreba za dokapitalizacijom banaka zbog gubitaka na državnim obveznicama može uzrokovati krizu proračuna u zemljama Y i Z. Takav je slučaj s bankama na Cipru koje su kupovale Grčke obveznice.

*Srednji put (ili financijski, međubankarski put):* nesolventnu državu X kreditirale su banke iz države X, no banke i drugi financijski posrednici iz država Y, Z é kreditirali su ili ulagali u banke iz države X, čija nesolventnost sada ugrožava solventnost banaka - kreditora. Uočite da se problem prenesen putem srednjega međubankarskog puta može dalje multiplicirati u mreži kao i u slučaju prijenosa putem gornjega puta.

*Donji put (ili put trgovačke razmjene)* i nesolventna država X u pravilu upada u zamku financijske krize koja je praćena padom proizvodnje i potrošnje, što znači da tijekom krize manje uvozi. Manja potražnja iz zemlje X negativno utječe na izvoz i BDP zemalja Y, Z, é koje izvoze u zemlju X. Na primjer, Njemački izvoz u Grčku predstavlja 0,2% BDP-a Njemačke. To nije malo, ali je dovoljno malo da Nijemci u razmišljanju o grčkom problemu mogu ignorirati donji put trgovačke razmjene. Međutim, Italija je, uz SAD i Veliku Britaniju, najveći vanjskotrgovački partner Njemačke. Njemački izvoz u Italiju (59 mlrd EUR 2010.) čini 2,4% njemačkog BDP-a. Izvoz u Španjolsku (34,4 mlrd) čini 1,4% njemačkog BDP-a.<sup>5</sup> U slučaju eskalacije krize u Eurozoni, Nijemci neće moći ignorirati donji put. Čeljet će oživati stabilnost tržišta za svoj izvoz.

Nažalost, ne postoji ekonomski model (za njega ne postoje čak ni odgovarajuće statističke osnove), koji bi mogao opisati složene mrežne odnose i predvidjeti sve posljedice širenja poticajnih i inhibirajućih impulsa. Prema tome, pitanje predstavljanja problema umreženosti i povezanosti u monetarnoj uniji biračima, već na prvom koraku nailazi na nepremostivu prepreku: ne možemo jasno razlikovati solventne i nesolventne države i njihove složene međusobne veze koje su pojačane u monetarnoj uniji.

### III. O problemu bankrota država i mjerenja fiskalnog kapaciteta

Bankrot ili trajna nesposobnost podmirenja obaveza isto je što i nesolventnost i situacija u kojoj vrijednost obaveza premažuje vrijednost imovine. Utvrđivanje (ne)solventnosti nije lagan zadatak niti kada su u pitanju tvrtke koje imaju jasno definiranu vertikalnu odlučivanja, imovinu i obaveze. Problem utvrđivanja nesolventnosti država puno je veći, jer demokratsko odlučivanje zahtijeva vrijeme i veliki politički napor, a skup državne imovine koja se može prodati ili založiti, ili fiskalne mjere koje se mogu poduzeti u slučaju dugničke krize, najteže nisu jasno definirani jer zavise o budućim političkim odlukama.

*Nesolventnost države nije isto što i nesolventnost tvrtke jer spremnost države na angažiranje državne imovine i dodatni fiskalni napor radi otplate dugova zavisi o budućim političkim odlukama.*

<sup>4</sup> Na ovaj kanal prijenosa upozorava MMF (2011: 4) u rujanskom broju *Global Financial Stability Reporta*.

<sup>5</sup> Podatci iz baze podataka UN Comtrade: <http://comtrade.un.org>

Politička ekonomija daje približan odgovor na pitanje o tome kojom imovinom država raspolaže u svrhu podmirenja svojih obaveza. Naime, neka zemlja može biti bogata (velike državne infrastrukturne tvrtke, prirodni resursi), no odluku o prodaji tih resursa radi podmirenja obaveza možda neće biti moguće donijeti iz političkih razloga. Takva zemlja može u isto vrijeme biti i bogata resursima i fiskalno nesolventna, barem na kratak rok. Vlada svake zemlje je suveren koji može izabrati da joj se više isplati ne platiti obaveze ako racionalno kalkulira takav ishod. Takav je bio slučaj u Argentini 2002., o čemu detaljnije pišemo dalje u tekstu.

***Ključno je koliko neka zemlja može povećati budući napor fiskalne prilagodbe – to je njezin pričuveni fiskalni kapacitet.***

Nadalje, neka zemlja može imati razmjerno niske poreze i veliki potencijal podmirenja obaveza iz povećanih poreza, no povećanje poreznog opterećenja možda neće biti politički izvedivo. Unatož niskim porezima, i takva zemlja može postati fiskalno nesolventna. Naravno, ako zemlja nema ekonomske resurse i ako su porezi već relativno visoki, problem je složeniji.

Willem Buiter (2009: 18) vrlo precizno opisuje ovaj problem: „*Nacije u kojima je politički život snažno polariziran možda neće biti u prilici formirati koalicije koje se mogu usuglasiti oko podjele dodatnog fiskalnog tereta. Nacije sposobne za konsenzus o ulozi vlade i o tome što je fer oporezivanje, imat će veći pričuveni fiskalni kapacitet nego nacije u kojima postoje velike ideološke razlike o ulozi države i nizak stupanj suglasnosti o tome što je pravedna raspodjela dohotka i poreznog opterećenja.*“<sup>6</sup> Citat jasno upućuje na razloge zbog kojih tehnička analiza fiskalnih brojki ima ograničen doseg u objašnjavanju i predviđanju fiskalnih poteškoća. Problem prezaduženosti pojedinih država u osnovi je političko-ekonomski problem koji izlazi izvan okvira tehničke fiskalne analize.

### Pričuveni fiskalni kapacitet

Unatož tomu, fiskalna analiza može dobro poslužiti kao okvir za razmišljanje o (ne)solventnosti. Ona može pomoći u izvodu definicije pojma *pričuvenog fiskalnog kapaciteta* (Buiter, 2009). *Pričuveni fiskalni kapacitet* pokazuje koliko neka zemlja može povećati javne izdatke odnosno deficit u reakciji na krizu, a da pritom njezina fiskalna održivost (solventnost) ne bude ugrožena. Pričuveni fiskalni kapacitet nije važan samo zbog izvedbe uobičajene anticikličke fiskalne ekspanzije u krizi, nego i zbog mogućeg podnoženja tereta intervencije u financijskom sustavu, potreba koja se često javlja u krizama. Za tu su svrhu ponekad potrebna velika sredstva poreznih obveznika

<sup>6</sup> Zanimljivo je da Buiter kao prvi tip države navodi Veliku Britaniju, a SAD kao drugi tip države. Također treba primijetiti da problem koji opisuje Buiter ima i svoju dublju dimenziju, a to je pitanje društvene kohezije. Na pojavnjoj razini, društvena kohezija objašnjava zbog čega radikalni programi fiskalne štednje koji su uvedeni u Irskoj i Latviji nisu doveli do nasilja na ulicama, dok je samo malo bilo dovoljno da izazove nasilje na ulicama grčkih gradova. No, pitanje je što je to društvena kohezija? Odgovor se nalazi s onu stranu ekonomske analize. Gauri, Woolcock i Desai (2007: 2) u središnje analize dovode *Intersubjektivno značenje*: „*Intersubjektivno se značenje odnosi na raširenost zajedničkog razumijevanja o problemima i rješenjima problema s kojima se društvo suočava među relevantnim društvenim akterima.*“ Prema ovim autorima, *krhkost* neke zajednice, nasuprot koheziji, odražava se u brojnim, nerijetko suprotstavljenim, načinima razumijevanja glavnih društvenih problema i njihovih rješenja.

i iznimna politika umješnost u objašnjavanju da se spašava javno dobro (stabilnost), a ne banke i bankari.

Definirat ćemo prijavni fiskalni kapacitet. Neka je  $s$  primarni fiskalni saldo (ukupni saldo proračuna umanjen za otplate kamata na javni dug u odnosu prema BDP-u), i neka je  $d$  omjer javnog duga i BDP-a. Promjena omjera javnog duga i BDP-a (lijeva strana jednadžbe) zavisi o razlici između prinosa na javni dug ( $r$ ) i stope rasta ekonomije ( $g$ ), te o primarnome saldu  $s$ :

$$\frac{\Delta d}{d} = (r - g)d - s$$

Na visokim razinama javnoga duga, kakve bilježimo u većini zemalja Eurozone, svaki trajni rast omjera  $d$  može se smatrati indikatorom fiskalne neodrživosti ili nesolventnosti. To je slučaj kada je desna strana gornje jednadžbe pozitivna. Takav odnos vrijedi kada je kamatna stopa ( $r$ ) veća od dugoročne stope rasta ( $g$ ), pri čemu omjer primarnog fiskalnog salda i BDP-a ( $s$ ) ne uspijeva kompenzirati odnos  $r-g$ , ili obratno; kada višak stope ekonomskog rasta nad prinosom na državne obveznice ne kompenzira primarni deficit (uolite da se u zemljama s javnim dugom koji je jednak BDP-u izraz svodi na  $r-g-s > 0$ , jer je  $d = 1$ ):

$$(r - g) > \frac{s}{d}$$

Prema tomu, ekspanzivna fiskalna politika (primarni saldo  $s < 0$ ) ima smisla samo ako ne poremeti odnos kamatne stope i ekonomskog rasta, tj. ako ne dovede do rasta prinosa na državne obveznice i/ili usporavanja rasta ili pada ekonomske aktivnosti. Ako je javni dug visok u odnosu na BDP, a ekonomski rast ugrožen, primarni deficit može pogoršati situaciju kroz pokretanje spirale rasta kamatnih stopa, kao što je bio slučaj u Grčkoj, Portugalu i Irskoj, i kao što sada prijeti Italiji i Španjolskoj koje već plaćaju prinose veće od 5% na desetogodišnje državne obveznice. Jednako tako, ako je dug visok i ako su prinosi na obveznice već reagirali prema gore, fiskalna restrikcija (primarni saldo  $s > 0$ ) može djelovati blagotvorno kroz smanjivanje prinosa i dovođenje odnosa u dinamičku ravnotežu (anticiklička fiskalna kontrakcija).<sup>7</sup>

Prijavni fiskalni kapacitet (PFK), koji pokazuje što vlada može uložiti fiskalnom ekspanzijom u krizi, jednak je razlici između potencijalnog primarnog suficita u uvjetima fiskalne konsolidacije ( $s^{\max}$ ) i aktualnog primarnoga salda u fazi fiskalne intervencije:

$$PFK = s^{\max} - s$$

Očito je da je konstrukcija prijavnog fiskalnog kapaciteta hipotetička i da zavisi o političko-ekonomskim i društvenim čimbenicima koje nije moguće lako izmjeriti. Sve se naime svodi na pitanje koliki je fiskalni napor zemlja u

*Ekspanzivna fiskalna politika ima smisla samo ako ne poremeti odnos kamatne stope i ekonomskog rasta odnosno ako ne dovede do rasta prinosa na državne obveznice i/ili usporavanja ekonomske aktivnosti.*

<sup>7</sup> Buitier (2009) ovo naziva Minsky efektom. Detaljnije o tome vidjeti u HUB Analizama br. 16 i 24.

stanju podnijeti: koliki je maksimalni primarni suficit koji politički sustav i politička kultura mogu proizvesti kroz fiskalnu konsolidaciju?

*Grčka je za sada jedina država u Eurozoni, za koju sa sigurnošću možemo reći da nije solventna.*

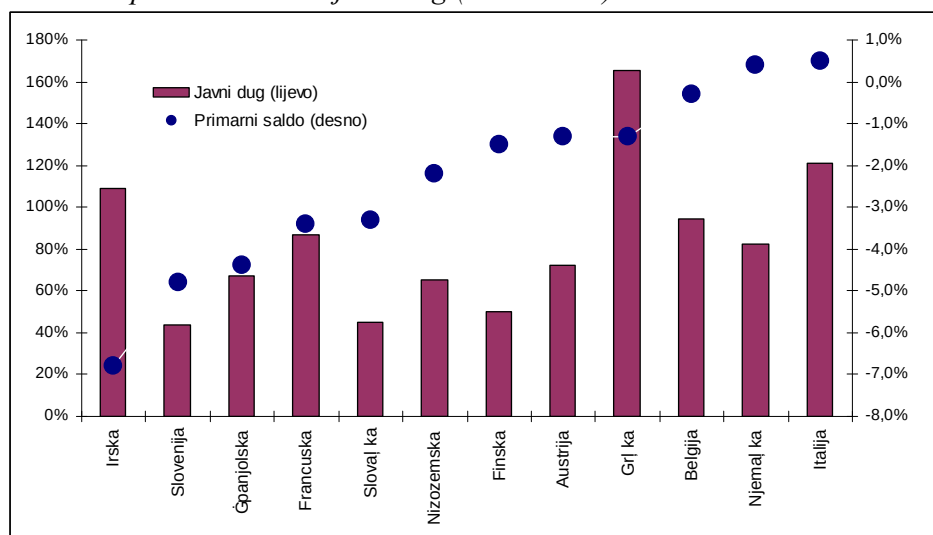
Novija europska povijest poznaje fiskalne prilagodbe između 5 i 10 postotnih bodova BDP-a. Iako je i Italija u drugoj polovici 90-tih izvela značajnu fiskalnu prilagodbu od oko 7 postotnih bodova BDP-a. No, Grčka nikada nije imala fiskalni suficit, a primarni joj je saldo bio pozitivan samo u prijašnjim godinama kada se željela pokazati dobrim kandidatom za monetarnu uniju.<sup>8</sup> No, i taj je rezultat postignut u godinama brzoga gospodarskog rasta i slabe kontrole fiskalnih statistika, pa ga treba uzeti s rezervom. Stoga možemo sumnjati u sposobnost Grčke da izvede odgovarajuću fiskalnu prilagodbu.

Grčka je zapravo jedina zemlja za koju se može utvrditi visok stupanj sigurnosti da potrebna fiskalna prilagodba nije moguća. Ona je u zažaranom krugu pada BDP-a i rasta prinosa na obveznice, i to u uvjetima u kojima se u ovoj godini očekuje primarni deficit od -1,3% BDP-a (slika 3.). Za Grčku vjerojatno nema drugoga izlaza do otpisa ili reprogramiranja dijela duga (taj je proces već započeo o čemu pišemo dalje u tekstu).

Na prvi pogled, Irska je u sličnoj situaciji (slika 3.). Primarni deficit je i dalje vrlo visok (gotovo -7% BDP-a). Međutim, u Irskoj nema protesta na ulicama i još nije poznato kakvu je fiskalnu prilagodbu sposobna izvesti. Portugal je smanjio primarni deficit i politički se čini stabilnijim od Grčke. Italija iako očekuje primarni suficit u 2011., što bi moglo kompenzirati višak kamatne stope iznad stope rasta gospodarstva. Španjolska je situacija prilično loša (primarni deficit od -4,4% BDP-a), no Španjolska ima i niži javni dug, što se u političkom vremenu prevodi u više vremena za fiskalnu prilagodbu.

*Slika 3.*

*Očekivani primarni saldo i javni dug (u % BDP-a) 2011.*



Izvor: Global Financial Stability Report, str. 8., t. 1.2., September 2011, Washington: IMF.

<sup>8</sup> Grčka je kasnije ušla u Eurozonu i 2001. Za podatke vidjeti HUB Analizu br. 31.



