

Broj 41

studeni 2012.

NOVA EUROPSKA ARHITEKTURA FINANCIJSKE STABILNOSTI:

UČVRŠĆIVANJE TEMELJA

Sažetak

U EU i unutar nje - u Eurozoni, uspostavljaju se novi mehanizmi financijske sigurnosti. Proces se odvija na tri razine. Prva je makroekonomska i monetarna – uključuje provedbu Fiskalnog pakta, reformu instrumenata ECB-a i uspostavu „europskog MMF-a“ – Europskog mehanizma stabilnosti (ESM-a). Druga je razina bankarske unije – zajedničkog nadzora banaka, osiguranja depozita i sustava za rješavanje problema u problematičnim bankama. Treća je razina prudencijalna i tiče se implementacije nove regulacije Basle III i drugih regulacija koje se bave poslovanjem banaka.

Ova analiza detaljno prikazuje novu regulaciju i institucionalne mehanizme koji su već usvojeni, kao i one o kojima se još uvijek raspravlja, ali je velika vjerojatnost da će uskoro biti prihvaćeni. S obzirom na skori ulazak Hrvatske u EU, analiza se bavi i važnošću ovih promjena za Hrvatsku. Zaključuje da nove institucije predstavljaju dobru vijest za Hrvatsku: procijenjene koristi od novih sigurnosnih financijskih mehanizama puno su veće od eventualnih financijskih troškova koje bi Hrvatska nakon ulaska u EU i kasnije, nakon prihvaćanja eura, mogla imati zbog financiranja novih institucija financijske stabilnosti.

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

Sadržaj

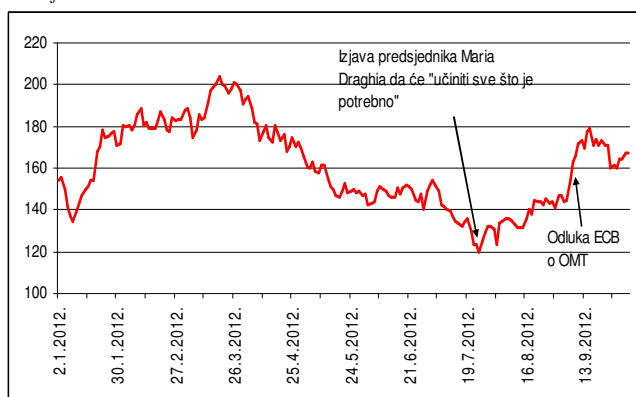
Širi sažetak	3
Uvod	5
I. Makroekonomske i monetarne institucije	6
Europski mehanizam stabilnosti - ESM	7
Uloga Europske središnje banke: OMT i Fiskalni pakt	10
II. Bankarska unija	14
Objedinjeni nadzor banaka	15
Objedinjeni sustav osiguranja depozita	17
Objedinjeni sustav rješavanja problema u bankama	20
III. Nova regulacija kapitala i likvidnosti (Basle III) i druge reforme	27
Basle III	29
Liikanenov izvještaj	30
IV. Političke implikacije novih mehanizama i njihova važnost za Hrvatsku	31
V. Zaključak	35

ŠIRI SAŽETAK

Od početka krize, u Eurozoni i u EU nastaje nova arhitektura financijske stabilnosti. U njoj se isprepliću tri vrste novih elemenata: makroekonomski odnosno fiskalni i monetarni, institucionalni i prudencijalni.

Među fiskalnim i monetarnim elementima najvažniji su Fiskalni pakt, Europski mehanizam stabilnosti (ESM) - koji je započeo s radom u listopadu 2012., te prilagođeni instrumentarij ECB-a u kojem se ističu najavljene operacije otkupa dugoročnih državnih obveznica zemalja u financijskim problemima (OMT). Već je sama najava OMT-a kratkoročno pomogla smirivanju stresa na europskim i svjetskim financijskim tržištima:

Frankfurt Bank Prime Indeks 2012.



Međutim, aktivacija OMT-a podrazumijeva složene političke i ekonomske uvjete. Da bi ECB kupovala državne obveznice neke zemlje članice u financijskim poteškoćama, ta zemlja mora prethodno sklopiti aranžman s „europskim MMF-om“ – ESM-om. A ESM još uvijek ne može aktivirati sve financijske instrumente s kojima formalno raspolaže. Prijepor je nastupio u vezi s mogućnosti ESM-a da izravno intervenira „pomoćima“ (dokapitalizacijama i sl.) u bankama u problemima. Iako se Francuska zauzima za trenutnu aktivaciju toga instrumenta, Nijemci se zauzimaju za postupnost i zahtijevaju da se najprije formira takozvana bankarska unija, pa da se tek potom omogući izravno djelovanje ESM-a. Problem se prelama preko leđa Španjolske čiji je premijer obećao da pomoć bankama neće teretiti porezne obveznike, pa odbija kroz proračun jamčiti za sredstva koja Španjolska namjerava povući od ESM-a.

Zbog toga aktiviranje makroekonomskih i monetarnih institucija zavisi o političkoj brzini prihvatanja paketa mjera kojima će se u Eurozoni uspostaviti bankarska unija. Ona se sastoji od tri bloka: zajednička bankarska supervizija, osiguranje depozita i zajednički sustav rješavanja problema u bankama.

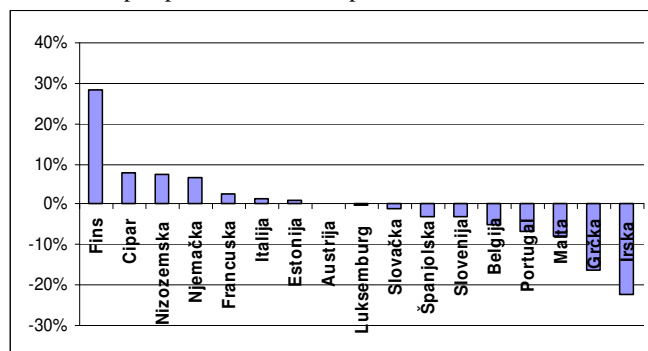
Na EU Summitu 18. 10. 2012. postignut je dogovor da će se zajednički nadzor banaka ostvariti u toku iduće godine, s punom primjenom od 2014. Na zadnjem EU Summitu u prosincu 2012. trebali bi se prihvatiti detalji provedbe.

EU lideri ponekad uspiju ugodno iznenaditi tržišne sudionike (kao što je bio slučaj s ECB-ovim OMT-om u kolovozu i rujnu 2012.), no iznenađenja su puno češće negativna; većina je očekivala detaljan dogovor o bankarskoj uniji već u listopadu.