Na temelju jednostavnih fiskalnih indikatora nije moguće procijeniti stupanj fiskalne solventnosti neke države. Izuzmemo li Grčku, ne postoji niti jedna država koja koristi euro, a za koju i tehnička fiskalna i političko-ekonomska analiza jasno pokazuje nesolventnost. Međutim, iz istoga razloga za neke druge države ne možemo biti sigurni da ih slični problemi neće zaobići u budućnosti. Na primjer, Francuska ima primarni deficit od -3,4% BDP-a uz visok javni dug. Očekivano smanjenje kreditnog rejtinga Francuske (koja i dalje ugića rejting AAA), izaziva nervozu.

***Bankrot države se svodi na problem raspodjele u uvjetima u kojima ne postoje običaji i zakoni koji uređuju ponašanje u takvim situacijama.***

Glavna je poruka da *ne postoji univerzalna formula pomoću koje se mogu razlikovati solventne od nesolventnih država. Razlog leži u tome što solventnost zavisi o sposobnosti podmirivanja obaveza u dugom roku u budućnosti, a budućnost je inherentno neizvjesna. Uz to, buduću kreditnu sposobnost države u velikoj mjeri određuju nemjerljive političko-ekonomske varijable kao što su buduća mogućnost povećanja poreza i/ili smanjenja javnih izdataka, buduća mogućnost prodaje državne imovine, sposobnost gospodarskoga rasta u budućnosti i sl.*

#### Preraspodjela kao posljedica prezaduženosti: Grčka naspram Argentine

*Bez obzira na razlog koji ga izazove, svaki se bankrot države u osnovi svodi na političko-ekonomsko pitanje preraspodjele. Ono je posebno teško jer ne postoje običaji i zakoni koji određuju pravila ponašanja u takvim situacijama. Kao što ne postoje egzaktni načini iscrtavanja demarkacijske linije koja odvaja solventne od nesolventnih država, isto tako ne postoje niti egzaktni načini određivanja stupnja nesolventnosti, odnosno postotka duga koji će se otpisati nakon što se procijeni da je neplaćanje relevantna opcija. Zbog toga teški pregovori o raspodjeli gubitka mogu na dugi niz godina blokirati produktivne snage i pogled prema budućnosti, sve dok se ne dogovore pravila raspodjele naslijeđenoga gubitka.*

*Preraspodjela tereta prezaduženosti država ima statički i dinamički aspekt. U statičkom smislu, preraspodjela se svodi na preraspodjelu između dužnika i vjerovnika. Dužnik se želi riješiti što većega dijela duga, no svjestan je da će mu se vrata financijskoga tržišta za nova zaduženja zatvoriti na duže vrijeme (ili će trošak zaduženja biti prohibitivno visok) ako inzistira na prevelikom otpisu staroga duga. Vjerovnik s druge strane želi naplatiti što veći dio staroga duga, no svjestan je da ako inzistira na prevelikomu dijelu naplate, može provocirati jednostranu akciju dužnika (moratorij) i/ili može gurnuti dužnika u spiralu ekonomske depresije koja će dodatno umanjiti dugoročnu sposobnost vraćanja dugova. Takav ishod nije u interesu niti jednoj strani.*

Dodatnu složenost problemu dodaje činjenica da obje strane i zastupnici dužnika i zastupnici vjerovnika, znaju da bilo koji sporazum koji bude postignut, u konačnici moraju verificirati krajnje zainteresirane strane i krajnji nositelji moći. U slučaju zastupnika dužnika, to su njihovi birači. U slučaju zastupnika vjerovnika, to su dioničari. Stoga, kada potpisuju sporazum, zastupnici i jedne i druge strane moraju imati osjećaj da potpisuju sporazum koji će u oči krajnjih verifikatora sporazuma izgledati pravedno, što znači prihvatljivo. Kako je pravednost etički pojam koji je ukorijenjen u kulturi,

kulturna distanca između vjerovnika i dužnika može predstavljati ozbiljnu prepreku postizanju sporazuma i dugo podgrijavati konfliktnu situaciju bez rješenja. Argentina ni do danas, gotovo deset godina nakon neplaćanja, nije regulirala sve svoje odnose s međunarodnim vjerovnicima.

Usporedbe grčkoga slučaja s najvećim bankrotom u povijesti i onim Argentine iz 2002., kada je proglašen moratorij na otplatu oko 100 milijardi USD javnoga duga, usredotočene su upravo na statičke aspekte preraspodjele. Sama Argentina se de facto politički raspala duž linija moćnih lokalnih vlasti. Guverneri federalnih jedinica preuzeli su više moći od Buenos Airesa. Neke od jedinica su u krizi počele izdavati vlastite valute ne bi li financirale previsoke izdatke. Osiromaženo je stanovništvo bilo stalno na ulicama. Argentinci više nisu imali što za izgubiti, jer se vaga bila nagnula na stranu moratorija na otplatu duga, iako javni dug sam po sebi nije bio velik: godine 2002. iznosio je malo više od 40% BDP-a (Mussa, 2002). Ilustracije radi, danas u Eurozoni samo Estonija, Luksemburg, Slovenija i Slovačka imaju niži omjer javnoga duga nego Argentina 2002. I ta činjenica potvrđuje koliko su standardni fiskalni pokazatelji poput omjera javnog duga i BDP-a beskorisni kao indikatori (ne)solventnosti država. Naposljetku, nakon bankrota Argentine dogodila se i sretna okolnost i rast svjetskih cijena sirovina i hrane kojima Argentina obiluje, te snažan oporavak najvećeg vanjskotrgovaškog partnera Brazila. Tako je Argentina vrlo brzo obnovila ekonomski rast, ali ne zbog toga što je proglasila bankrot.

Slučaj Argentine 2002. posve je irelevantan kao orijentir za Grčku 2011./12. Naime, Argentina je mogla gotovo potpuno zanemariti sve dinamičke aspekte preraspodjele. Upravo dinamički aspekti koje objađnjavamo u nastavku i ine preraspodjelu složenim pitanjem, osobito u grčkom slučaju.

Prvo (gornji put), Argentina nije morala brinuti o tome što će se događati s inozemnim kreditorima. I da je željela voditi brigu o tome, mogla je izražavati da nitko sistemski važan neće biti bačen na koljena zbog njena moratorija na otplatu duga koji je bio u rukama udaljenih međunarodnih, uglavnom američkih kreditora. Argentinci su znali da im to olakšava političku poziciju: sama činjenica da nikome neće uzrokovati politički problem bila im je olakotna okolnost. Grci pak znaju da je značajan otpis njihova duga velika opasnost za mnoge sistemski važne banke u EU i da može pokrenuti girenje negativnih impulsa mrežom, što je veoma važno za vlade koje su Grčkoj partneri u EU.

Drugo (srednji put), Argentina nije imala što za izgubiti kada je riječ o argentinskim bankama koje su bačene na koljena prije neplaćanja. Naime, u trenutku argentinskog neplaćanja banke su bile iscrpljene dugotrajnim povlačenjima depozita i blokadama isplata. Iako argentinska kriza nije pokrenuta u bankarskom sektoru, do 2002. banke su već bile iscrpljene krizom koja je počela tri godine prije. Grčka s druge strane ima puno za izgubiti kada je riječ o bankama.<sup>9</sup> Ona je slučaj sličan argentinskome samo po tome što

*Preraspodjela je veći problem za Grčku 2011. nego Argentinu 2002. zbog uključenosti Grčke u političku, monetarnu, financijsku i ekonomsku mrežu monetarne unije, ali prije svega zbog puno većeg stupnja zaduženosti.*

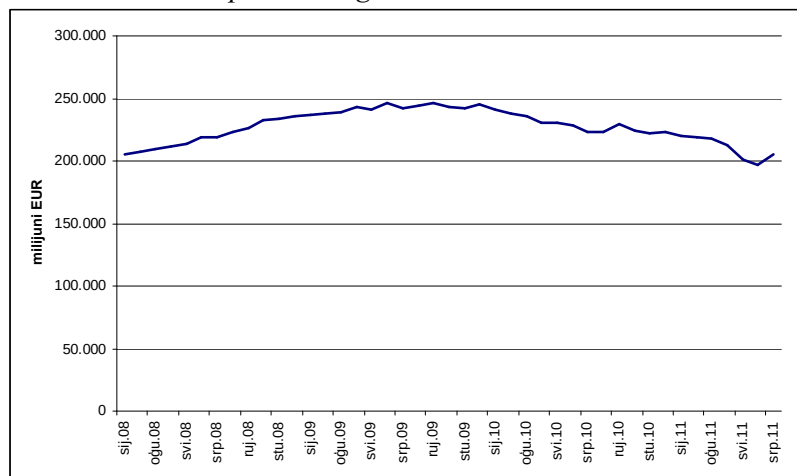
<sup>9</sup> Razmatranja na ovu temu također vidjeti u: Levy Yeyati, Martinez-Peria i Schmukler (2011): *Triplet crises and the ghost of the new drachma* [www.wox.eu.org](http://www.wox.eu.org)

banke nisu izazvale krizu. No velika je razlika u tome što su u dosadašnjemu tijeku krize grčke banke bile stabilnije od državnih financija. Kreatori politike u Grčkoj zbog toga žele sve da izoliraju sada već krhki bankovni sustav od problema s državnim financijama. Proglašenje neplaćanja i/ili izlazak iz Eurozone trenutno bi bacili bankarski sektor na koljena u državu koja nema priključnu fiskalnu kapacitet za interventnu stabilizaciju banaka. Stoga bi svako radikalno rješenje izlaska iz Eurozone predstavljalo siguran znak da se konačno rješenje traži u tiskanju novca odnosno visokoj inflaciji - rizik na strategija koja je za sada potencijalno rizičnija od alternativa.

*U dosadašnjemu  
tijeku krize grčke su  
banke bile stabilnije  
od državnih  
financija.*

U prilog tvrdnji o tome da Grci imaju puno za izgubiti u bankama govori podatak na slici 4. Kriza je nedvojbeno uzela danak u pogledu odljeva depozita iz banaka. Međutim, depoziti su još uvijek na razini iz zadnje pretkrizne godine. Događalo se špižanje povlačenje depozita, no kriza likvidnosti još nije eskalirala. Usporedbe radi, Argentina je proglasila moratorij sredinom 2002., nakon što se već dogodilo masovno povlačenje sredstva iz banaka i nakon što su depoziti kod domaćih banaka bili zamrznuti, a vlada premijera Duhaldea poslala u parlament zakon o pretvaranju depozita u državne obveznice. Zaključno, *države u pravilu ne bankrotiraju dok banke imaju neku šansu, jer države s koliko-toliko zdravim bankama smanjuju troškove krize i povećavaju šansu za brz oporavak.*

Slika 4. Domaći depoziti kod grčkih banaka 2008:01 – 2011:07



Izvor: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

Treće (donji put), Argentina je imala puno za izgubiti da nije ništa poduzela nakon što je glavni vanjskotrgovački partner i Brazil (trgovište od 203 milijuna ljudi) deprecirao svoju valutu real za čak 250% u odnosu na dolar između siječnja 1998. i rujna 2002. Argentina je na taj potez velikoga susjeda morala odgovoriti devalvacijom pesoa, a to je bilo moguće samo uz otpis dugova banaka i države u stranoj valuti jer je njihova protuvrijednost u domaćoj valuti nakon devalvacije sredinom 2002. povećana oko tri puta - toliko je snažna bila devalvacija nakon napuštanja fiksnog tečaja peso/dolar.<sup>10</sup> Grčka nije doživjela sličan vanjski šok jer se sa svojim glavnim partnerima nalazi u monetarnoj

<sup>10</sup> Tečaj pesoa bio je dugo vezan uz dolar 1:1. U lipnju 2002. tečaj je deprecirao do 3,75 pesoa za dolar, a nakon nekoliko mjeseci se normalizirao na razini oko 3 pesoa za dolar.

uniji. Realna aprecijacija u Grč koja bila je jednaka domaćoj grčkoj inflaciji, što znači da se eventualni gubitak konkurentnosti (realna aprecijacija) mora pripisati unutarnjim grčkim razlozima (ekspanzivnoj fiskalnoj i nekontroliranoj politici dohodaka) koji su doveli do prevelikog rata unutarnjih troškova, a ne tečajnoj politici glavnih vanjskotrgovačkih partnera. To je bitna razlika između grčkog i argentinskog slučaja. Osim toga, devalvacija bi u grčkom slučaju značila izlazak iz Eurozone što bi, pored drugih problema, moglo narušiti vanjskotrgovački položaj Grčke s obzirom da je, prema nekim tumačenjima, izlazak iz Eurozone moguć samo uz istovremeni izlazak iz EU. To bi znatno povećalo troškove operacije izlaska (Buiter i Rahbari, 2011)<sup>11</sup>.

*Neplaćanje javnog duga je problematično i zbog toga što može značiti prebacivanje tereta duga na buduće generacije.*

Četvrti dinamički aspekt preraspodjele odnosi se na unutarnju međugeneracijsku preraspodjelu. U svakoj odluci o neplaćanju javnoga duga sadržan je implicitan i vrlo složen odnos prema budućim naraštajima poreznih obveznika. Jer, neplaćanje se može promatrati kao način prebacivanja tereta otplate duga sa sadašnjih na buduću generaciju.

Događaj koji najčešće prethodi ili slijedi nakon neplaćanja jest reprogramiranje dospjelog duga. Takav je slučaj Grčke gdje je sadašnja vrijednost javnoga duga smanjena za 21% tako što se dospjela obveznica do 2020. reprogramirati na način da se polako otplaćivati tek od te godine (tzv. model uključivanja privatnog sektora i eng. PSI – private sector involvement<sup>12</sup>). Iako su svi bili usredotočeni na to kako će agencije za kreditni rejting ocijeniti reprogramiranje i kao djelomično ili potpuno neplaćanje, u biti je puno važnije uočiti razliku između reprogramiranja i otpisa kada je riječ o značenju tih operacija za financijske terete koji se prebacuju na buduću naraštaje. Riječ je o tome da su za otpis ili oprost duga potrebne dvije strane za stolom i dužnik i vjerovnik. Ako se dogovore, dolazi do statičke preraspodjele među uključenim stranama. Reprogramiranje je međutim drugačiji oblik dogovora u kojemu strada treća strana neodgovarajuće zastupljena za pregovaračkim stolom. To su budućih porezni obveznici koji će morati vraćati dug u dalekoj budućnosti. U slučaju Grčke, dug je toliko velik (sada već preko 150% BDP-a), da međugeneracijska preraspodjela može biti značajna, pa svaki grčki političar s imalo povijesne odgovornosti ne može smetnuti s uma da neizravno i moralno zastupa i interese budućih grčkih glasača i poreznih obveznika. To zasigurno otežava brzo pronalaženje rješenja jer onemogućava veliko teretanje budućih platitela radi rasterećenja sadašnjih. U Argentini je taj problem bio puno manje izražen, jer je tamo neplaćanje nastupilo na razini duga koja je bila gotovo četiri puta manja u odnosu na BDP nego u Grčkoj.

Kao što je reprogramiranje duga preraspodjela na teret budućih naraštaja, tako i visoka inflacija, koju se često zagovara kao moguću rješenje, predstavlja dvostruku preraspodjelu i na teret i sadašnjih i budućih generacija tj. onih koji nisu zastupljeni za pregovaračkim stolom. Među sadašnjima, inflacija tereti one koji se koriste novcem, a među budućima sve one koji nasljeđuju

<sup>11</sup> Treba napomenuti da tumačenje Buitera i Rahbaria nipošto ne treba uzimati kao definitivno. Problem pravnog tumačenja je otvoren.

<sup>12</sup> U trenutku pisanja rada polako se novi ciklus pregovora o otpisu 50% vrijednosti duga.

inflacijom obezvrjeđenu manju realnu vrijednost od prijašnjih naraštaja (ceteris paribus).

Jednako su važna i dva dodatna elementa međugeneracijske preraspodjele – ulinak na rast i ulinak na kamatne stope, odnosno premije rizika. Ako dužnici i vjerovnici postignu kvalitetan sporazum o dugu, dogovor će omogućiti ekonomski rast i na sljedeću će se generaciju prenijeti veća vrijednost nacionalnoga kapitala. Ako sporazum bude loš ili ako ga ne bude, ne samo da će razina bogatstva u budućnosti biti manja, nego će i premije rizika (prinosi i kamatne stope) dugoročno biti veći. To će vjerojatno smanjiti investicije i sposobnost za rast budućih naraštaja. Naravno, svi ti zaključci vrijede uz pretpostavku da se isključuje ulinak drugih varijabli.

Prema tomu, zaključili i/ili loš dogovor o rješavanju problema prezaduženosti neke države otvara opasnost stalnoga vraćanja problema na početak, uz ulazak u začarani krug. I zastupnici dužnika i zastupnici kreditora svjesni su ovih opasnosti, tako da rješavanje problema nije, kako se uobičajeno predstavlja, problem diametralno suprotstavljenih konfliktnih interesa dužnika i kreditora (borba oko raspodjele zadanog kolača koji u ovom slučaju ima gorak okus). To bi bilo tako kada bi samo statička preraspodjela bila važna. Problem je u većoj mjeri vezan uz rizike, neizvjesnost i nemjerljivost krajnjih ulinaka u uvjetima visokih transakcijskih troškova pregovaranja u kojima se u obzir uzimaju i dinamički učinci. Kada se problem sagleda u tom, širem svjetlu, vidi se da je on toliko složen da ne omogućava ležerno eksperimentiranje metodom pokušaja i pogrešaka. Naime, svaki dogovor koji ne uspije vjerojatno znači novi ciklus krize, gubitka vjerodostojnosti i novi krug mukotrpnog političkog pregovaranja.

Sada je jasno zbog čega se alternativna rješenja koja isključuju političke pregovore čine tako privlačnima. Trenutačno se u Europi događa prava inflacija ponude alternativnih alternativnih rješenja. Poglavlje zaključujemo pregledom ponuđenih rješenja na tragu izgradnje fiskalne transferne unije u Eurozoni.

### O (ne)mogućnosti transferne fiskalne unije u Europi

Ipak je i površnim promatračima jasno da je integracija dijela proračuna zemalja Eurozone (međudržavni transferi prema prezaduženim članicama) politički nemoguće rješenje koje bi doživjelo fijasko kod birača na sjeveru i dijelu srednje Europe. Zbog toga su ponuđene brojne alternative. Većina ih predstavlja inflaciju ideja, jer se u bitnome ne razlikuju od temeljne ideje fiskalne unifikacije.

Prva je mogućnost solidarno jamstvo za cijeli javni dug svih zemalja članica. Takvo je jamstvo politički neizvedivo iz istih razloga iz kojih nisu mogući izravni fiskalni transferi.

Druga je mogućnost solidarno jamstvo za budućni javni dug. To je isto kao da Europska komisija počne izdavati euroobveznice radi financiranja operacija u cilju financijske stabilnosti, a za njihovu otplatu solidarno proporcionalno jamče

***Zakašnjeli ili loš dogovor o rješavanju problema prezaduženosti države otvara opasnost stalnog vraćanja na početak.***

sve zemlje članice. Takav je aranžman neizvediv jer je fiskalna vjerodostojnost zemalja poput Grčke naružena do te mjere da im nitko ne vjeruje da će imati fiskalni kredibilitet u budućnosti. Solidarno jamstvo za buduću javnu dug imat će smisla onda, kada će svi jedni drugima vjerovati da će zauvijek ostati fiskalno solventni.

*Solidarno uzajamno  
jamstvo država  
članica Eurozone  
(euroobveznice)  
politički nije realno.*

Treća je mogućnost djelomično solidarno jamstvo do razine javnoga duga od 60% BDP-a. Prijedlog je poznat i kao prijedlog Āplavih obveznica (nasuprot Ācrvenim obveznicama koje se izdaju za javni dug iznad 60% BDP-a, a za koje solidarno jamstvo ne vrijedi). Prema tom prijedlogu, samo bi Āplave obveznice bile prihvaćene od strane ECB-a za operacije refinanciranja.

Premda konceptualno zanimljiv, prijedlog je suožen s nekoliko problema. Prvo, ne rješava akutno stanje fiskalne nesolventnosti nekih država. Drugo, uvodi visok stupanj neizvjesnosti u pogledu sudbine Ācrvenih obveznica. Banke bi ih nastojale rasprodati, što bi im znatno oborilo cijenu, a samo Estonija, Luksemburg, Finska, Slovenija i Slovačka u Eurozoni ne bi imale Ācrvene obveznice. Ukupni iznos Ācrvenih obveznica iznosio bi oko 2,3 bilijuna eura, što je veoma velik iznos s nepredvidivim ulinkom na financijskom tržištu. Treće, limitirano jamstvo do 60% BDP-a ne isključuje problem teškog političkog odlučivanja. Ne treba smetnuti s uma da parlamenti i o tome moraju donijeti odluku iako je za pretpostaviti da bi ta odluka bila lakša zbog limita do 60%. Stoga se čini da su Āplave obveznice zanimljiv koncept za neka buduća razmatranja, no fokusiranje na taj prijedlog u ovomu bi trenutku apsorbiralo golemu političku i administrativnu energiju, s posve neizvjesnim ulinkom koji bi se na kraju mogao pokazati posve nevažnim u pogledu rješavanja akutnih problema.

Četvrta je mogućnost prijedlog Becka, Uhliga i Wagnera (2011) (u nastavku: BUW) o sekuritizaciji javnog duga. BUW predlažu formiranje SPV-a u koji će financijski posrednici uložiti državne obveznice zemalja članica, a zauzvrat će dobiti sintetsku obveznicu Eurozone. ECB će tu obveznicu prihvaćati kao zalog u operacijama refinanciranja. Prijedlog zaobilazi problem političkog pregovaranja i odlučivanja, jer umjesto jamstva koristi smanjenje rizika diversifikacijom obvezničkog portfelja SPV-a.

Prijedlog bi se mogao realizirati ako pretpostavimo da su cijene svih obveznica Āprave i da ih vlasnici obveznica takvima percipiraju. Na primjer, petogodišnja grčka obveznica s kuponskom kamatnom stopom od 4% i prinosom od 22%, na tržištu vrijedi oko 50% nominalne vrijednosti. Ako svi sudionici vjeruju da je to prava cijena, obveznički će se Āpool moći formirati. Međutim, oni koji imaju obveznicu, a vjeruju da joj je cijena previsoka, htjet će unijeti obveznicu u Āpool, dok će oni koji bi trebali unijeti neku drugu obveznicu odustati od toga znajući da će drugi unijeti precijenjene obveznice. Obratno, oni koji imaju obveznicu, a vjeruju da joj je cijena preniska (procjenjuju manji rizik Ādefaulta Grčke) neće željeti unijeti obveznicu u Āpool (jer očekuju rast njene cijene), dok će imatelji drugih obveznica s istim uvjerenjem željeti da drugi unesu takvu obveznicu. Vrlo je teško očekivati postizanje ravnoteže koja je potrebna za formiranje fonda. Ipak, za očekivati je da cijene obveznica ne bi trebale bitno odstupati od tržišne ravnoteže (u

gornjem primjeru, oni koji ġele da se obveznica unese u pool mogli bi ju otkupiti po neġo viġoj cijeni i sami unijeti u Āpooln), ġo znaġi da bi prijedlog uz odreġene tehniġke dorade mogao biti izvediv. Izvedivost je posljedica zaobilaġenja problema politiġkog odluġivanja. Sam za sebe ovaj prijedlog nije dovoljno rjeġenje, no mogao bi se pokazati dobrim u kontekstu ġrega rjeġenja koje bi na vjerodostojan naġin adresiralo problem stabilnosti bankovnoga sustava Eurozone. A u tome leġi kljuġ pronalaska rjeġenja.

*Ako se ne moġe znati koja drġava nije solventna, onda treba osigurati banke od najgoreg scenarija ne bi li se iskljuġila pojava istovremene fiskalne i bankovne krize na cijelom teritoriju unije.*

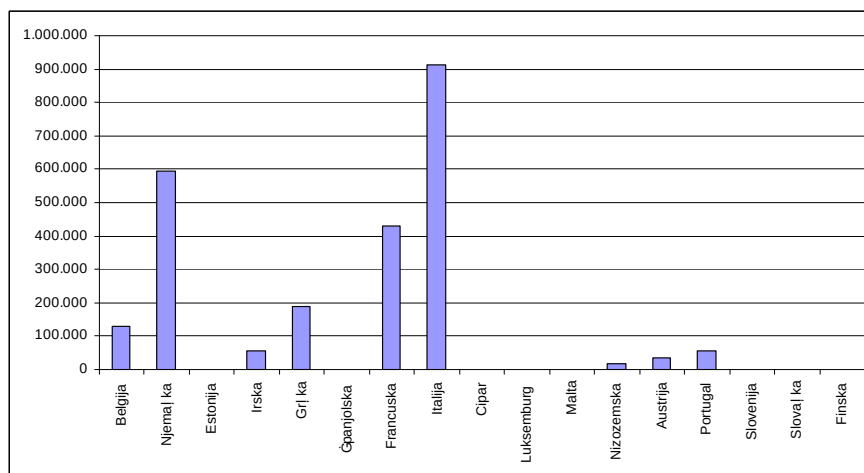
#### IV. Sistemske vaġne banke, testovi na stres i iskustvo TARP-a

Pri razmatranju prijedloga Āplavih obveznica sa solidarnim jamstvom pokazali smo da 60% BDP-a Eurozone iznosi oko 5,5 milijardi eura. Kako ukupni javni dug zemalja Eurozone iznosi oko 7,8 milijardi, Āviġakn javnoga duga (crvene obveznice) iznosi oko 2,3 milijarde eura. Od toga se oko 600 milijardi odnosi na fiskalno solventnu Njemaġku, a oko 430 milijardi na vjerojatno fiskalno solventnu Francusku. Zanimljivo li male iznose fiskalno solventnih zemalja kao ġo su Nizozemska i Austrija, problem se svodi na oko 1,3 bilijuna eura javnog duga ili 14,2% BDP-a Eurozone, u ġemu najviġe participira Italija (slika 5).

To je prevelik iznos da bi se o njemu mogao postiti i politiġki dogovor o tome kako ga preraspodijeliti. Ćto ġiniti ako nije moguće formirati fiskalnu transfernu uniju i meġdrġavnim poklonima pospremiti problem Āpod tepihn?

U pozadini nemogućnosti meġdrġavnih fiskalnih transfera leġi problem koji smo pokazali i unaprijed se ne zna koja je drġava insolventna i koliki je stupanj insolventnosti (koliko iznosi optimalan otpis). Jedino ġto je uġinkovito kada nastupi neplaćanje, jest rjeġavati problem vjerovnika i a to su u najvećoj mjeri velike i sistemske vaġne europske banke. Oġuvanje njihove stabilnosti treba promatrati kao ġuvanje stabilnosti kao javnoga dobra, a ne kao ġuvanje interesa vlasnika banaka. Tomu treba prilagoditi i interventne instrumente.

Slika 5. Raspodjela „viška“ javnog duga iznad 60% BDP-a meġu ġlanicama Eurozone



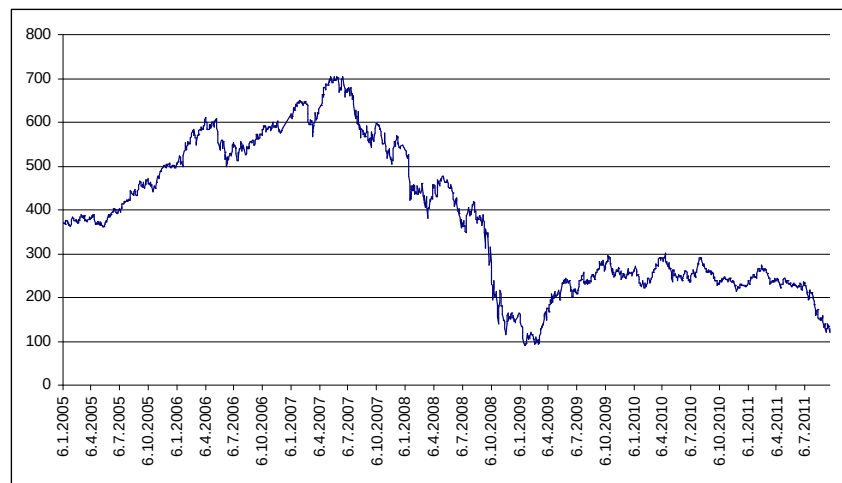
Izvor: Eurostat, izraġuni Arhivanalitike

Banke su te koje su izložene riziku i one su te koje su djelomično odgovorne jer su neumjereno kreditirale vlade zaduženih država. (Iako treba spomenuti da ponajprije odgovornost leži na regulatorima koji su, zbog zavisnosti o vladama i političarima, propisivali da pri izražunima kapitalne adekvatnosti plasmane državama treba ponderirati nulom, što znači da za njih nije trebalo izdvajati kapital.). Zbog sudjelovanja u stvaranju problema, banke moraju participirati u pronalasku rješenja i podjeli njegova tereta. Pristanak 80% grčkih kreditora na reprogramiranje obveza do 2020., čime se sadašnja vrijednost javnog duga smanjuje za 21%, prvi je korak u tom smjeru.

***Države izbjegavaju bankrotirati dok banke imaju neku šansu jer se na taj način povećava vjerojatnost pronalaska rješenja kroz ekonomski oporavak.***

Tako nešto na prvi pogled ne odgovara dioničarima banaka. Njima se sigurno u početku činilo da je najbolje rješenje neki oblik socijalizacije državnih dugova putem fiskalnih transfera ili euroobveznica. Europski je tisak proteklih mjeseci bio pun tekstova o tome da bankarski lobiji lobiraju u smjeru stvaranja čvrste fiskalne unije na teritoriju Eurozone ne bi li se transferima iskupili gubitci na obveznicama nesolventnih država. Ako je to i bilo tako, s prolaskom vremena sve su jasnije političke prepreke takvu rješenju. Naime, prolaskom vremena i dioničarima banaka postaje jasno da se kriza produbljuje, što znači da vrijednost njihovih dionica ionako pada, uz rastuću opasnost daljnjega kolapsa. DAXSECTORBANK indeks dionica banaka nalazi se u dugoročnom padu iako se njemački realni sektor najbrže oporavio od krize. Čovije, indeks se do 23. rujna 2011. gotovo vratio na razinu s dna krize s početka ožujka 2009., što na najbolji način ilustrira tezu da aktualna situacija vlasnicima banaka nanosi jednaku štetu kao da im je vlasnički udjel razrijeđen dokapitalizacijama.

*Slika 6. DAXSECTORBANK indeks*



Izvor: IC Trader.