Imajući u vidu tradicionalnu europsku sporost kada je o dogovorima riječ, MMF je u ovogodišnjem *Global Financial Stability Reportu* upozorio Europljane na još uvijek veliku vjerojatnost lošeg razvoja događaja.

Prema MMF-u, u lošem se scenariju do kraja 2013. može očekivati kontrakcija ponude kredita u zemljama periferije za 18%, te pad za više od 2% u zemljama jezgre. Slika pokazuje da se periferija upravo nalazi u takvom lošem scenariju. Zemlje jezgre još uvijek bilježe blagi rast kredita, no ako se ne dogodi nešto pozitivno, i one bi mogle uskoro biti zahvaćene novim valom problema.

Slika 2. Ukupna ponuda kredita, stopa rasta 08:2012 / 08:2011



MMF-ovi scenariji za tržište kredita u Eurozoni (promjene ponude kredita od 2011:Q3 do 2013:Q4)

	Osnovni scenarij	Scenarij loših politika	Scenarij potpunih politika
Zemlje jezgre	-2%	-2,5%	-1%
Zemlje periferije	-10%	-18%	-6%

Izvor: GFSS, October 2012.

Loš scenarij prema MMF-u uključuje zaustavljanje dogovora o bankarskoj uniji na sadašnjoj razini. S druge strane, dobar scenarij ili scenarij potpunih politika svodi se na brzi dovršetak dogovora o bankarskoj uniji i početak dogovora o proširenju fiskalne (transferne) unije u Europi.

Bankarska unija pored zajedničkog nadzora banaka uključuje i zajedničke mehanizme osiguranja depozita te rješavanja problema u bankama. Kod osiguranja depozita predviđa se uvođenje ex post jednokratnih

premija, diferenciranje premija prema riziku, zajednički financijski parametri sustava osiguranja i mogućnost uzajamnog sindiciranog (i limitiranog) kreditiranja fondova za osiguranje depozita ako fond u nekoj zemlji članici nema dovoljna sredstva raspoloživa za isplate.

Sličan se mehanizam predviđa i kod fondova za rješavanje problema u bankama. Oni bi se također trebali financirati iz doprinosa banaka sve dok raspoloživa sredstva ne dostignu 1% osiguranih depozita. Predložena su i tri važna mehanizma za rješavanje problema u bankama: (i) zajednička europska načela prioriternih naplata od banaka u problemima, (ii) mogućnost da regulator sazove skupštinu dioničara i nametne određene odluke, i (iii) mehanizam uskakanja (engl. *bail – in*), odnosno mogućnost pretvaranja dijela neosiguranih obaveza u kapital (engl. *debt-equity swap*) u banci u problemima.

Bez obzira u kojem obliku i kada će novi mehanizmi financijske sigurnosti biti prihvaćeni, jasno je da oni implicitno ili eksplicitno uključuju transfere elemente (preraspodjela među zemljama članicama), te mijenjaju neke važne političke i financijske odnose.

Hrvatska bi od uspostave ovih mehanizama mogla imati koristi. Realno je za očekivati da bi hrvatsko članstvo u europskim mehanizmima financijske stabilnosti (da je Hrvatska članica EU i Eurozone) već sada nosilo više koristi nego šteta. Niži rizici značili bi niže troškove regulacije i angažiranog kapitala, a to bi vodilo manjim maržama koje sada imamo između ostaloga i zbog nedostupnosti drugih mehanizama financijske sigurnosti osim MMF-a.

U slučaju potrebe za korištenjem inozemnih izvora radi postizanja financijske stabilnosti u nekoj budućoj krizi, ovi će mehanizmi proširiti spektar institucija i instrumenata koje članica EMU može koristiti povrh uobičajenih sredstava MMF-a.

S druge strane, postavlja se pitanje koliko ta sigurnost košta. Najopreznija moguća kalkulacija pokazuje da Hrvatska u najcrnjem scenariju nakon ulaska u Eurozonu (a to je scenarij koji nije daleko od scenarija njezina raspada) ne može izgubiti više nego što će dobiti kroz EU fondove nakon ulaska u EU, a prije ulaska u Eurozonu. U svim relevantnim scenarijima Hrvatska će imati više izravnih i neizravnih koristi od novih mehanizama stabilnosti nego što će za njih plaćati.

Uvod

Treću godinu zaredom HUB Analize koje izlaze u studenom prate razvoj nove arhitekture financijske stabilnosti u Europskoj Uniji odnosno Eurozoni i razvoj nove bankarske regulative. Velika globalna financijska kriza 2007.-2009. potpuno je promijenila način razmišljanja o financijskoj regulaciji. Novi trend reregulacije afirmiran je umjesto prijašnjega trenda deregulacije. Taj trend traje i danas, iako je drugi val krize 2012. isprovocirao propitivanja i eksperimente s novom deregulacijom nakon što se pokazalo da reregulacija ima visoku cijenu. Unatoč tomu, jačanje regulacije ostaje dominantan trend koji se razvija paralelno s razvojem makroekonomskih institucija čiji je cilj urediti financijsku stabilnost i rješavanje problema prezaduženosti u monetarnoj uniji.

Od početka krize u Europi traje povijesno jedinstven i dalekosežan proces institucionalne rekonstrukcije i reregulacije, koji još nije završen.

Reregulacija ne proizlazi iz homogenog intelektualnog pokreta. O tri dominantna problema - **regulacija kapitala (Basle III)**, **zaštita potrošača i razdvajanje nekih funkcija banaka (stara tema o izdvajanju dijela poslova investicijskog bankarstva)**, stalno se vode konzultacije i rasprave, baš kao i o institucionalnom okviru za financijsku stabilnost u Eurozoni. Pri tome se javljaju velike razlike u mišljenjima, ne samo između industrije, regulatora i akademske zajednice, nego i unutar tih skupina. Razlog velikim razlikama koje usporavaju pronalazak rješenja jest u tome što se promjene odvijaju u kontekstu koji je obilježen trima novim fundamentalnim trendovima: globalizacijom, koja je čvršće nego ikada povezala cijeli svijet, izgradnjom monetarne i ekonomske unije u Europi, i gospodarskom krizom koja traje puno dulje od predviđanja. U takvom okviru nema gotovih recepata i iskustava – riječ je o mukotrpnom probijanju kroz nove naslage složenih odnosa.