Prikazana vrijednost dionica banaka trebala bi biti dovoljno upozorenje da treba tražiti neka druga rješenja koja bi dugoročno maksimalizirala vrijednost kroz rješavanje krize i pokretanje cjelokupnog europskoga gospodarstva.

Osim toga, kroz usporedbu slučajeva Grčke i Argentine vidjeli smo da države u pravilu ne bankrotiraju dok god banke imaju kakvu - takvu šansu izaći iz



krize bez krajnjih stresova. Prema tome, oluivanje stabilnosti sistemski vaŕnih banaka posredno moŕe smanjiti vjerojatnost ulaska drŕava u zonu nesolventnosti.

*Sporazum od 21. srpnja nije bio vjerodostojan. Potom je uslijedilo produbljavanje krize.*

Nadalje, ako banke znaju da mogu olukivati neku vrstu potpore u sluŕaju preuzimanja gubitaka po drŕavnim obveznicama, i ako shvate da produŕavanje *statusa quo* vodi u produbljivanje krize, slobodnije ŕe pregovarati s drŕavama duŕnicama o otpisima i reprogramima. Poveŕat ŕe se vjerojatnost pronalaska optimalnog ravnoteŕnog rjeŕenja koje je u interesu svim stranama.

Sporazum o Grŕ koj od 21. srpnja 2011. naŕao se na tragu takva rjeŕenja jer je ukljuŕivao sljedeŕe glavne elemente:

- Reprogramiranje dospjeŕa grŕkih drŕavnih obveznica od 2012. do 2020. uz pristanak barem 80% privatnih vlasnika obveznica da se sadaŕnja vrijednost otplata smanji za 21% (vidjeti okvir).
- Progŕenje ovlasti EFSF-a (koji je ranije kapitaliziran s 440 mlrd EUR) na moguŕnost intervencija na trŕiŕu drŕavnih obveznica i na intervencije u vidu dokapitalizacije i pomoŕi bankama. (EFSF je do sada mogao kreditirati samo fiskalno posrnule ŕlanice Eurozone).

Iako je taj sporazum predstavljao korak u dobrom smjeru, korak je bio toliko malen da ga nitko nije ni zapazio. Naime, trŕiŕta su odmah procijenila sljedeŕe:

- Smanjenje sadaŕnje vrijednosti javnog duga za 21% toliko je maleno da neŕe znaŕiti rjeŕenje za Grŕku (trŕiŕni je konsenzus da se najmanje treŕina, a vjerojatno i do polovice grŕkog javnog duga neŕe moŕi nikada naplatiti).
- EFSF nema dovoljnu finansijsku moŕ da rijeŕi finansijske probleme Eurozone.
- Upitno je hoŕe li sve drŕave ŕlanice ratificirati sporazum o novom mandatu EFSF-a (joŕ jedan dokaz koliko demokratski politički procesi kasne za krizom).

Dakle, moguŕnost reprogramiranja (de facto bankrota koji se samo tehnički naziva *parcijalni default*) ulinila je izvjesnom negativnu vijest: mnoge ŕe banke imati ozbiljne gubitke po drŕavnim obveznicama prezaduŕenih drŕava u Eurozoni. Pozitivna vijest (smanjenje sadaŕnje vrijednosti javnoga duga otvara moguŕnost izlaska iz fiskalne krize) s pravom nije percipirana kao vjerodostojna. Nakon sporazuma od 21. srpnja prevladali su negativni tonovi, a vrlo je brzo postalo jasno i da se europske banke upuŕaju u nedopuŕene raŕunovodstvene prakse ne bi li odgodile realan prikaz vrijednosti drŕavnih obveznica u svojim bilancama i umanjile iskazane gubitke (vidjeti okvir).

## UKLJUČIVANJE PRIVATNOG SEKTORA U PRVO GRČKO REPROGRAMIRANJE I RAČUNANJE GUBITKA

Sporazum od 21.07.2011. predvidio je uključivanje privatnih vlasnika obveznica u rješenje na način da se sve obaveze koje dospijevaju do 2020. reprogramiraju tako da se polnu otplaćivati te godine. Pretpostavimo petogodišnju obveznicu izdanu 2009. s kuponskom kamatnom stopom od 4% i čiji aktualni tržišni prinos iznosi 22,3% (prema GFSR, Sept. 2011: str. 8, t.1.2). Ta obveznica mora isplatiti još tri kamatna kupona i 2011., 2012. i 2013. i glavnicu 2013. Tržišna joj je vrijednost približno 63% od nominalne. Ako se reprogramiranje razumije kao odgoda (2011. postaje 2020., 2012. postaje 2021. itd.) i ako se buduću tijekom isplata od obveznice vrednuje po diskontnoj stopi jednakoj kuponskoj stopi, onda vrijednost te obveznice nakon reprogramiranja iznosi 70% nominalne. Ako se vrednuje prema tržišnom prinosu, onda vrijednost te obveznice nakon reprogramiranja iznosi 10% nominalne. Razlika je izvanredno velika i ilustrira kako se različitim metodama vrednovanja mogu dobiti posve različiti rezultati, što znači i različiti gubici i različite slike o stupnju kapitalizacije banaka. Problem je eskalirao kada se shvatilo da je EBA (eng. European Banking Authority) pri izvedbi stres testa za sistemski važne europske banke ignorirala ovaj problem i kada je Međunarodni odbor za računovodstvene standarde uputio pismo Europskom regulatoru tržišta kapitala ESMA-i (eng. European Securities and Markets Authority) o problematizmom vrednovanju grčkih obveznica nakon dogovorena reprogramiranja obaveza s ulaganjem privatnog sektora (eng. PSI i private sector involvement).

### EBA-in stres test

Samo nekoliko dana prije sporazuma o Grčkoj 21. srpnja 2011., Europski bankovni regulator EBA objavio je rezultate stres testa za 90 važnih europskih banaka iz 21 države (što obuhvaća sve članice Eurozone). Rezultati su bili vrlo dobri: samo 20 banaka, od čega veliki dio manjih španjolskih Acajañ, nije prošao test koji je letvicu kapitalizacije postavio na omjer osnovnog kapitala od 5%. Umjesto da primiri tržišta, test je ulvrstio uvjerenje promućurnijih promatrača da Europljani puno toga kriju. Pažljivije promatranje scenarija stres testa otkrilo je potpuno nerealne pretpostavke o vrijednostima državnih obveznica. Da su banke imale pripremljenu financijsku potporu moglo je da bi banke realnije iskazale gubitke i da bi bile sklonije pristati na agresivnije smanjivanje sadašnje vrijednosti grčkog javnog duga, te da bi Europski bankovni regulator EBA proveo stres test uz hrabriji, tj. realniji negativan scenarij. Scenarij stresa bio je uljepšan kada je riječ o kreditnom riziku državnih obveznica i tržišni su sudionici vrlo brzo prepoznali tu slabost.

***EBA-in stres test iz srpnja 2011. nije počivao na realnim pretpostavkama.***

EBA je u ožujku 2011. nacionalnim regulatorima poslala pretpostavke scenarija za izvedbu stres testa za sistemski važne europske banke. Test je proveden na revidiranim podacima za 31.12.2010. Sljedeće su bile pretpostavke glavnog scenarija:

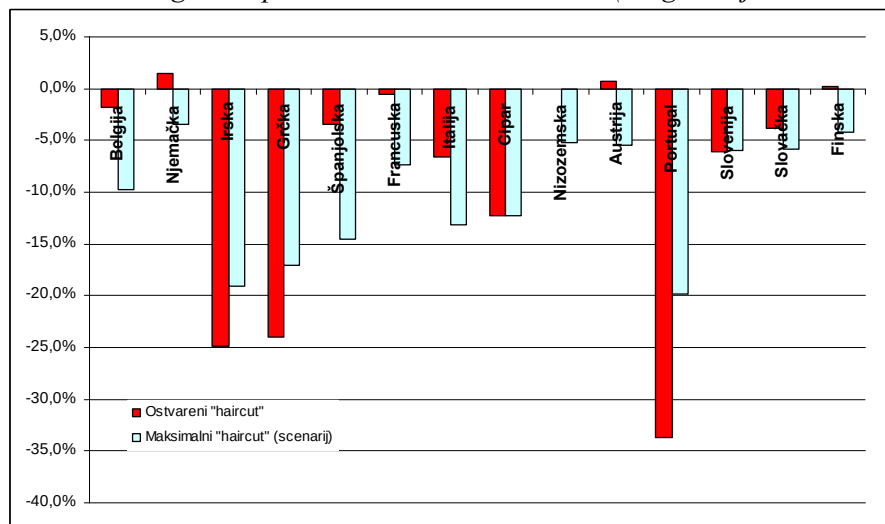
1. Tečaj EUR/USD 1,39;
2. Kamatna stopa ECB-a raste do 1,8% 2012., a prosječna dugoročna kamatna stopa na državne obveznice do 2,9% iste godine;
3. Rast BDP-a po stopama 1,5% i 1,8% 2011. i 2012. u Eurozoni;
4. Smanjenje stope nezaposlenosti na 9,5% 2011. i 9,0% 2012.;
5. Smanjenje fiskalnog deficita u EU na 5% 2011. i 4,25% 2012.;
6. HICP inflacija od 2% 2011. i 1,75% 2012.

Negativni je scenarij pretpostavljao pad BDP-a, rast nezaposlenosti i prosječno povećanje prinosa na dugoročne državne obveznice za 75 baznih bodova.<sup>13</sup> U toj se pretpostavci krije razlog zbog čega je EBA-in test na stres ocijenjen nevjerodostojnim.

*Otpisi implicitno sadržani u prinosima na obveznice 31.7.2011. već su bili veći od otpisa pretpostavljenih u EBA-inom scenariju.*

Slika 7. prikazuje otpis vrijednosti (eng. *valuation haircut*) 10-godišnjih državnih obveznica pojedinih članica Eurozone koje je EBA<sup>14</sup> pretpostavila u svom scenariju, naspram implicitnog otpisa koji smo izračunali na temelju smanjenja sadašnje vrijednosti tijekom isplata od 10-godišnje obveznice, kada se diskontna stopa povećala onoliko koliko se povećao prinos na takvu obveznicu od prosinca 2010. do srpnja 2011. Podatci za Irsku, Grčku<sup>15</sup> i Portugal pokazuju da realne vrijednosti državnog duga u krizi padaju puno brže od EBA-inih pretpostavki. To znači da je kapital banaka iskazan u stres testu ozbiljno precijenjen. Čovije, slika pokazuje da su neke zemlje koje nisu u krizi već *škrpile* pretpostavljeni šok (Slovenija), a dobar se dio šoka već dogodio u Slovačkoj i Italiji te u Španjolskoj u manjoj mjeri. Prema tomu, izgleda da Eurozona *šapka* u mraku. Nitko ne zna tolike iznose mogućih gubitaka, pa se licitira potrebnim iznosom koji bi trebao stajati na raspolaganju EFSF-u da riješi krizu. Kako nitko ne zna koju bi krizu EFSF trebao rješavati (fiskalnu, bankarsku ili obje) i kako, licitacije poprimaju apsurdne razmjere.<sup>16</sup>

*Slika 7. Maksimalni „haircut“ predviđen scenarijem EBA-e i stvarni „haircut“ zbog rasta prinosa 12/2010. – 07/2011. (10-godišnja obveznica)*



Izvor: Izračun Arhivanalitike na temelju podataka o prinosima Eurostata: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=teimf050>

<sup>13</sup> Pretpostavljen je i pad cijena dionica na burzama za 15%, pad cijena nekretnina (različito za pojedine zemlje), porast kamatnih stopa tržišta novca 1,25 postotnih bodova, te negativni šokovi osobne potrošnje i investicija za -1,4 i -4,5 postotnih bodova što rezultira padom BDP-a za 1,3 postotna boda 2011. i 1,5 bodova 2012.

<sup>14</sup> EBA je samo koristila uputstva ECB-a tako da se u konačnici pogreška može pripisati Europskoj središnjoj banci.

<sup>15</sup> I Cipra, koji zbog uske povezanosti replicira grčke trendove.

<sup>16</sup> Martin Wolf u FT-u 29.09.2011. piše o tome da bi EFSF morao raspolagati s 1,000 milijardi eura, a mogla i sa sredstvima *nekoliko puta većim od toga*, a kao autora te izjave navodi Američke izvore.

Međutim, EBA-ina testiranja na stres sadrže objavljene detaljne podatke o portfeljima državnih obveznica po državama izdavaateljima iz Eurozone za sve važne europske banke. Stoga se može napraviti gruba procjena gubitaka po pojedinim državnim obveznicama, zatim se može napraviti hipotetička alokacija gubitaka po pojedinim bankama, i na kraju izračunati potrebna dokapitalizacija sistemski važnih banaka. Na kraju se potrebne dokapitalizacije mogu usporediti s predviđenim financijskim potencijalom EFSF-a.

#### Hipotetička alokacija gubitaka

Iako je gotovo nemoguće unaprijed znati koja je država nesolventna, moguće je dizajnirati program koji će potaknuti vladu neke države da razotkrije je li solventna ili nije, i odabere jednu od opcija financijske stabilizacije.

Pretpostavimo da se svaki omjer javnog duga i BDP-a veći od 90% u Eurozoni ocijeni previsokim, i da se svakoj zemlji s većim omjerom ponudi da pristupi pregovorima o otpisu i/ili reprogramiranju duga prema pravilima iz sljedeće tablice:<sup>17</sup>

*Tablica 2. Mehanizam za rješavanje problema javnog duga*

| <b>Javni dug (u % BDP-a) od – do (interval uključuje samo gornji prag)</b> | <b>Moguće reprogramiranje ili otpis (smanjenje sadašnje vrijednosti javnog duga u % BDP-a)</b> | <b>Maksimalni rezultat (javni dug u % BDP-a nakon restrukturiranja duga)</b> |
|----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 90%-105%                                                                   | Do 20%                                                                                         | 70%-85%                                                                      |
| 105%-120%                                                                  | Do 30%                                                                                         | 75%-90%                                                                      |
| 120%-135%                                                                  | Do 40%                                                                                         | 80%-95%                                                                      |
| 135% i više                                                                | Do 50%                                                                                         | 85% i više                                                                   |

Pristupanje pregovorima o restrukturiranju duga iznimno je neugodna i neizvjesna zadaća za političare, kako u pogledu njihova odnosa prema vjerovnicima, tako i u odnosu prema biračima. Zbog toga je za očekivati da mnoge države koje s omjerom javnog duga ulaze u gornje raspone, neće automatski aktivirati mehanizam nego će željeti izvesti fiskalnu prilagodbu. Takve države otkrivaju da su solventne sve dok ne aktiviraju mehanizam restrukturiranja duga. Također, ovakav bi mehanizam imao automatsko disciplinirajuće djelovanje, jer bi prag od 90% djelovao kao snažan branik i stimulator za fiskalnu prilagodbu. Naime, kada zemlja jednom prijeđe taj prag, ona stječe pravo na otpuštanje pregovora o restrukturiranju duga, što je ozbiljna poruka vjerovnicima koji će zbog toga korigirati premiju rizika prema gore. Dakle, ako zemlja želi izbjeći ozbiljno pogoršanje uvjeta zaduživanja, težit će zadržavanju javnog duga ispod praga od 90% BDP-a.

<sup>17</sup> Veoma je važno uočiti da pojam „previsokih javni dug nije fiksiran u kamen. Ovaj se prag može mijenjati zavisno o okolnostima koje zavise o stupnju razvoja, razvitku tržišta kapitala, karakteristikama građevine i sl. Samim time i brojke u tablici treba shvatiti kao provizorne i promjenjive.