Europska fiskalna kriza – kriza prezaduženosti država u kojoj Grčka predstavlja najvidljiviji slučaj, slaganje novih institucionalnih odnosa čini osobito teškim. Zbog financijske sprege između prezaduženih država i kreditora europska je fiskalna kriza ostavila dubok trag u poslovanju banaka koje su najveći kreditori država (engl. *sovereign-banks nexus*). Na tom se temelju mijenja arhitektura financijske stabilnosti Eurozone. Nakon osnutka EFSF-a i ESM-a (European Financial Stability Facility i European Stability Mechanism), ESRB-a (European Systemic Risk Board) i EBA-e (European Banking Authority) te nakon novih pravila fiskalne discipline (Six Pack i Fiskalni pakt),¹ ove se godine događa novi institucionalni pomak. Europska središnja banka (ECB) otvorila je novi „prozor“, tzv. OMT (engl. *outright market transactions*) - program otkupa obveznica država u problemima. Osim toga, upravo traju rasprave i donesene su prve odluke o tzv. bankarskoj uniji – zajedničkom europskom nadzoru banaka, osiguranju depozita i mehanizmu za rješavanje problema u bankama.

Odluka ECB-a o OMT-u – izravnim kupnjama državnih obveznica, pokrenula je novi val tržišnog optimizma. To što će središnja banka potencijalno neograničeno otkupljivati državne obveznice, sudionicima je izgledalo kao pojava dugoočekivane „*Velike bazuke*“ koja bi trebala ukloniti rizik krajnjega

¹ O detaljima, osim u ovom dokumentu, vidjeti i HUB Analizu 34 iz studenog prošle godine: <http://www.hub.hr/Default.aspx>

slučaja sistemske krize u Eurozoni. Rizik fiskalno inducirane sistemske krize naime nestaje ako u sustavu postoji središnja banka kao krajnji kupac državnih obveznica.

Međutim, aktivacija OMT-a zavisi o dva uvjeta. Prvo, vlada države koja želi da ECB aktivira izravne kupnje njenih obveznica mora aplicirati za financijsku pomoć u okviru mehanizma za stabilnost EFSF/ESM. Korištenje pomoći podrazumijeva pristanak na strogu fiskalnu prilagodbu. Stoga postoji rizik da vlada prezadužene članice neće aplicirati na vrijeme, nego će odgađati aplikaciju i na taj način produžavati krizu (trenutačni slučaj u Španjolskoj). Drugo, ECB i drugi akteri predvođeni Njemačkom, aktivaciju OMT-a uvjetovali su velikom institucionalnom reformom regulacije bankovnog sustava: preseljenjem ovlasti nadzora banaka na ECB, zajedničkom shemom osiguranja depozita i jedinstvenim modelom intervencija u sistemski važnim bankama, ako zapadnu u poteškoće. Uvjeti još nisu ispunjeni što unosi veliku neizvjesnost u pogledu odgovora na pitanje kada će i na koji način OMT zaista biti aktiviran. Unatoč dvojabama, neprijeporno je da se nova arhitektura financijske stabilnosti u Eurozoni razvija, ali s neizvjesnim političkim posljedicama.

Ova je analiza posvećena trima institucionalnim aranžmanima koja se u ovom trenutku nalaze u najvećim previranjima ili od kojih se očekuju snažni učinci. U prvom se poglavlju prikazuju promjene makroekonomskih odnosno monetarnih institucija, s naglaskom na Europski mehanizam za stabilnost (ESM) i buduće ECB-ove operacije definitivnih otkupa obveznica (OMT). U drugome se raspravlja o novim paneuropskim mehanizmima nadzora i rješavanja problema u bankama. U trećemu se raspravlja o primjeni regulacije Basle III u EU i novim raspravama o razdvajanju nekih funkcija banaka (Liikanenov izvještaj). Četvrto poglavlje sadrži kratku raspravu o interakcijama između tri bloka institucionalnih promjena, uz osvrt na moguće političke implikacije i važnost nove financijske arhitekture za Hrvatsku. Peto poglavlje sadrži zaključke.

Najavljeni program ECB-ova otkupa obveznica percipiran je kao mjera koja će otkloniti sistemski rizik u Eurozoni. No, zbog stroge uvjetovanosti otkupa i još uvijek neriješenih političkih pitanja oko bankarske unije - mnoga su pitanja i dalje otvorena.

I. Makroekonomske i monetarne institucije

Europski mehanizam stabilnosti (engl. European Stability Mechanism – ESM), izravne tržišne transakcije (engl. Outright Market Transactions – OMT) Europske središnje banke (engl. European Central Bank – ECB), uz otprije poznati Fiskalni pakt (Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u Ekonomskoj i monetarnoj uniji, engl. Treaty on Stability, Coordination and Governance in Economic and Monetary Union – TSCG), koji se ne primjenjuje samo na zemlje Eurozone već i na članice EU koje nisu prihvatile euro osim Velike Britanije i Češke, predstavljaju najvažnije makroekonomske i monetarne institucije nove arhitekture financijske stabilnosti.

Europski mehanizam stabilnosti - ESM

Potpisivanje Ugovora o osnutku Europskog mehanizma stabilnosti (engl. European Stability Mechanism Treaty) 2. veljače 2012.² vjerojatno će ostati zapamćeno kao najvažniji događaj u dugom procesu izgradnje nove arhitekture financijske stabilnosti u Europi. ESM je počeo s poslovanjem u listopadu 2012. iako je njegovo aktiviranje prvobitno bilo planirano za srpanj 2013.³ Riječ je o svojevrsnom antikriznom mehanizmu ili „europskom MMF-u“, čije su funkcije definirane puno šire od onih koje danas ima Međunarodni monetarni fond.

O sličnosti dviju institucija govori članak 8. Ugovora o ESM-u, koji propisuje da zemlja članica Eurozone koja traži financijsku pomoć ESM-a mora, ako je ikako moguće, u isto vrijeme zatražiti financijsku pomoć i od MMF-a. U Ugovoru piše da će se sudjelovanje MMF-a tražiti „i na tehničkoj i na financijskoj razini“, te da će svaka pomoć ESM-a, kao što je slučaj i kod MMF-a, biti strogo uvjetovana. Podsjetimo da je osnutak ESM-a omogućen izmjenama i dopunama članka 136. Ugovora iz Maastrichta, u kojemu nakon izmjena piše: „Sve zemlje članice, čija je valuta euro, mogu ustanoviti mehanizam stabilnosti ako je to nužno za očuvanje stabilnosti Eurozone u cjelini. Odobravanje zatražene financijske pomoći u okviru toga mehanizma bit će strogo uvjetovano.“⁴ Dodatna sličnost s MMF-om ogleda se u činjenici da ESM ima status povlaštenog kreditora.⁵