Nadalje, prikazani mehanizam dovodi zemlje nakon restrukturiranja duga u održive raspone omjera javnog duga. Niži omjeri s jedne strane predstavljaju značajno rasterećenje u odnosu na početne razine zaduženosti, no s druge su strane još uvijek dovoljno visoki da tjeraju zemlje na strogu fiskalnu disciplinu i zadržavanje ispod kritičnog praga od 90%. Osim što pomaže u razotkrivanju stvarne (ne)solventnosti država, ovakav bi mehanizam jasno pokazivao da nema jeftinog izlaza iz stanja prezaduženosti.

***EFSF je financijski dovoljno moćan da podupre potrebe dokapitalizacije banaka čak i u vrlo negativnom scenariju državnih financija.***

Možemo zamisliti rezultate hipotetičkog otpisa (koji nije prognoza nego scenarij!) za četiri države koje su ili prezadugene ili se nalaze na rubu prezaduženosti. Otpisi koje prikazujemo u nastavku ujedno predstavljaju gornji prag potrebnih dokapitalizacija financijskih institucija koje drže taj dug. Pretpostavljamo da će Belgija izbjeći otpis, da će Italija morati otpisati 20 postotnih bodova BDP-a (310 milijardi EUR), Portugal i Irska 30% (52 odnosno 47 milijardi EUR), a Grčka maksimalnih 50% (115 milijardi EUR). Ukupan otpis iznosi 524 milijardi EUR. Podatak u zadnjoj koloni zdesna u tablici 3. pokazuje što ovi iznosi znače u postotku ukupnog javnog duga. To su postotci otpisa odnosno smanjenja sadašnje vrijednosti državnih obveznica spomenutih zemalja.

*Tablica 3. Hipotetičko restrukturiranje duga prema mehanizmu iz tablice 2*

|          | Otpis u % BDP | Otpis u mlrd EUR | Otpis u % javnog duga |
|----------|---------------|------------------|-----------------------|
| Italija  | 20%           | 310              | 16,8%                 |
| Portugal | 30%           | 52               | 32,3%                 |
| Irska    | 30%           | 47               | 31,6%                 |
| Grčka    | 50%           | 115              | 35,0%                 |
| UKUPNO   |               | 524              |                       |

Gornje postotke otpisa primijenili smo na portfelje državnih obveznica kod 90 sistemski važnih europskih banaka, izračunali utjecaje na kapital, i na temelju tih izračuna procijenili potrebne dokapitalizacije nakon otpisa vrijednosti državnih obveznica. U tu su svrhu poslužili podatci iz EBA-ina stres testa koji za 90 sistemski važnih europskih banaka prikazuju držanje državnih obveznica po pojedinim zemljama. U prvom je koraku pretpostavljeno da se banke dokapitaliziraju do razine omjera adekvatnosti osnovnog kapitala (Tier 1) od 5%, što je bio i kriterij EBA-e u određivanju praga prelaza na stres testa.

Rezultat u tablici 4 pokazuje da potrebne dokapitalizacije banaka u slučaju ciljanog omjera osnovnog kapitala od 5% nisu velike. Naime, broj banaka koje nisu prošle EBA-in stres test (omjer osnovnog kapitala ispod 30%) bio je 20, a nakon prikazanog šoka državnog duga broj se popeo na 23. Pritom je evidentno da je problem koncentriran kod banaka u Grčkoj, na Cipru i u Portugalu. Svim drugim bankama potreban je gotovo neprimjetan iznos dokapitalizacije koji ne prelazi 0,3% BDP-a.

Tablica 4. Učinak šoka gubitka državnog duga na kapital 90 velikih banaka

| Dokap Tier 1 5%; gubici kao u tablici 3 |             |               |             | Dokap Tier 1 5%; gubici kao u tablici 3 x 2 |             |               |             |
|-----------------------------------------|-------------|---------------|-------------|---------------------------------------------|-------------|---------------|-------------|
|                                         | Broj banaka | Iznos u mln € | % BDP       |                                             | Broj banaka | Iznos u mln € | % BDP       |
| Austrija                                | 1           | 240           | 0,1%        | Austrija                                    | 1           | 318           | 0,1%        |
| Belgija                                 | 0           | 0             | 0,0%        | Belgija                                     | 1           | 1.105         | 0,3%        |
| Cipar                                   | 2           | 1.763         | 10,1%       | Cipar                                       | 2           | 3.918         | 22,4%       |
| Danska                                  | 0           | 0             | 0,0%        | Danska                                      | 0           | 0             | 0,0%        |
| Finska                                  | 0           | 0             | 0,0%        | Finska                                      | 0           | 0             | 0,0%        |
| Francuska                               | 0           | 0             | 0,0%        | Francuska                                   | 0           | 0             | 0,0%        |
| Njemačka                                | 1           | 180           | 0,0%        | Njemačka                                    | 4           | 4.628         | 0,2%        |
| Grčka                                   | 6           | 16.548        | 7,2%        | Grčka                                       | 6           | 35.627        | 15,5%       |
| Mađarska                                | 0           | 0             | 0,0%        | Mađarska                                    | 0           | 0             | 0,0%        |
| Irska                                   | 1           | 454           | 0,3%        | Irska                                       | 1           | 2.219         | 1,4%        |
| Italija                                 | 2           | 5.399         | 0,3%        | Italija                                     | 5           | 29.098        | 1,9%        |
| Luksemburg                              | 0           | 0             | 0,0%        | Luksemburg                                  | 0           | 0             | 0,0%        |
| Andora                                  | 0           | 0             | 0,0%        | Andora                                      | 0           | 0             | 0,0%        |
| Nizozemska                              | 1           | 5.176         | 0,9%        | Nizozemska                                  | 1           | 5.436         | 0,9%        |
| Norveška                                | 0           | 0             | 0,0%        | Norveška                                    | 0           | 0             | 0,0%        |
| Poljska                                 | 0           | 0             | 0,0%        | Poljska                                     | 0           | 0             | 0,0%        |
| Portugal                                | 4           | 5.381         | 3,1%        | Portugal                                    | 4           | 12.532        | 7,3%        |
| Slovenija                               | 0           | 0             | 0,0%        | Slovenija                                   | 1           | 15            | 0,0%        |
| Španjolska                              | 5           | 1.648         | 0,2%        | Španjolska                                  | 7           | 1.906         | 0,2%        |
| Švedska                                 | 0           | 0             | 0,0%        | Švedska                                     | 0           | 0             | 0,0%        |
| Velika Britanija                        | 0           | 0             | 0,0%        | Velika Britanija                            | 0           | 0             | 0,0%        |
| <b>UKUPNO</b>                           | <b>23</b>   | <b>36.788</b> | <b>0,3%</b> | <b>UKUPNO</b>                               | <b>33</b>   | <b>96.805</b> | <b>0,8%</b> |

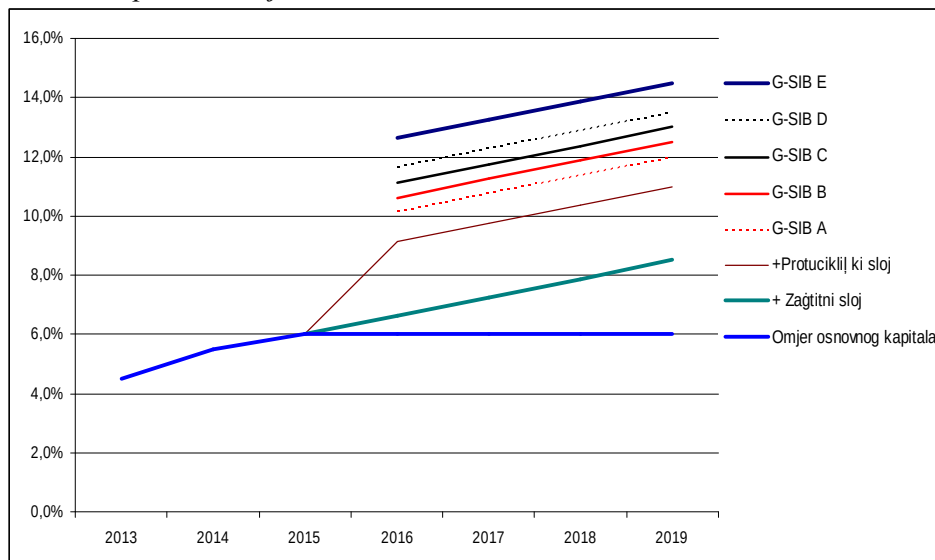
Ako se pretpostavi dvostruko jači šok od onoga iz tablice 3., što znači da ukupni iznos konačnih gubitaka po državnim obveznicama iznosi 1,048 milijardi €, broj banaka koje trebaju dokapitalizaciju do 5% omjera osnovnog kapitala penje se na 33, dok iznos potrebnih dokapitalizacija iznosi 96,8 milijardi € (tablica 4. desno). I ovaj je iznos mali u odnosu na gubitak po državnim obveznicama i potencijal EFSF-a. Iznos predstavlja oko jedne desetine pretpostavljenog gubitka na obveznicama. Iznos je mali i u odnosu na rađireni dojam o dimenzijama problema. Otkud onda tolika razlika između gornjih brojki i dojma koji je stvoren o veličini problema prezaduženosti država članica Eurozone?

*Samo Cipar, Grčka i eventualno Portugal imaju ozbiljnije probleme s potrebnim dokapitalizacijama u scenariju do 5% adekvatnosti osnovnog kapitala.*

#### Basel III i sistemski važne financijske institucije

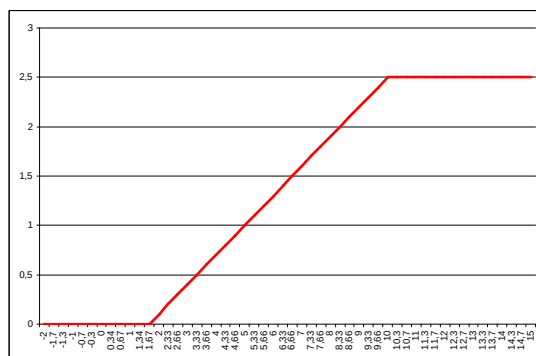
Iako je EBA u ovogodišnjem testu 90 vodećih europskih banaka postavila prag na 5% omjera osnovnog kapitala, taj će se omjer u skoroj budućnosti morati povećati. Naime, prema novoj regulaciji Basle III (slika 8), od 2013. do 2015. postupno raste minimalni omjer osnovnog kapitala do 6%. Međutim, potom započinje mogućnost uvođenja zaštitnoga sloja kapitala od 0,625% 2016. do 2,5% 2019. (nacionalni regulatori mogu i ranije uvesti dodatne slojeve). Sloj će morati biti popunjen ako banka želi isplaćivati dividende i bonuse ako nacionalni regulator tako odluči. Povrh toga, nacionalni regulatori mogu uvesti protuciklički zaštitni sloj za sve banke ako procijene da je kreditni rast prebrz (dodatni zahtjev do 2,5% - vidjeti okvir). Naposljetku, globalno sistemski važne banke (eng. G-SIBs i global systemically important banks) mogu biti podvrgnute dodatnim kapitalnim zahtjevima (vidjeti sliku 8. i okvir dalje u tekstu).

Slika 8. Kapitalni zahtjevi Basle III



### PROTUCIKLIČKI SLOJ KAPITALA

Uvodi ga lokalni regulator ako procijeni da prebrzi kreditni rast vodi pretjeranoj akumulaciji rizika u uzlaznom dijelu poslovnoga ciklusa. Uvodi se na nacionalnoj osnovi, što znači da se ne primjenjuje samo na banke u toj zemlji, nego i na sve izloženosti banaka iz drugih država prema klijentima iz te zemlje. Ključan je kriterij kako odrediti što je prebrz kreditni rast i kako odrediti toľan postotak izdvajanja kapitala, jer propis omogućava da on bude bilo gdje do 2,5%. Predloţena metodologija Baselskoga odbora za nadzor banaka polazi od trenda omjera kredita i BDP-a. Slika pokazuje da kretanje podatka iznad trenda do 2 postotna boda ne izaziva uvoĎenje sloja. Protuciklički sloj postupno raste i dostiţe maksimalnih 2,5% kada se izvorni podatak naĎe 10 postotnih bodova iznad trenda.



**DODATNI KAPITALNI ZAHTJEVI ZA GLOBALNO SISTEMSKI VAŽNE BANKE (G-SIB; eng. Global Systemically Important Banks).**

Dana 28.9.2011. Baselski odbor za nadzor banaka objavio je zaključke konzultacija o dodatnoj regulaciji globalno sistemski važnih banaka. Ideja je da su globalno sistemski važne banke prevelike da bi propale, a ako propadnu, društveni troškovi njihova stečaja, likvidacije ili restrukturiranja na međunarodnom su planu daleko veći od onih na nacionalnom planu. Zbog toga su ove banke navodno izložene riziku moralnog hazarda, pa im je potrebno propisati dodatne kapitalne zahtjeve.

Kriterij za definiciju je li neka banka globalno sistemski važna ovisi o pet pokazatelja: veličini aktivnosti, složenosti aktivnosti, povezanosti s drugim financijskim institucijama (umreženost), stupnju internacionalizacije poslovanja i zamjenjivosti njihova poslovanja. Baselski je odbor razmatrao 73 banke kandidata, od kojih je za 28 procijenjeno da bi se mogle kvalificirati među G-SIB-ove. To znači da će se u toj grupi nalaziti i nekoliko europskih banaka. Zsigurno one najveće, kao što su HSBC, BNP Paribas, Barclays, RBS, Banco Santander i Deutsche Bank, no upitno je do koje će se razine letvica spuštati naniže. Od banaka aktivnih u Hrvatskoj jedini ozbiljan kandidat za G-SIB-a je Unicredit, a samo bi se u vrlo restriktivnu scenariju kao kandidat mogao pojaviti i Societe Generale.

G-SIB-ovi će se razvrstati u četiri skupine ovisno o visini kompozitnog skora na temelju pet spomenutih skupina pokazatelja, a dodatni će se kapital izdvajati zavisno o pripadnosti skupini, od 1% u donjoj skupini A, do 2,5% dodatnog kapitalnog zahtjeva u četvrtoj skupini C-D. Uvodi se i peta skupina u kojoj u pojtu neće biti niti jedan G-SIB, a u njoj će stopa izdvajanja dodatnog kapitala iznositi 3,5%. Ta skupina služi kako bi G-SIB-ove iz četvrte skupine odvratila od daljnjeg rasta veličine i složenosti poslovanja.

Najveći prigovori koji su se mogli čuti u toku procesa konzultacija odnose se na činjenicu da će tako visoka kapitalizacija u vremenima krize još više odvlačiti likvidnost s tržišta prema sigurnim G-SIB-ovima i na taj način isušivati tržište, te da prijedlog uopće nije uzeo u obzir činjenicu da međunarodna diversifikacija G-SIB-ova ove banke čini otpornijima na rizike u usporedbi s bankama koje su aktivnosti lokalno ili regionalno koncentrirane, te da će naponi usmjereni poboljšanju nalazna rješavanja problema u bankama u bitnome ukloniti razloge za dodatna kapitalna izdvajanja za SIB-ove.