Financijski instrumenti koji stoje na raspolaganju ESM-u su: krediti državama članicama Eurozone koje se nalaze u financijskim poteškoćama, financijska pomoć radi predostrožnosti (kreditna linija), kupnje državnih obveznica na primarnom i sekundarnom tržištu, krediti državama u svrhu dokapitalizacija banaka, te izravne intervencije u bankama (dokapitalizacije). Međutim, izravne intervencije u bankama još nisu aktivirane, i to je jedan od glavnih razloga zašto ESM u godinu dana nakon potpisivanja prvobitnog ugovora nije uspio zaslužiti vjerodostojnost i navesti tržišne sudionike da povjeruju u rješenje krize u Europi. U proteklih godinu dana financijski je instrumentarij ESM-a stalno nadopunjavan; svakih se nekoliko mjeseci utvrdilo da prethodno dogovoren skup instrumenata nije dovoljan i da zahtijeva proširenje. Ta nedovršenost je, naravno, narušavala vjerodostojnost ESM-a odnosno budila sumnju u to da je riječ o krajnjem rješenju krize.

Inicijalni sporazum o ESM-u iz srpnja 2011. sadržavao je samo mogućnost odobravanja kredita državama u financijskim poteškoćama. Kupnje državnih obveznica bile su predviđene samo iznimno, i to na primarnom tržištu. Već je

ESM stožerni je element nove arhitekture financijske stabilnosti, no njegove pune funkcije, koje uključuju i izravne intervencije u pogođenim bankama, još nisu uspostavljene.

² Prvi Ugovor o ESM-u potpisan je 11. srpnja 2011. i dopunjavan 21. srpnja 2011. i 9. prosinca 2011. Inačicu od 2. veljače 2012. ratificiralo je 17 država članica Eurozone.

³ Od srpnja 2012. do srpnja 2013. ESM posluje usporedo s prvim stabilizacijskim fondom osnovanim 2010. – EFSF-om (engl. European Financial Stability Facility).

⁴ U trenutku nastanka ove analize 23 članice od njih 27 ratificirale su ovaj amandman. Čeka se ratifikacija u Češkoj, Poljskoj i Velikoj Britaniji, te na Malti. Najraniji je datum, kada se očekuje stupanje amandmana na snagu - 1. siječnja 2013.

⁵ Isti status imaju i biletaralni međudržavni kreditni odnosi.

u rujnu 2011. načelno dogovoreno da se instrumentarij proširi, ali nisu dogovoreni detalji. Prvom revizijom instrumenata (početkom 2012.) olakšani su uvjeti za kupnje državnih obveznica uz proširenje na sekundarno tržište, te su pridodani aranžmani iz predostrožnosti (praćeni kreditnim linijama) i krediti državama u svrhu dokapitalizacija banaka. No, ubrzo se pokazalo da krediti državama u svrhu dokapitalizacija banaka ne mogu riješiti problem ako je razmjera problema takav da potrebne intervencije u bankovnom sustavu ugrožavaju stabilnost javnih financija (slučaj Irske i Španjolske). Zbog toga je na EU samitu u lipnju 2012. dogovoreno da se instrumentarij ESM-a proširi i na izravne dokapitalizacije banaka. U tom slučaju ESM izravno preuzima rizik (i potencijalni povrat) od takvih operacija, slično američkom TARP-u.⁶ Međutim, taj dio sporazuma još nije operacionaliziran, što se prelama na slučaju Španjolske. Ona zbog predizbornih obećanja konzervativnog premijera Rajoja želi izbjeći da se 60 mlrd €, koliko iznose procijenjene potrebe za dokapitalizacijama tamošnjih banaka, pojave kao stavka koja će povećati javni dug. To bi se dogodilo da se za potrebna sredstva kod ESM-a zaduži španjolska država kako je bilo predviđeno sporazumom iz veljače 2012. I dok Francuzi žele što prije operacionalizirati dio sporazuma koji omogućuje izravne intervencije ESM-a u bankama, Nijemci se zalažu za postupnost:⁷ nisu suglasni s aktivacijom takve mogućnosti dok se ne riješi drugi blok problema koji prikazujemo u sljedećem poglavlju. Riječ je o pravilima zajedničkog nadzora banaka, osiguranja depozita i rješavanja problema u bankama.

Nijemci uvjetuju uspostavu pune funkcionalnosti ESM-a uspostavom bankarske unije, u čemu se zauzimaju za cjelovita, ali postupna rješenja. Jug Europe, predvođen Francuskom, traži hitno pokretanje svih funkcija ESM-a i bankarske unije.

Različita politička gledanja na razvoj arhitekture financijske stabilnosti dodatni su razlog zbog kojeg dosadašnje institucionalne reforme nisu zaslužile vjerodostojnost: Francuzi i drugi s juga Europe zauzimaju se za brza rješenja i što manje uvjeta, a Nijemci i drugi sa sjevera za postupnost i cjelovitost rješenja, uza što strože uvjete korištenja sredstava.

Uvjeti da bi neka članica Eurozone dobila financijsku pomoć ESM-a jesu: (i) ratifikacija Fiskalnog pakta (TSCG-a), (ii) onemogućen ili potencijalno onemogućen pristup države članice ESM-a normalnim tržišnim izvorima financiranja, (iii) financijska prijetnja za Eurozonu u cjelini,⁸ i (iv) neodrživ javni dug. Predsjednik Odbora guvernera ESM-a (o korporativnom upravljanju vidjeti dalje u tekstu) u takvim slučajevima Odboru predlaže načelno odobrenje pomoći, čime se aktivira mandat „dvojke“ (Europska

⁶ Za prikaz TARP-a vidjeti prošlogodišnju HUB Analizu br. 34 na ovu temu.

⁷ Dalje se u tekstu prikazuje ustroj ESM-a. Za sada je dovoljno zabilježiti da najviše tijelo upravljanja – Odbor guvernera (koji se sastoji od ministara financija zemalja članica), ima pravo dopuniti popis financijskih instrumenata na raspolaganju ESM-a (čl. 19 Ugovora o ESM-u), ali tu odluku ne može donijeti bez najvećeg dioničara – Njemačke.