Dokapitalizacije do 5% omjera osnovnog kapitala u takvim regulacijskim uvjetima nisu vjerodostojne. Zbog toga je kalkulaciju potrebnih dokapitalizacija vodećih banaka potrebno provesti uz ciljani omjer osnovnoga kapitala od 8%. Rezultati u tablici 5. pokazuju da, u slučaju gubitaka kao iz tablice 3., potrebne dokapitalizacije do 8% zahvaćaju 61 banku (umjesto 23 banke u slučaju dokapitalizacija do 5%), pri čemu iznos potrebnih dokapitalizacija raste s 37 na 194 milijarde €. Pretpostavimo li dvostruko snažniji negativni šok otpisa državnih obveznica, dokapitalizacije do 8% zahvaćaju 66 od 90 banaka (naspram 33 banke u slučaju dokapitalizacija do 5%) u ukupnom iznosu od 292 milijarde € (naspram 97 milijardi € u slučaju dokapitalizacija do 5%).

Ono što najprije treba primijetiti jest da i u krajnje pesimističnom scenariju (dvostruki gubici iz tablice 3.) *kapitalni zahtjevi nove regulacije Basle III predstavljaju veće opterećenje za kapital 90 vodećih europskih banaka od potencijalnih gubitaka u slučaju neplaćanja po državnim obveznicama*. Prema tomu, dio aktualne neizvjesnosti posljedica je slučajne i nenamjeravane interakcije između rigidne regulatorne reakcije na prvu fazu krize, čiji su financijski pokretači bile američke financijske institucije, i prezaduženosti europskih država, što je pokrenulo drugu fazu krize.



Tablica 5. Učinak šoka gubitka državnog duga na kapital 90 velikih banaka - nastavak

| Dokap Tier 1 8%; gubici kao u tablici 3 |                |                  |             | Dokap Tier 1 8%; gubici kao u tablici 3 x 2 |                |                  |             |
|-----------------------------------------|----------------|------------------|-------------|---------------------------------------------|----------------|------------------|-------------|
|                                         | Broj<br>banaka | Iznos u<br>mln € | % BDP       |                                             | Broj<br>banaka | Iznos u<br>mln € | % BDP       |
| Austrija                                | 3              | 1.828            | 0,6%        | Austrija                                    | 3              | 2.412            | 0,8%        |
| Belgija                                 | 1              | 1.005            | 0,3%        | Belgija                                     | 1              | 5.499            | 1,6%        |
| Cipar                                   | 2              | 3.409            | 19,5%       | Cipar                                       | 2              | 5.564            | 31,9%       |
| Danska                                  | 0              | 0                | 0,0%        | Danska                                      | 0              | 0                | 0,0%        |
| Finska                                  | 0              | 0                | 0,0%        | Finska                                      | 0              | 0                | 0,0%        |
| Francuska                               | 3              | 26.010           | 1,3%        | Francuska                                   | 4              | 40.428           | 2,1%        |
| Njemačka                                | 10             | 31.069           | 1,3%        | Njemačka                                    | 10             | 41.197           | 1,7%        |
| Grčka                                   | 6              | 23.445           | 10,2%       | Grčka                                       | 6              | 42.523           | 18,5%       |
| Mađarska                                | 0              | 0                | 0,0%        | Mađarska                                    | 0              | 0                | 0,0%        |
| Irska                                   | 2              | 2.477            | 1,6%        | Irska                                       | 2              | 6.065            | 3,9%        |
| Italija                                 | 5              | 36.801           | 2,4%        | Italija                                     | 5              | 65.023           | 4,2%        |
| Luksemburg                              | 0              | 0                | 0,0%        | Luksemburg                                  | 1              | 296              | 0,7%        |
| Andora                                  | 0              | 0                | 0,0%        | Andora                                      | 0              | 0                | 0,0%        |
| Nizozemska                              | 2              | 9.204            | 1,6%        | Nizozemska                                  | 3              | 10.747           | 1,8%        |
| Norveška                                | 0              | 0                | 0,0%        | Norveška                                    | 0              | 0                | 0,0%        |
| Poljska                                 | 0              | 0                | 0,0%        | Poljska                                     | 0              | 0                | 0,0%        |
| Portugal                                | 4              | 12.960           | 7,5%        | Portugal                                    | 4              | 20.112           | 11,6%       |
| Slovenija                               | 2              | 453              | 1,3%        | Slovenija                                   | 2              | 486              | 1,4%        |
| Španjolska                              | 18             | 24.040           | 2,3%        | Španjolska                                  | 19             | 25.313           | 2,4%        |
| Švedska                                 | 0              | 0                | 0,0%        | Švedska                                     | 0              | 0                | 0,0%        |
| Velika Britanija                        | 3              | 21.687           | 1,3%        | Velika Britanija                            | 4              | 25.954           | 1,5%        |
| <b>UKUPNO</b>                           | <b>61</b>      | <b>194.389</b>   | <b>1,6%</b> | <b>UKUPNO</b>                               | <b>66</b>      | <b>291.619</b>   | <b>2,4%</b> |

Drugo, treba primijetiti da i u krajnje pesimističnom scenariju većina europskih država može očekivati financijska opterećenja za dokapitalizacije banaka koje, ako se ne bi mogle ostvariti putem tržišta nego bi zahtijevale državnu intervenciju, ne predstavljaju nepremostiva opterećenja. Značajna opterećenja koja države u problemima ne bi mogle same financirati javljaju se u Grčkoj, na Cipru (koji je vezan uz grčku krizu) i u Portugalu. Za dokapitalizacije banaka sa sjediničima u ovim državama bila bi potrebna zajednička europska sredstva, npr. iz EFSF-a. Srednje jake potrebe za dokapitalizacijama između 2% i 5% BDP-a javljaju se u Španjolskoj, Irskoj, Italiji i Francuskoj u najgorem scenariju. Dio ovih država mogao bi samostalno riješiti problem iz nacionalnih izvora sredstava što ne bi teretilo sredstva EFSF-a. Također, kod ovih je banaka veća vjerojatnost da bi se problem mogao riješiti putem tržišta, jer su vlasničke strukture banaka iz tih zemalja već dobrim dijelom internacionalizirane.

Treće, treba primijetiti da je i u krajnje pesimističnom scenariju predviđeni financijski potencijal EFSF-a (440 milijardi €) i više nego dovoljan za rješavanje problema u sistemski važnim bankama. Aktualno prognozirane garantnog fonda koji jamči za obaveze EFSF-a i prognozirane mandata na mogućnost rješavanja problema u bankama, potencijalno rješava problem.

Određenu sjenu na ove zaključke baca činjenica da instrumente javnoga duga zemalja s potencijalnim problemima u otplati drže i manje banke, fondovi, osiguravatelji i drugi posrednici i investitori. Stoga ovdje prikazana analiza ne

**Čak i u krajnje pesimističnom scenariju većina europskih država može očekivati održive potrebe za dokapitalizacijama.**

obuhvaća prikaz svih gubitaka koji bi se pojavili u slučaju bankrota odnosno otpisa ili reprogramiranja državnih dugova. Unatož tomu, kada se uzme u obzir da:

- a) dio dokapitalizacija bi se riježio putem tržišta;
- b) dio posrednika, posebno manjih banaka, drži višak kapitala koji omogućava apsorpciju gubitaka;
- c) dio država ima dovoljan prilivni fiskalni kapacitet da oluava stabilnost banaka i mimo tržišta i mimo zajedničkih europskih fondova poput EFSF-a, iz nacionalnih sredstava;
- d) za dio gubitaka (npr. hedge fondova) nitko i ne bi trebao previše brinuti,
- e) portfelj državnih obveznica kod vodećih banaka danas je vjerojatno manji nego 31.12.2010. (datum podataka korištenih u analizi) jer su banke u međuvremenu značajne iznose prodale ECB-u kroz *securities markets programme* (vidjeti poglavlje V.);

***Za očekivati je aktiviranje mnogih drugih rješenja prije nego što će se morati aktivirati sredstva EFSF-a.***

onda se lini da je predviđeni financijski potencijal i mandat EFSF-a dovoljan za smirivanje krize u Eurozoni, lako i ako se uzme u obzir izrazito negativan scenarij s padom BDP-a 2011. i 2012., i kapitalni zahtjevi koje nametle Basle III.

Zašto se onda kriza ne smiruje?

Postoje dva moguća odgovora na to pitanje. Prvo, tržište lje prepoznati značaj i potencijal EFSF-a nakon što se progorenje garantnog fonda i mandata potvrdi u parlamentima svih članica Eurozone. Prema ovom gledanju, Eurozona je imala krizu institucionalnog kredibiliteta u kojoj su tržišta prepoznala da Unija nema odgovarajuću arhitekturu financijske stabilnosti. Ojačani EFSF bit lje dovoljan da ukloni taj nedostatak, ali tek nakon ratifikacije kad postane operativan.

Drugi odgovor predviđa da lje se kriza u nekom obliku nastaviti. Prema ovom gledanju, EFSF s progorenim garantnim fondom i mandatom nije dovoljan za rješavanje svih nagomilanih problema i za pomirenje svih političkih razilaženja u dijagnozama i metodama rješavanja problema. Na primjer, EFSF bi mogao potrošiti dobar dio svojeg financijskog potencijala kupujući obveznice država koje lje kasnije bankrotirati. Ne samo da bi se EFSF na taj način pretvorio u kvazifiskalni transferni mehanizam (jer bi imao golemi gubitak), nego bi na taj način potrošio sredstva potrebna za stabilizaciju financijskog sustava. Ta lje opasnost ostati prisutna sve dok svima ne postane jasno ono što ova analiza pokazuje: da je puno jeftinije spašavati banke nego države. Dok se razmišlja o spašavanju država odnosno sprječavanju njihova bankrota, govori se u tisućama milijardi eura i nerješivom problemu moralnog hazarda za političke elite u prezaduženim zemljama. Unatož tegini problema i visini angažiranih sredstava, stvari se na ovaj način nikada ne mogu riješiti do kraja i do tolike u kojoj sa sigurnošću možemo reći da neka država nele prestati plaćati svoje obaveze. Međutim, dok se razmišlja o spašavanju banaka, odnosno dokapitalizacijama radi luvanja javnog dobra financijske stabilnosti, a na teret postojećih vlasnika banaka, uz pužtanje država da

bankrotiraju, iz iznosa koji se spominju briže se jedna nula, a moralni se hazard rjeđava time što dionicama banaka zbog neplaćanja drgava lije se obveznice nalaze u bankarskim bilancama naglo pada vrijednost i mijenja se vlasnička struktura kroz dokapitalizaciju (vlasnici banaka su najveći gubitnici). Jer, onaj tko intervenira (vlade, EFSF) stjele vlasnički udjel kojega će kasnije nastojati prodati i vratiti uloženo i pritom možda i zaraditi. Iskustva mnogih zemalja potvrđuju da takve operacije u pravilu ne donose gubitke, nego se na njima i zaraduje. Hau (2011) navodi takve slučajeve u Švedskoj i Čvickarskoj. Slično je i aktualno iskustvo američkog TARP-a (eng. Troubled Asset Relief Program). Međutim, još uvijek nije potpuno jasno da li Eurozona krenuti tim smjerom jer bi on zahtijevao radikalni preokret u načinu gledanja na uzroke i rješavanja problema. Trebalo bi prihvatiti da drgava može bankrotirati i da se u tom slučaju najprije spašava financijska stabilnost kao temeljno javno dobro.

*Američki TARP je poreznim obveznicama vratio uloženo u banke. Gubici su ostvareni u drugim programima pomoći najomprimcima i auto-industriji.*

#### Transakcijski troškovi pregovaranja i američko iskustvo TARP-a

Visoki transakcijski troškovi pregovaranja ometaju postizanje opisanog rješavanja. Svijest o visini troškova pregovaranja u slučaju bankrota drgave može podrđavati iluziju o solventnosti nesolventne drgave i odgaćanju početka pregovora. Ta se iluzija može obnovljati ako postoji politička kontrola nad sredinom bankom. Nadalje, nespremnost za potporu bankama može onemogućiti stvaranje mehanizma potpore. Bilo kakva podrška bankama suprotna je antibankarskoj politici kojoj retorici koja je obilježila proteklih nekoliko godina na Zapadu i na kojoj se zasnivaju sve rađireniji populistički pokreti. U takvom je ambijentu teško objasniti zašto se novac ulaže u banke, i kada dotadašnji vlasnici banaka tim ulaganjima ništa ne dobivaju, nego gube, i u bitnome se ograničava sloboda ponašanja uprava.

Najveći je problem Eurozone u tome što se oba problema pojavljuju u isto vrijeme. Naime, kada bi se znalo koliko je (i kada) sredstava potrebno za dokapitalizaciju banaka zbog gubitaka na drgavnim obveznicama, tada bi se morao rjeđavati samo problem broj dva (banke). Međutim, kada se ne zna o kolikom je iznosu riječ i u kojim drgavama, vrlo je teško uspostavljati intervencijske mehanizme u financijskom sektoru.

SAD se našao u sličnom, iako malo lakšem problemu potkraj 2008. Svi su znali da su gubici na hipotekarnim obveznicama i izvedenim derivatima izvanredno veliki, no nitko ih nije znao točno procijeniti. To znači da nitko nije znao kako su potencijalni gubici raspoređeni i koje bi institucije trebalo dokapitalizirati, a koje ne. Američka je riznica tada osnovala poseban fond i TARP (eng. Troubled Asset Relief Program).

Inicijalno (zakon je odobren u Kongresu 3.10.2008.) zamišljen kao fond s financijskim potencijalom od 700 milijardi \$, TARP tri godine kasnije privodi svoj vijek trajanja kraju s raspoloživih 475 milijardi \$ za intervencije. Od toga je iznosa iskorišteno 412 milijardi, pri čemu je do srpnja 2011. već bilo vraćeno 269 milijardi \$. Još uvijek aktivnih plasmana (nakon otpisa) ima 131 milijardu, a do sada ostvareni dohodak od dividendi, kamata i prodaja prava iznosi 39 milijardi \$. Trenutne procjene (SIGTARP, 2011) govore o tome da

bi konačni trošak ove operacije američke porezne obveznike mogao koštati 48 milijardi \$ (što je samo 0,3% BDP-a 2010., zanemariva brojka u odnosu na korist od financijske stabilnosti!). Međutim, i taj bi se iznos mogao smanjiti jer je svaka nova procjena potencijalnog krajnjeg gubitka sve manja i manja.

TARP se sastoji od raznih programa kao što su programi pomoći kućevlasnicima, autoindustriji i sl. Kako najveći dio gubitaka proizlazi upravo iz tih programa, zanimljivo je odvojeno promatrati program pomoći financijskom sektoru. Riječ je o 205 milijardi \$ plasiranih u povlaštene dionice i prava 707 financijskih institucija, od čega je do srpnja 2011. vraćena 181 milijarda, a na ime prihoda od dividendi, kamata i prodaja prava već je ostvareno više od 25 milijardi \$. Procjene su da će ovaj program gledan izolirano donijeti izravnu neto dobit poreznim obveznicima u iznosu od 6 milijardi \$.

Uspjeh ovoga dijela TARP-a (koji se naziva eng. CPP i capital purchase program) zasniva se na nekoliko stupova. Prvo, glavni instrument koji je korišten bile su povlaštene dionice koje su u prvih pet godina isplaćivale dividendu po stopi od 5% (uz uvjet da je institucija ostvarila dobit), nakon čega se stopa mora povećati na 9%. Na taj su način ozdravljene financijske institucije stimulirane da vrate sredstva iz TARP-a prije isteka pete godine. Drugo, u razdoblju korištenja sredstava iz TARP-a morale su se primjenjivati posebne odredbe o korporativnom upravljanju, postojala je zabrana novog zapošljavanja na pozicijama u top menadžmentu, a uvedeni su i limiti na isplate bonusa. To je također djelovalo kao snažan poticaj za ubrzano vraćanje sredstava. Treće, ministarstvo financija koje upravlja TARP-om moglo je prodati svoje povlaštene dionice ili prava po cijeni ispod ili iznad cijene stjecanja. Prodaja ispod cijene stjecanja bila je moguća kada bi posebno angažirani savjetnik procijenio da se institucija ne razvija dobro, ali postoji kupac koji je spreman preuzeti instituciju po nižoj cijeni. Ministarstvo se tada rukovalo na elom manjeg zla i prodavalo svoj udjel ispod nominale ne bi li izbjeglo daljnji pad vrijednosti ulaganja i omogućilo banci novi početak. Četvrto, ako bi instrument dospio, a institucija i ministarstvo nisu mogli postići dogovor o cijeni iskupa, TARP je imao pravo organizirati aukciju i prodati vlasnički instrument najboljem ponuđaču. U svakom slučaju, država se putem TARP-a nije miješala u upravljanje institucijama. Ministarstvo je upravljalo portfeljem svojih ulaganja i ponašalo se kao odgovoran vlasnik.

Mnoge su europske zemlje u prvoj fazi krize (2009.) oponašale model TARP-a i omogućivale bankama manje-više slične modele pristupa dodatnom kapitalu. Međutim, svi su ti modeli bili nacionalnog podrijetla. Sada smo vidjeli da barem tri zemlje (Grčka, Portugal i Cipar) nemaju više nacionalnih resursa za takve operacije, a kako u slučaju bankrota država ugrožene postaju i neke paneuropske banke, očito je da Eurozona mora razvijati paneuropski ekvivalent TARP-a - EFSF.

***EFSF ima obilježja pan-europskog TARP-a koji funkcionira za zemlje koje su ostale bez fiskalnog kapaciteta da osiguraju financijsku stabilnost.***

## V. Kvazifiskalni kapacitet središnje banke

Vidjeli smo da svijest o visini troškova pregovaranja u slučaju bankrota države može dovesti do toga da je interes podržati iluziju o solventnosti nesolventne države. Iluzija pomaže odgađanju početka pregovora o otpisu ili reprogramiranju dugova. Ta se iluzija može obnavljati sve dok postoji politika kontrola nad središnjom bankom ili nekom drugom institucijom koja može ili mora kupovati državne vrijednosne papire koje nitko na tržištu ne želi kupiti. Dovoljno je da središnja banka želi ili ima obavezu otkupljivati državne obveznice u svakom trenutku, ili po njihovu dospelu. Na taj se način iz državnih obveznica isključuje kreditni rizik koji se transformira u rizik gubitaka zbog inflacije koja prije ili kasnije izbija ako središnja banka neograničeno otkupljuje državne obveznice, koje je otkupila.

Mnogi komentatori i analitičari smatraju da je Eurozona prešla rubikon i da se nikada neće moći dogovoriti o rješavanju problema. Zbog toga bi Europska središnja banka morala jamčiti iskup svih državnih obveznica i pokazati puno veći stupanj tolerancije prema potencijalnoj inflaciji. Navodno bi inflacijski gubici bili manji od kreditnih gubitaka u slučaju neplaćanja obveznica, a tiskanje bi novca otvorilo i neku šansu da se postigne ekonomski rast (Wolf, 2011). Čovije, moguće je da tiskanje novca uopće ne bi dovelo do inflacije nego samo do pada monetarnog multiplikatora, jer se rast primarnog novca ne bi izravno prelio u rast kreditne aktivnosti banaka (De Grauwe, 2011).

Kao i obično, riječ je o mijenjanju problema (ne)likvidnosti i (ne)solventnosti. De Grauwe (2011) polazi od toga da je omjer obaveza banaka i BDP-a veći i od omjera javnog duga i BDP-a, pa se središnjoj banci više isplati otkupima obveznica podržavati iluziju da je država solventna, nego što joj se isplati kreditirati banke za koje ionako ne možemo biti sigurni jesu li solventne dokle god ne znamo što je s državama. Taj pogled na problem znači odustajanje od mogućnosti utvrđivanja solventnosti (kako država tako i banaka) jer, kao što smo pokazali, utvrđivanje solventnosti nije nimalo lak zadatak. Zbog toga treba zaboraviti na (ne)solventnost i sve svesti na problem likvidnosti, koji središnja banka mora riješiti uz bilo koju cijenu.

Problem s ovom idejom je u tome što nesolventnost neće nestati zbog toga što smo priznali da je problem pretežak da bismo ga riješili. Problem nesolventnosti se samo transformira u drugi problem ako središnja banka približno po nominalnoj vrijednosti otkupljuje državne obveznice i ja je ponuda vrlo velika, bez obzira na stvarno stanje državnih financija. Taj drugi, izvedeni problem, može biti dvojak.

Ako pak rast primarnoga novca pokrene kreditni rast, povećat će se inflacija, pa će inflacijski porez (koji plaćaju svi korisnici novca) kompenzirati gubitke koje su trebali snositi vlasnici državnih obveznica. Dakle, riječ je o prikrivenoj preraspodjeli. Ako rast primarnoga novca ne pokrene kreditni rast, nego samo dođe do pada monetarnog multiplikatora, središnja će banka na neko vrijeme omogućiti financiranje Ponzijeve sheme u državnim financijama, s posljedicama koje je teško predvidjeti. Sigurno je, naime, da će se vlasnici obveznica nastojati riješiti precijenjenih obveznica i da će one u konačnici

***Kontrola nad  
središnjom bankom  
(bezuvjetni otkup  
državnih obveznica)  
može neko vrijeme  
održavati iluziju o  
solventnosti  
nesolventne države.***

završavati u bilanci središnje banke. Ipak i ako inflacija nikada ne izbije velikom snagom i pretpostavimo da će središnja banka moći povući i viškove likvidnosti i/ili podići kamatnu stopu ako zatreba, središnja će banka na taj način potaknuti moralni hazard kod političke vlasti (indirektno će podržati nastavak fiskalne politike koja vodi u deficit i stalni rast zaduženosti), dok će bankama, tj. njihovim vlasnicima omogućiti rekapitalizaciju jer će gubitci, umjesto u bilancama banaka, u konačnici biti prikazani u bilanci središnje banke, ili kod korisnika novca (u slučaju inflacijskog špijunga).

*Bezuvjetan otkup obveznica potiče moralni hazard političke vlasti nakon čega postaje posve nejasno gdje je kraj toga procesa.*

Europska je središnja banka (ECB) u dosadašnjemu toku krize otkupila značajne iznose obveznica. U okviru programa otkupa pokrivenih obveznica (eng. Covered Bond Purchase Program) otkupila je 59 milijardi €, a u okviru programa tržišta vrijednosnica (eng. Securities Markets Programme ili SMP) 160 milijardi €. <sup>18</sup> SMP je uveden u svibnju 2010. nakon izbijanja grčke krize, s ciljem definitivnog otkupa državnih obveznica od banaka. Do kolovoza ove godine portfelj se sastojao od 70-tak milijardi grčkih obveznica, no početkom kolovoza u program su uključene i talijanske i španjolske obveznice, nakon čega je portfelj udvostručen za manje od dva mjeseca.

Takva je politika dovela do ostavke jednoga člana Izvršnog odbora uvjerenog da ECB na taj način na sebe preuzima definitivne gubitke po obveznicama potencijalno nesolventnih država. Stvarnu razboritost ECB-a međutim nije moguće procijeniti, jer banka nije transparentna u prikazu podataka o svojim operacijama. Detaljni se podatci o uvjetima pojedinih otkupa ne objavljuju, kao što se detaljno ne objavljuju niti diskonti (u ovom slučaju špijunga), uz koje ECB prihvaća državne obveznice u svojim redovitim monetarnim operacijama (Siebert, 2011). Iz bilance ECB-a može se jedino primijetiti da je nakon 2009., dakle u vremenu u kojem se povećao ECB-ov portfelj državnih obveznica, znatno povećana stavka revalorizacijskih rezervi koje su na dan 23.9.2011. bile oko četiri puta veće od kapitala banke. Međutim, rast je tih rezervi u korelaciji i sa stavkom zlata i međunarodnih rezervi, pa je za pretpostaviti da rezerve uglavnom sadrže pozitivne tečajne razlike, a ne nerealizirane dobitke na vrijednosnim papirima. Zbog toga je upitno u kojoj bi se mjeri revalorizacijske rezerve mogle koristiti za pokriće gubitaka po obveznicama.

Tablica 6. Bilanca Europske središnje banke

| milijuni €                         | 31.12.2008.      | 31.12.2009.      | 31.12.2010.      | 23.9.2011.       |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>AKTIVA</b>                      | <b>2.076.702</b> | <b>1.852.463</b> | <b>2.004.432</b> | <b>2.180.075</b> |
| Zlato i međunarodne rezerve        | 378.531          | 430.056          | 591.397          | 576.267          |
| Dugoročne operacije refinanciranja | 616.922          | 669.296          | 298.217          | 369.636          |
| Glavne operacije refinanciranja    | 239.565          | 59.221           | 227.865          | 201.149          |
| Vrijednosnice*                     | 0                | 28.504           | 134.829          | 215.905          |
| Ostala aktiva                      | 841.684          | 665.386          | 752.124          | 817.118          |
| <b>PASIVA</b>                      | <b>2.076.702</b> | <b>1.852.463</b> | <b>2.004.432</b> | <b>2.180.075</b> |
| Gotovina u optjecaju               | 762.921          | 807.191          | 839.702          | 852.490          |
| Depoziti kreditnih institucija     | 492.310          | 368.683          | 378.008          | 530.030          |
| Revalorizacijske rezerve           | 175.742          | 192.254          | 331.524          | 316.657          |
| Kapital i rezerve                  | 71.640           | 72.994           | 78.143           | 81.481           |

\* Ova stavka sadrži SMP Izvor: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

<sup>18</sup> Izvor: Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/quote/ECBCSMP:IND>

Pitanje kapitala i rezervi postavlja krajnju granicu ECB-ovim izravnim konačnim kupnjama državnih obveznica. Naime, granice su konačnim kupnjama fluidne. S jedne ih strane uljvrđuje svijest o tome da velike konačne kupnje državnih obveznica unose neograničeni moralni hazard u financijski sustav. Iako takve kupnje ne moraju dovesti do eskalacije inflacije, iz financijskog se sustava uklanja disciplinirajući mehanizam. Ako središnja banka otkupljuje državne obveznice bez ograničenja, državne u teoriji mogu neograničeno povećavati javni dug sve dok inflacija ne dovede do izbjegavanja korištenja oporezovanog novca. S druge strane, sprječavanje fiskalne restrikcije radi izbjegavanja dodatne kontrakcije ekonomske aktivnosti može potaknuti središnju banku na velike kupnje, kao što je činila Bank of Japan u proteklih petnaestak godina, sprječavajući na taj način deflaciju. Iako japansko iskustvo pokazuje da se na taj način ne može potaknuti ekonomski rast, opcija održavanja sustava na taj način nije posve neprivlačna. Međutim, u krajnjoj liniji postoji strah da negdje u budućnosti postoji neka još nevidljiva granica nakon koje izbija inflacija. Inflacija odnosno inflacijski porez predstavlja mehanizam pomoću kojega svaka središnja banka može sebe dokapitalizirati, no taj mehanizam znači realnu preraspodjelu na teret svih korisnika novca, a u korist nesolventnih sudionika u financijskom sustavu (i država i banaka) zbog kojih je inflacija proizvedena.

*Inflacijsko rješenje  
ne bi bilo  
prihvatljivo  
Njemačkoj i njenim  
monetarnim  
satelitima.*

Visoka inflacija bi zasigurno označila kraj Eurozone, tj. definitivnu politiku pobunu solventnih država, vjerojatno predvođenih Njemačkom, koja se povijesno smatra bačnikom financijske discipline. Zbog toga je najvjerojatniji scenarij onaj prema kojemu se ECB neće upustiti u neograničene konačne kupnje državnih obveznica, nego će činiti ono što će smatrati mogućim u okvirima neinflatornog scenarija u kojemu je preuzimanje rizika ograničeno visinom kapitala i rezervi. Dokle god se izbjegava inflacijski porez, kapital i rezerve predstavljaju aktivno ograničenje kupnjama obveznica od strane središnje banke. ECB će u takvim uvjetima vjerojatno nastaviti taktizirati s povremenim kupnjama u okviru SMP-a ne bi li intervencijama primirila povremeno uspaničena tržišta. Međutim, pritom će paziti da u sustav ne unese moralni hazard, tj. da ne umrtvi disciplinirajući mehanizam koji će prije ili kasnije dovesti do razotkrivanja nesolventnih država i discipliniranja onih koje su na rubu da takvima postanu.

Ovaj zaključak ne isključuje da će ECB u budućnosti kupovati i znatno veće iznose državnih obveznica zemalja članica. U slučaju recesije i trajnijih deflacijskih pritisaka, ECB se može naći u situaciji u kojoj se od 90-tih godina nalazi središnja banka Japana: nakon smanjenja kamatnih stopa blizu 0% ili na 0%, jedino što preostaje je tzv. kvantitativno popuštanje, a za to su najpogodnije kupnje državnih obveznica. Ako umjesto inflacijske prijeti deflacijska opasnost, banka će se hrabrije upuštati u operacije definitivnog otkupa. Međutim, s prestankom takve opasnosti inflacijsko će ograničenje, tj. ograničenje kapitala i rezervi, ponovo postati aktivno, što znači da niti jedna vlada neće moći biti sigurna da će ECB beskonačno i bezuvjetno otkupljivati njene obveznice, ma kakvu fiskalnu politiku vodila.

## VI. Budućnost je donekle poznata: ESM i Pakt za Euro-Plus

U uvjetima u kojima ECB povremeno djeluje intervencijama na tržištu državnih obveznica, ali u kojima je jasno da je takva njena uloga ograničena percepcijom dugoročne fiskalne održivosti pojedinih zemalja i članica i utjecajem na inflaciju, posebno važnu ulogu igra EFSF. Ova je analiza pokazala da EFSF s financijskim potencijalom od 440 milijardi € ima više nego dovoljno sredstava za olakšavanje financijske stabilnosti u Eurozoni, čak i ako se žele zadovoljiti visoki kapitalni zahtjevi nove regulacije Basle III. Međutim, također smo vidjeli da ovaj zaključak vrijedi samo ako postoji mehanizam koji egzaktno razotkriva eventualnu nesolventnost pojedinih država (tablice 2. i 3., poglavlje IV.) i prijelazi EFSF-u kupnju obveznica nesolventne države. Ako takav mehanizam ne postoji, i ako se odgovornost (i potencijalni gubitak) za intervencije na tržištima državnih obveznica želi podijeliti između ECB-a i EFSF-a, onda potrebna veličina EFSF-a postaje nepoznanica. To umanjuje kredibilitet cijelog projekta u očima sudionika na tržištima.