⁸ U ovoj fazi, bez reprezentativnog iskustva u funkcioniranju ESM-a, nije moguće predvidjeti kolika će se važnost ovome dijelu teksta Ugovora, koji nedvojbeno kaže da je ugroza ekonomske i financijske stabilnosti Eurozone uvjet za odobrenje pomoći, pridati u praksi. Nije naime jasno kakva bi bila odluka Odbora guvernera ako bi neka mala zemlja, koja je premalena da ugrozi ekonomsku i financijsku stabilnost Eurozone, zatražila pomoć ESM-a zbog neodrživa javnog duga u uvjetima dok još ima pristup tržištima državnih obveznica (bez obzira na visinu premije rizika). Pristup Portugala i Irske ESM-ovu prethodniku (EFSF-u), upućuje na jednak tretman velikih i malih zemalja, bez obzira na njihovu sistemsku važnost. U slučaju ovih dviju zemalja, pristup se dogodio nakon što su *de facto* izgubile pristup tržištima.

komisija i ECB), a po mogućnosti i „trojke“ („dvojka“ + MMF). Dvojka ili trojka razrađuju uvjete pomoći odnosno program makroekonomske prilagodbe u okviru *Memoranduma o razumijevanju* (engl. *Memorandum of Understanding* – MoU). Kamatna stopa nije kaznena, nego se određuje tako da pokrije trošak financiranja ESM-a i njegove troškove, uz *prikladnu maržu*.

Zemlje uplaćuju kapital ESM-a proporcionalno udjelima u kapitalu ECB-a, od čega se manji dio uplaćuje u novcu, a drugi veći dio, po pozivu.

Kapital i financijski potencijal ESM-a određeni su upisom 700 mlrd € kapitala, od čega se 80 mlrd € uplaćuje u novcu (do 2014.), a preostalih 620 mlrd € po pozivu, što *de facto* znači da za taj dio države članice daju državnu garanciju⁹ koja se može „protestirati“ ako gubitci ESM-a premaše uplaćeni iznos. Dionice su među članicama podijeljene u skladu s formulom upisa kapitala Europske središnje banke, koja kombinira kriterije BDP-a i broja stanovnika. Najveći je pojedinačni dioničar Njemačka, s udjelom od 27,15%, a najmanji Estonija, s udjelom od 0,19%. Slovačka ima najsličniji udjel hipotetičkom hrvatskom udjelu – 0,82%, ili oko 5,7 milijardi €, od čega će oko 650 mln € uplatiti u novcu do 2014. Iako se vlada premijerke Radicove upravo zbog ove odredbe ESM-a našla pred zidom jer nije uspjela omogućiti izglasavanje ratifikacije sporazuma o ESM-u u rujnu 2011., vlada aktualnog slovačkog premijera Fica nije imala problema s uvjeravanjem slovačke javnosti, te je stavka uplate kapitala u ESM predviđena slovačkim proračunom za 2013.

Financijski je potencijal ESM-a dovoljan za plasmane u ukupnom iznosu od 500 mlrd €. S obzirom na međudržavni karakter i iznos upisanog kapitala, predviđa se da će se ESM u svakom trenutku moći financirati na tržištu, čak i u vremenima najvećih kriza, kao što je slučaj sa Svjetskom bankom i još nekim međunarodnim financijskim institucijama.

ESM je međudržavno tijelo osnovano prema međunarodnom pravu sa sjedištem u Luxemburgu, kojim upravlja Odbor guvernera (ministri financija zemalja članica), Upravni odbor i izvršni direktor. ESM je poslovati započeo u listopadu 2012. i na čelu mu je Nijemac Klaus Regling. Odbor guvernera odlučuje konsenzusom o: (i) pozivima na uplatu kapitala, (ii) popisu raspoloživih financijskih instrumenata, (iii) davanju mandata Europskoj komisiji i ECB-u za definiranje uvjeta pomoći državama, (iv) odobrenju programa pomoći, (v) primanju novih članica, i drugim sličnim pitanjima. O drugim pitanjima, kao npr. o podzakonskim aktima koji uređuju poslovanje ESM-a, Odbor odlučuje kvalificiranom većinom koja, ovisno o pitanju o kojem se odlučuje, može iznositi 80% ili 85% glasova. Svaki guverner imenuje po jednog člana uprave – direktora. Odbor guvernera imenuje i izvršnog direktora na razdoblje od 5 godina uz mogućnost opoziva. Upravni odbor (odbor direktora) većinom glasova odlučuje o novim uplatama kapitala ako uplaćeni kapital zbog gubitaka padne ispod početne razine od 80 mlrd €.

Klauzule kolektivne akcije (engl. *Collective Action Clauses* – CAC) ugradit će se u sve ugovore o izdanju državnih obveznica zemalja članica ESM-a s rokom dospijeca dužim od godinu dana nakon 1. siječnja 2013. To znači da će se u svim državama članicama na pravno identičan način moći pristupiti

⁹ Iako se instrument ne zove tako, već *dionica plativa po pozivu*, sintagma *državna garancija* služi kao metafora jer pokazuje ekonomsku bit instrumenta.

pregovorima o restrukturiranju javnog duga, ako se takvi pregovori smatraju nužnima radi financijske stabilizacije i ekonomskog ozdravljenja zemlje članice. Pritom obvezničari (uglavnom privatni kreditori) glasuju o restrukturiranju u skladu s CAC klauzulom. To je bitna razlika u odnosu na pregovore o restrukturiranju grčkoga duga, gdje je uključenost privatnog sektora (engl. Private Sector Involvement – PSI) pregovarana na dragovoljnoj osnovi, izvan čvrstog institucionalnog okvira. To je bio jedan od razloga dugog trajanja prve faze Grčke krize, u kojoj se nije uspijevalo dogovoriti reprogramiranje.