*Ako ne postoji egzaktni mehanizam razotkrivanja nesolventnosti država i ako ne postoji središnja banka koja bezuvjetno monetizira javni dug, neodređenost postaje karakteristika financijskog sustava.*

To je ujedno glavni problem od samoga početka krize, pa ga vrijedi još jednom ponoviti: *ako ne postoji egzaktni mehanizam razotkrivanja nesolventnosti i ako pravila „bankrota“ država nisu precizna, te ako ne postoji središnja banka koja bezuvjetno i neograničeno monetizira javni dug, neodređenost postaje glavna karakteristika financijskog sustava.* Neizvjesnost prevladava. Stoga evolucija EFSF-a, koji je zamišljen kao preteča Europskog stabilizacijskog mehanizma (eng. European Stability Mechanism ili ESM), oslikava pogrešna i zakašnjela stajališta europskih političara o ovom problemu.

EFSF je osnovan u lipnju 2010. sa sjedištem u Luxemburgu. Postao je operativan u kolovozu iste godine na temelju garancijskog fonda od 440 milijardi € u kojemu članice Eurozone participiraju proporcionalno udjelima u kapitalu ECB-a. Predviđeni životni vijek fonda je tri godine; u lipnju 2013. EFSF bi trebao prerasti u ESM i neku vrstu Europskoga monetarnog fonda.

EFSF na temelju garantnog fonda izdaje obveznice kada zatreba likvidnost za provedbu kreditnih operacija. Te obveznice imaju najviši rejting AAA. EFSF je do sada potrožio zanemarivo mali dio svojega potencijala kroz tri transakcije i dvije za Portugal u ukupnom iznosu od 5,9 milijardi €, i jedna za Irsku, u iznosu od 3,6 milijardi €. Sve tri transakcije dogodile su se u prvoj polovici 2011. Efektivne kamatne stope u tim operacijama bile su razmjerno visoke i kretale su se između 5% i 6,1%.

Inicijalna je ideja bila udružiti financijske potencijale MMF-a, Europske komisije, MMF-a i ECB-a s EFSF-om kako bi se financirali programi fiskalne prilagodbe država u kojima su kreditnu sposobnost tržišta prestala vjerovati. Mislilo se da će fiskalne prilagodbe biti dovoljno vjerodostojne i da će se tada vidljivi ekonomski oporavak u EU nastaviti, tako da će se bez većih problema doći do ESM i 2013., kada bi nastupila teoretska mogućnost „bankrota“ neke od država članica Eurozone.



Dakle, inicijalno je bilo zamišljeno da ESM od lipnja 2013. preuzme funkcije EFSF-a kao kompleksan sustav financijske kontrole u uvjetima u kojima bankrot države nije više samo udaljena teoretska mogućnost. Naime, važan element novoga mehanizma su takozvane kolektivne akcijske klauzule (eng. CACs i collective action clauses) koje će se ugraditi u sve obvezničke ugovore izdanja državnih obveznica zemalja članica Eurozone od lipnja 2013. nadalje. To znači da će kupci državnih obveznica država članica Eurozone od sredine 2013. ujedno biti sudionici u ugovoru koji omogućava da skupština obvezničara jednostavnom većinom izglasa pristanak na neki od instrumenata restrukturiranja duga, kao što su: privremena obustava otplata, smanjenje kamata, reprogramiranje dospijeća ili djelomični otpis (haircut). Pokretati te vrste pregovora trebali bi biti Europska komisija i MMF, koji bi uporabom standardnih alata analize održivosti javnog duga trebali odrediti je li država nesolventna, ili ima prigodu nakon fiskalne prilagodbe uredno servisirati svoj dug.

Oko polovice 2010., kreatori europske politike vjerovali su da će opisani mehanizam biti dovoljan za uspostavu vjerodostojnosti. Dodatno su ga pojačali početkom 2011. sporazumom Pakt za Euro-Plus, koji bi trebao zajamčiti dugoročnu fiskalnu solventnost zemalja članica Eurozone. Pakt za Euro-Plus zamjenjuje propali Pakt o stabilnosti i rastu kojega zemlje članice nisu poživale (što je u krajnjoj liniji bio glavni uzrok europskih nevolja s prevelikim javnim dugom).

Pakt za Euro-Plus podjednako naglašava fiskalnu održivost i konkurentnost. Na strani konkurentnosti naglašava se potreba deindeksacije plaća i kontrole plaća u javnom sektoru. Indeks jedinog troška rada uvodi se kao ključni parametar nadzora konkurentnosti na nacionalnoj razini. Preporuča se rasterećenje troškova rada, osobito radi poticanja zapošljavanja mladih. Ulaganja u obrazovanje i infrastrukturu ističu se kao nužni elementi izgradnje konkurentnog društva.

U okviru fiskalnih izdataka posebna će se pozornost posvetiti održivosti mirovinskog i zdravstvenog sustava te sustava socijalnih naknada s osobitim naporima usmjerenima k sprječavanju preranih umirovljenja neposredno nakon 55. godine života i radnom aktiviranju starijih radno sposobnih osoba. Pravila fiskalne odgovornosti unijet će se u zakone po uzoru na Njemačku 2010. (i Čvicarsku 2003.) koje su ustavno ograničile akumulaciju javnog duga propisavši limite deficita (u Njemačkoj 0,35% BDP-a od 2016., njem. Schuldenbremse).

Pored javnog duga, nadzirat će se i razina privatnog duga kućanstava, poduzeća i banaka. Uz pomoć Europskog odbora za sistemski rizik utvrdit će se indikator zaduženosti koji ne bi smjeli biti prijeđeni, što će se unijeti u nacionalna zakonodavstva.

Započet će i koordinacija poreznih politika kroz ujednačavanje osnovica za obračun poreza na dobit i jačanje europske suradnje na području otkrivanja prijevara i poreznih utaja.

Paktu su u ožujku 2011. osim 17 članica Eurozone pristupile Danska, Poljska, Litva, Latvija, Bugarska i Rumunjska.

*Paktu za Euro Plus  
pristupile su i  
države izvan  
Eurozone.*

Iako su i ESM i Pakt korektno zamagljeni, obje su institucije s jedne strane doгле prekasno da riješe aktualne probleme, dok se s druge strane sada čini prerano za ocjenu njihova dugoročnog ulinka koji u konačnici ne zavise toliko o deklaracijama koliko o provedbi. Ključna pitanja su i dalje bez odgovora: je li Grčka nesolventna i koliko je još država u Eurozoni nesolventno?

Ritam događaja ubrzan je sredinom 2011., kada je izgledno slabljenje ekonomskoga rasta u Eurozoni naznačilo da rast sam od sebe neće riješiti probleme. Sazrijela je i spoznaja da Grčka ne može izaći iz krize bez neplaćanja i tada je (21. srpnja) postignut prije opisani sporazum o proširenju mandata EFSF-a na intervencije u bankarskom sektoru i na tržištu državnih obveznica (podjela rizika s ECB-om), zatim o proširenju jamstva kako bi se u cijelosti mogao iskoristiti potencijal od 440 milijardi €, te je donesen već spomenuti sporazum o uključivanju privatnog sektora (eng. PSI i private sector involvement) u restrukturiranje grčkog duga ne bi li mu se sadašnja vrijednost smanjila za 21%. Tako je bankrot neke države članice postao stvarnost prije nego što su se kreatori politike nadali na proljeće 2010., kada su problemi počeli eskalirati.

Veoma je teško reći koliko su trenutačna neizvjesnost i strah plod fundamentalne nevjerice u budućnost Eurozone, a koliko je riječ o nusproizvodu izglednog povratka u recesiju i sporosti političkih mehanizama odlučivanja u prihvaćanju novog mandata proširenog EFSF-a. Sigurno je da su te stvari povezane: povratak u recesiju i kašnjenje političkih odluka za krizom stvaraju nevjericu u budućnost Eurozone.

Međutim, ne može se reći da ništa nije napravljeno. Iako rađene s velikim zakasnjem, sada su već vidljive konture arhitekture financijske stabilnosti u Eurozoni. Još je otvoreno pitanje krajnjeg financijskog potencijala EFSF-a, jer njegov paralelni angažman u spašavanju financijskog sektora i na tržištu državnih obveznica otvara pitanje adekvatnosti 440 milijardi €. Zbog toga bi sljedeća promjena, koju je realno za očekivati, mogla biti vezana uz mogućnost zaduživanja EFSF-a na tržištu povrh jamstava iz garantnog fonda (financijska poluga). Tako prošireni EFSF, uz sredstva MMF-a, Europske komisije, ECB-a i nacionalne interventne fondove, predstavljaju financijsku silu koja bi mogla, uz odgovarajuće mehanizme odlučivanja i kontrole, biti dovoljna da zaustavi krizu. No, njezino konačno rješenje zavisi o europskoj sposobnosti za pronalaskom novih izvora ekonomskog rasta i zapošljavanja, što je u ovom trenutku pitanje svih pitanja na koje nema jednostavna odgovora.

## **VII. Umjesto zaključka: neposredna budućnost i pouke za Hrvatsku**

Naši fundamentalni problemi nisu bitno različiti od europskih. Nedostatak konkurentnosti, prevelik i neulinkovit javni sektor uz visoke troškove zaduživanja države čiji javni dug neprestano raste, ugušili su ekonomski rast i

zapođjavanje. Ipak, koliko god to apsurdno zvučalo, nađi problemi nisu tako veliki kao europski. Bankarski je sektor zdrav. Osim što je olakšao prolazak kroz prvi dio krize, bankarski sustav i dalje ima iznimno visok stupanj kapitalizacije koji jamči da banke i u slučaju drugoga vala neće trebati vanjsku pomoć da izdrže moguće teškoće. Prema tome, problem se svodi na fiskalnu konsolidaciju u uvjetima u kojima fiskalna solventnost nije neposredno ugrožena, kao i na povećanje konkurentnosti.

S obzirom da se Hrvatska približava ulasku u EU koja je na rubu nove recesije i u sred borbe za financijsku stabilnost, neki elementi njene privlačnosti kao što su ulazak na jedinstveno tržište, olakšani pristup kapitalu i ulazak u monetarnu uniju, neće imati onoliku privlačnu moć kakvu su imali za drgave koje su ulazile u ranijim krugovima progirenja. Tada je EU u boljem ekonomskom i političkom stanju izgledala kao jamstvo bržega napretka i rasta. Sada je ta njena privlačna moć nestala, i u novonastalim se uvjetima prirodno javljaju oprez i skepsa. Stoga se i u nas može čuti da bi se Eurozona mogla raspasti i da je zbog toga bolje pričekati i zadovoljiti se samim ulaskom u Europsku Uniju, ali ne i u monetarnu uniju, barem za sada. Uistinu, za mnoge bi u Hrvatskoj traumatično mogla zvučati vijest da bi Hrvatska po ulasku u monetarnu uniju morala pristupiti i sporazumu o EFSF-u, u kojemu se jamstveni udjel za zemlju nađe veličine kreću između 2 i 4 milijarde €.

Nađi političari i nađa javnost koji su odnos s EU sveli na pitanje kase za koju se postavlja samo pitanje koliko ćemo iz nje dobiti, u ovom trenutku sigurno nisu spremni na dijalog koji osim uzimanja podrazumijeva i solidarno davanje zajednici kojoj želimo ravnopravno pripadati. Iako bi ulazak u Eurozonu za Hrvatsku zasigurno značio prednost, kao što je značio Slovačkoj (2009.) ili Estoniji (2011.) pomogavši im da uspješno izađu iz krize, i kao što je ostanak izvan Eurozone otežao Mađarskoj prolazak kroz krizu, skeptici će racionalno ukazivati na iskustva Češke i Poljske. One su u ovoj krizi prošle bolje od Hrvatske, a nisu gurile s prihvatanjem eura. Čovije, one nisu ni ugle u predvorje eura i mehanizam ERM II (eng. European Exchange Rate Mechanism II).

Stoga se može očekivati da će se u raspravi o ulasku u ERM II i predvorje eura, čuti disonantni politički tonovi, te da će ishod te rasprave biti neizvjestan, u velikoj mjeri određen time hoće li se kriza u Eurozoni u sljedećih 18 mjeseci smiriti ili zaogruti. Međutim, bez obzira je li drgava u Eurozoni, u ERM II, ili izvan zajedničkih monetarnih mehanizama, Pakt za Euro-Plus kojemu su se priključile i tri drgave izvan ERM II (Poljska, Rumunjska i Bugarska) predstavlja dobar okvir za vođenje politike u skladu s kriterijima iz Maastrichta. Čovije, novi Pakt sadrži puno detaljniju razradu fiskalnih kriterija održivosti i konkurentnosti. Prednost je Pakta za Euro-Plus u tome što adresira dvije najvažnije boljke hrvatskoga gospodarstva (fiskus i konkurentnost), ne zavisi o odluci o ulasku u ERM II i daje okvir za vođenje politike koji je posve u skladu s kriterijima monetarne unije kada se o eventualnom ulasku donese konačna politička odluka. Naravno, to ne znači da od aplikacije za ulazak u Eurozonu treba odustati. Naprotiv, glavna je poruka ove analize da će Eurozona vrlo vjerojatno opstati, s novom arhitekturom financijske stabilnosti.

***Eurozona je privremeno izgubila moć privlačenja, no potrebno je odmah raspravljati o ulasku u ERM II i/ili prihvaćanju Pakta, jer to su opcije koje nas čekaju neposredno nakon ulaska u EU 2013.***

## Literatura

**Basle Committee on Banking Supervision (2011):** „*Global systemically important banks: Assessment methodology and additional loss absorbency requirement.*“ Consultative Document, July 2011.

**Beck, T., H. Uhlig i W. Wagner (2011):** „*Insulating the financial sector from the European debt crisis: Eurobonds without public guarantees.*“ [www.woxeu.org](http://www.woxeu.org)

**Bordo, M., A. Markiewicz i L. Jonung (2011):** „*A fiscal union for the euro: some lessons from history.*“ NBER Working Paper No. 17380.

**Buiter, W. (2009):** „*The limits to fiscal stimulus.*“ CEPR Discussion Paper Series No. 7607.

**Buiter, W. i E. Rahbari (2011):** „*The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a „you break it you own it Europe“*“ Citi Global Economics View.

**De Grauwe, P. (2011):** „*The European Central Bank as a lender of last resort.*“ [www.woxeu.org](http://www.woxeu.org)

**European Banking Authority (2011):** *EU-wide stress testing.* <http://www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing.aspx>

**Hau, H. (2011):** „*Bank recapitalization is the best euro rescue strategy.*“ [www.woxeu.org](http://www.woxeu.org)

**Gauri, V., M. Woolcock i D. Desai (2007):** „*Intersubjective Meaning and Collective Action in „Fragile“ Societies: Theory, Evidence and Policy Implications.*“ Policy Research Working Paper WPS5707. Washington: The World Bank.

**GFSR (2011):** Washington: IMF.

**HUB Analize,** razni brojevi. [www.hub.hr](http://www.hub.hr)

**Levy Yeyati, E., M. Martinez-Peria i S. Schmuckler (2011):** „*Triplet crises and the ghost of the new dragma.*“ [www.woxeu.org](http://www.woxeu.org)

**Mussa (2002):** „*Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy.*“ The Institute for International Economics.

**Roggoff, K. i K. Reinhart (2009):** This Time is Different: Eight Centuries of Financial Foolie. Princeton: Princeton University Press.

**SIGTARP (2011):** *Quarterly Report to Congress.* [www.sig tarp.gov](http://www.sig tarp.gov)

**Sibert, A. (2011):** „*The damaged ECB legitimacy.*“ [www.woxeu.org](http://www.woxeu.org)

**Wolf, M. (2011):** „*Fear and loathing in the eurozone.*“ [www.ft.com](http://www.ft.com)

**Wyplosz, C. (2011):** They still don't get it. [www.woxeu.org](http://www.woxeu.org)