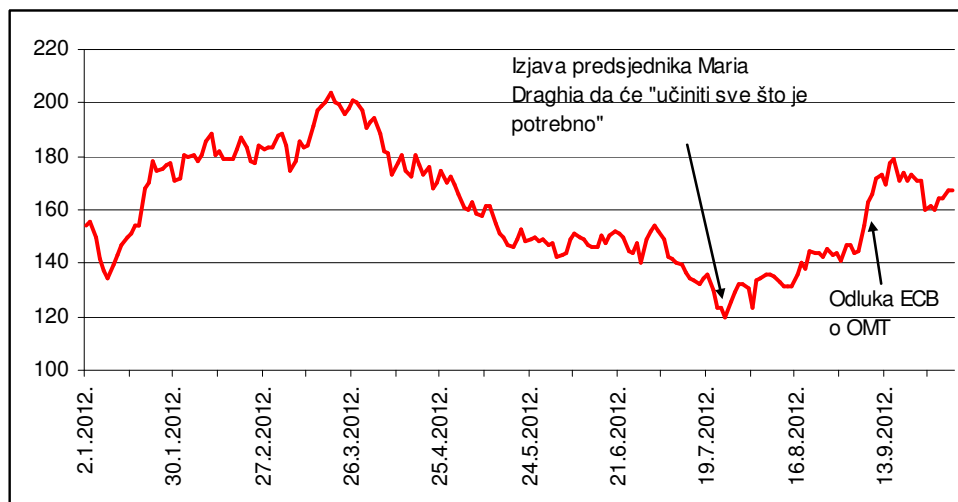
Tri su glavna razloga zbog kojih ESM u kratkom roku nije uspio uvjeriti tržišne sudionike da je riječ o mehanizmu kojim će se razriješiti kriza u Eurozoni. Prvo, kriza je toliko duboka da je upitno bi li i puno savršeniji institucionalni mehanizam odvratio tržišne sudionike od povremenih napada panike (što se očitovalo povremenim skokovima prinosa na državne obveznice Italije i Španjolske preko 6%). Drugo, političko dogovaranje o ESM-u, odnosno širem skupu novih institucionalnih rješenja, dugo traje. Tržišni su sudionici zbog toga povremeno gubili strpljenje. To se posebno odnosi na dogovore oko širenja financijskih instrumenata koji su na raspolaganju ESM-u. Takvi su dogovori spori, jer je najčešće riječ o sporazumima u vezi s nekim drugim mehanizmima u sklopu arhitekture financijske stabilnosti (kolokvijalno, riječ je o vezanoj trgovini). Zadnji je takav slučaj njemačko vezanje proširenja instrumentarija ESM-a na izravne dokapitalizacije banaka uz izgradnju zajedničkog modela regulacije banaka u Europi, o čemu se detaljnije raspravlja u drugom poglavlju. Treće, tržišni su sudionici od početka krize procjenjivali da je za njezino rješenje potrebno puno više od 500 mlrd € interventnog novca (tzv. „Velika bazuka“). Ne ulazeći u objektivnu osnovanost toga vjerovanja, ono je zasigurno, u kratkom roku, narušilo vjerodostojnost ESM-a čiji je financijski potencijal limitiran na pola bilijuna eura. Unatoč tomu, riječ o instituciji koja će dugoročno imati iznimno važnu ulogu u osiguranju ekonomske i financijske stabilnosti u Eurozoni.

U ESM se od samoga početka sumnjalo, između ostaloga i zbog limita financijskog potencijala na 500 mlrd €. Zbog toga je ECB-ova odluka o pokretanju potencijalno neograničena programa otkupa državnih obveznica, doživljena kao konačno rješenje.

Uloga Europske središnje banke: OMT i Fiskalni pakt

Odluka ECB-a da otvori mogućnost za „neograničene“ kupnje državnih obveznica zemalja koje se koriste pomoći ESM-a (instrument je nazvan *izravne tržišne transakcije* – engl. *Outright Market Transactions*, OMT) spada u spomenutu skupinu vezanih dogovora u sklopu izgradnje nove arhitekture financijske stabilnosti. Mjera je iznimno važna, a tržišta su ju, barem za sada (slika 1), interpretirala kao „Veliku bazuku“. S obzirom da intervencije nisu limitirane iznosom, nego samo uvjetima prilagodbe zemalja koje se koriste pomoći ESM-a, OMT bi trebao biti presudni signal ili vezivno tkivo koje jamči da se Eurozona neće raspasti.

Slika 1. Frankfurt Bank Prime Indeks 2012.



Izvor: Deutsche Boerse

Jesu li takva tržišna očekivanja opravdana, i kako će OMT funkcionirati? Motivaciju za uvođenje OMT-a najbolje opisuje dio govora predsjednika Draghia na tiskovnoj konferenciji povodom donošenja odluke o OMT-u: „... moramo biti u poziciji da osiguramo funkcioniranje mehanizma transmisije monetarne politike u svim zemljama Eurozone. Želimo očuvati integritet naše monetarne politike i osigurati odgovarajuću transmisiju na realnu ekonomiju u čitavoj Eurozoni. OMT će nam omogućiti da reagiramo na ozbiljne distorzije na tržištima vladinih obveznica, koje proizlaze iz neutemeljenih strahova dijela investitora o tome da je euro reverzibilan. Prema tome, kada se zadovolje odgovarajući uvjeti, imat ćemo potpuno djelotvoran mehanizam za izbjegavanje destruktivnih scenarija koji bi mogli postaviti ozbiljne izazove pred stabilnost cijena u Eurozoni.“

OMT je uvjetovan prethodnim sklapanjem aranžmana između zemlje članice i ESM-a, a veoma je pozitivnom doživljena odredba prema kojoj se ECB svrstava u red nepovlašćenih pari passu kreditora.

ECB će aktivirati OMT – izravne kupnje državnih obveznica roka dospijeca 1-3 godine na sekundarnom tržištu, ako je dotična zemlja sklopila bilo koji oblik aranžmana s EFSF/ESM-om, a koji podrazumijeva sudjelovanje ESM-a na primarnom tržištu državnih obveznica i učešće MMF-a u dizajnu programa. ECB uživa potpuno diskrecijsko pravo pri određivanju limita za zemlju u okviru OMT programa i može ga zaustaviti ako članica ne ispunjava kriterije iz programa prilagodbe. Za razliku od ESM-a, koji ima status povlaštenog kreditora, ECB u sklopu OMT-a prihvaća status pari passu kreditora, s jednakim pravima kao i svi drugi imatelji državnih obveznica. To je važna činjenica koju detaljnije komentiramo u tekstu.

Odlukom o OMT-u od 6. rujna 2012. prestao je vrijediti prijašnji program tržišta vrijednosnica (engl. Securities Market Program – SMP). ECB je u okviru SMP-a od sredine 2010. do veljače ove godine otkupila 209 mlrd € vrijedne državne obveznice, među kojima i španjolske i grčke. Međutim, razlika između SMP-a i OMT-a signalna je i politička. Naime, za SMP je postojao interni limit iako nikada nije bio objavljen. Također nikada nije bilo posve jasno gdje su granice SMP-a, odnosno, može li se dogoditi da ECB akumulira obveznice države koja je ispala sa staze fiskalne prilagodbe (slučaj Grčke je pokazao da se to može dogoditi). To je otvaralo rizik da ECB u

portfelju drži bezvrijedne obveznice ili obveznice koje vrijede bitno manje od vrijednosti po kojoj su kupljene (dakle, gubitak). Ta je činjenica otvorila pitanje adekvatnosti visine kapitala ECB-a i političkih problema koji bi se pojavili u slučaju da ECB-u zatreba dokapitalizacija. Također, sudjelovanje povlaštenog kreditora na tržištu državnih obveznica remetilo je potražnju *pari passu* kreditora. Zbog toga se SMP-u protivila Njemačka, što je dovelo do ostavke njemačkoga člana izvršnog odbora ECB-a Jurgena Starka u jesen 2011.

ECB-ova odluka o OMT-u omogućena je prethodnim usvajanjem Fiskalnoga pakta.

Ako se promatraju izolirano od drugih elemenata arhitekture financijske stabilnosti, prevelikih razlika između OMT-a i SMP-a zapravo i nema: cilj je obaju programa povećati djelotvornost mehanizma monetarne transmisije i izravnim intervencijama kupnji spriječiti „disfunkcionalnost“ tržišta državnih obveznica u Eurozoni. U oba je slučaja predviđena sterilizacija monetarnih efekata otkupa obveznica. Međutim, suštinske razlike - a one su omogućile ECB-u donošenje odluke o OMT-u, leže u vezama ECB-ovih intervencija s drugim elementima mreže financijske stabilnosti. Naime, kupnja obveznica u okviru SMP-a temeljila se na diskrecijskoj odluci ECB-a, uz saznanje o programima makroekonomske prilagodbe (što je u slučaju Grčke uključivalo i pregovore o reprogramiranju javnog duga), pri čemu su programi prilagodbe nastajali kroz izravne i ad hoc pregovore bez čvrstog institucionalnog okvira. Utoliko su uz takve programe bili vezani ozbiljni politički rizici, što je povećavalo vjerojatnost da ECB akumulira bezvrijedne obveznice države koja bi u budućnosti mogla proglasiti moratorij na otplatu dugova ili zatražiti novo reprogramiranje. ECB se od toga rizika djelomično štitila statusom povlaštenog kreditora. To je s druge strane dovodilo do istiskivanja privatnih kreditora. Naime, ako privatni kreditori vide da drugi privatni kreditori prodaju obveznice javnom tijelu koje ima status povlaštenog kreditora, potražnja će na tržištu oslabjeti i cijena obveznica će pasti uslijed pojačanih prodaja, sve dok se u prinos ne ugradi dovoljno velika premija rizika otpisa ili reprogramiranja duga koja uzima u obzir postojanje povlaštenog kreditora. Zbog toga je stari način ECB-ovih intervencija bio samoometajući: povećane intervencije ECB-a u okviru SMP-a istiskivale su privatnu potražnju, umjesto da pomognu njenu oporavku.

Politički su se rizici u međuvremenu smanjili zahvaljujući potpisivanju Fiskalnoga pakta i osnutku ESM-a. ECB je jasno dao do znanja da se OMT nikada ne bi dogodio da nije aktiviran ESM i da prethodno nije usvojen Fiskalni pakt. Ta dva institucionalna mehanizma uvjerila su ECB da su bitno smanjeni rizici da neka država, čije su obveznice kupljene u okviru OMT-a, završi s moratorijem na otplatu dugova. ECB je toliko uvjeren u funkcioniranje Fiskalnog pakta i ESM-a kao ključnih elemenata arhitekture financijske stabilnosti, da potraživanja po osnovi obveznica kupljenih u okviru OMT-a ulaze u kategoriju *pari passu* – ECB više nije povlašten kreditor koji se naplaćuje prije drugih imatelja obveznica. I Nijemci su prešutno poduprli tu odluku ECB-a (točnije, nisu joj se previše protivili), a vrlo je vjerojatno da se dobar dio tržišnog oduševljenja OMT-om može objasniti upravo odustajanjem ECB-a od statusa povlaštenog kreditora.

U prije citiranu govoru predsjednika ECB-a Maria Draghija, važno je uočiti da funkcioniranje mehanizma prijenosa monetarne politike na realnu ekonomiju Eurozone predstavlja glavnu brigu ECB-a (naravno, uz suzbijanje percepcije rizika njena raspada odnosno „reverzibilnosti“ eura). Takva je briga razumna, jer aktualna je monetarna politika ECB-a u namjeri ekspanzivna, no takav se njen karakter ne prenosi na povećanu ponudu povoljnijih bankovnih kredita (slično kao u Hrvatskoj). Razlog je u tome što neizvjesnost u pogledu budućnosti Eurozone paralizira i ponudu i potražnju na tržištu kredita (iako politička neizvjesnost nije i jedini čimbenik zbog kojega monetarni prijenos ne funkcionira). Stoga se OMT može smatrati nužnim uvjetom otključavanja novog kreditnog ciklusa u Eurozoni, ali je i dalje otvoreno pitanje dovoljnih uvjeta. Konkretno, OMT ne predstavlja konačno rješenje problema kapitalizacije i stabilnosti banaka, što će se i nadalje morati rješavati kroz ESM; nitko ne može računati s monetizacijom gubitaka banaka.

MMF upozorava da se Eurozona, sve dok ne uspostavi punu funkcionalnost ESM-a i bankarsku uniju, nalazi u lošem scenariju. Iako sjeverne zemlje njime još nisu u potpunosti zahvaćene, to bi mogao biti samo privid.

Vjerojatno najbolji prikaz složenih međuodnosa između OMT-a i drugih reformi i politika u Eurozoni, dat je u MMF-ovu *Global Financial Stability Reportu* (GFSR, 2012: str. 10-12) iz listopada 2012. Prema GFSR-u, u Eurozoni su moguća tri scenarija razvoja na kreditnom tržištu. Prvi ili osnovni scenarij odgovara događajima kojima smo sada svjedoci: **sporo dogovaranje, ali ipak određeni napredak**, uz nastavak pada aktivnosti na jugu i slab rast na sjeveru Eurozone. U ovom se scenariju pretpostavlja postupno formiranje zajedničkog nadzora banaka u zoni eura. Drugi je scenarij - **scenarij slabih politika**: nema daljnjih dogovora, nastavlja se financijska fragmentacija i javlja se financijska represija. Treći je **scenarij potpunih politika**: ubrzava se formiranje bankarske unije, vide se obrisi fiskalne integracije, kapital se počinje vraćati prema jugu Europe, obnavlja se ekonomski rast.

Banke su jedan od ključnih mehanizama transmisije različitih scenarija, jer se takozvano razduživanje banaka (kontrakcija bilanci) odvija bitno različitim tempom u tri scenarija. Prema osnovnom scenariju MMF-a, ponuda kredita u zemljama jezgre pada za 2% od kraja trećeg tromjesečja 2011. do kraja 2013., dok ponuda kredita u zemljama periferije pada za 10% u istom razdoblju. U lošem političkom scenariju ponuda kredita pada za oko 2,5% i 18% u zemljama jezgre odnosno periferije, a u scenariju potpunih politika stope pada iznose 1% i 6%. Tako različiti scenariji logično imaju i bitno drukčije implikacije za ekonomski oporavak.

Tablica 1. MMF-ovi scenariji za tržište kredita u Eurozoni (promjene ponude kredita od 2011:Q3 do 2013:Q4)

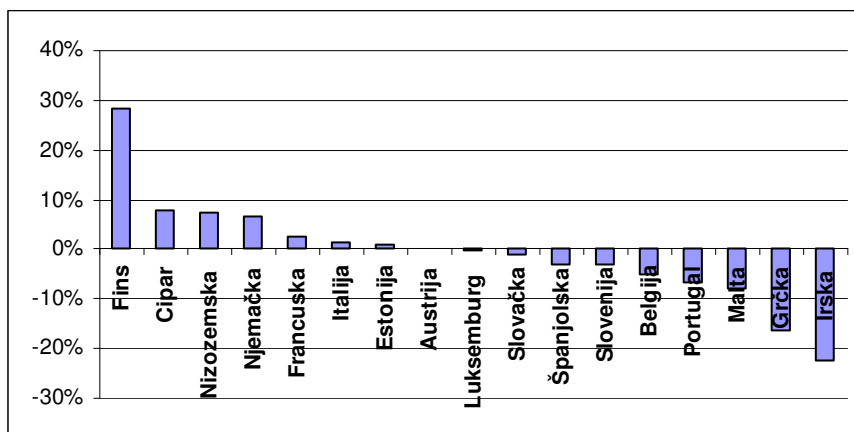
	Osnovni scenarij	Scenarij loših politika	Scenarij potpunih politika
Zemlje jezgre	-2%	-2,5%	-1%
Zemlje periferije	-10%	-18%	-6%

Izvor: GFSR, October 2012.

Sada se nalazimo na približno pola puta do kraja 2013., tj. do kraja razdoblja koje je MMF prognozirao u svojoj analizi scenarija. Stoga je zanimljivo pogledati u kojem se MMF-ovu scenariju sada nalazi Eurozona. Zemlje periferije, s izuzetkom Cipra i Italije, bilježe pad kredita na godišnjoj razini

između 3% u Španjolskoj i Sloveniji, i 22% u Irskoj. Brojka sugerira da je periferija u lošem političkom scenariju. Krediti u jezgri rastu, stope su od 0% u Austriji i Luksemburgu do 28% u Finskoj. Jezgra je još uvijek u dobrom scenariju, no on je vidljivo nestabilan, što se vidi u stagnaciji ili vrlo niskim stopama rasta u Austriji i Francuskoj.

Slika 2. Ukupna ponuda kredita, stopa rasta 08:2012 / 08:2011



Izvor: www.ecb.int, Statistical Datawarehouse

Glavna je poruka MMF-ove analize da se Eurozona, unatoč bitnim pomacima koji su se dogodili u rujnu i listopadu (OMT i početak rada ESM-a), još uvijek nalazi u lošem političkom scenariju koji se potpuno materijalizirao na periferiji, ali još nije u potpunosti zahvatio jezgru. Jedna od sila koje bi Eurozonu mogle izbaciti na stazu nekoga od boljih scenarija jest brza uspostava bankarske unije. Ona bi mogla biti ključan činitelj za uspostavu vjerodostojnosti i ublažavanje pritiska razduživanja banaka koji je očito prisutan i prijeti snažnom kreditnom kontrakcijom u zemljama što bilježe odljev kapitala.

II. Bankarska unija

Buduća bankarska unija počiva na tri stupa: zajednički nadzor banaka, zajedničko osiguranje depozita i jedinstveni sustav za rješavanje problema u bankama (engl. *bank resolution*).

Važnost dovršetka izgradnje institucija bankarske unije prelazi uske okvire triju spomenuta institucionalna segmenta. Već smo naglasili da je i funkcioniranje drugih dijelova arhitekture financijske stabilnosti politički vezano uz početak funkcioniranja bankarske unije (OMT). Nijemci, koji kao glavni financijeri projekta Unije preferiraju polaganije ali dublje integracijske procese kako bi li izbjegli nepotrebno plaćanje previsokih troškova, vežu proširenje instrumentarija ESM-a na izravne intervencije u bankama uz dovršetak pregovora o bankarskoj uniji. Kako je i početak otkupa državnih obveznica u okviru ECB-ova OMT-a u vezi s ESM-om, svako oklijevanje neke države da aplicira za pomoć ESM-a (u ovom trenutku Španjolske, koja ne želi da joj sredstva za pomoć bankama povećaju javni dug) - produžuje krizu. S druge strane, zemlje primateljice transfera, koje su najviše pogođene

Bankarska unija počiva na tri stupa: zajednički nadzor banaka, osiguranje depozita i okvir za rješavanje problema u bankama.

krizom, a koje svojeg jakog zastupnika imaju u Francuskoj (i uz potporu MMF-a koji već više godina vode Francuzi), teže što bržem formiranju maksimalističke, centralizirane bankarske unije. Politička realnost nameće uspostavu bankarske unije u dva koraka:

BANKARSKA UNIJA U EU

Zajednička supervizija banaka	Zajedničko osiguranje depozita	Zajedničko rješavanje problema u bankama
• ECB kao formalni okvir organizacije i odgovornosti • EBA kao operativni koordinator i centar za razvoj metodoloških standarda i procedura • Uključenost svih banaka iz Eurozone • Otvoreno pitanje mogućnosti da banke iz EU zemalja koje nisu u Eurozoni uđu u zajednički mehanizam	• Jedinstveni EU fond osiguranja depozita pod jednom upravom • Uključenost svih banaka Eurozone • EBA kao operativni koordinator i centar za razvoj metodoloških standarda i procedura • Zajedničke karakteristike (premije po riziku i sl.) • Međusobno kreditiranje nacionalnih fondova	• Jedinstveni EU fond pod jedinstvenom upravom • EBA kao operativni koordinator i centar za razvoj metodoloških standarda i procedura • Zajedničke karakteristike (način financiranja i sl.) • Međusobno kreditiranje nacionalnih fondova

— "Linija realnosti": realizaciju stavki ispod linije realno je očekivati do 2014. dok će elementi iznad linije vjerojatno biti realizirani u sljedećoj fazi

Objedinjeni nadzor banaka

„Južnjački“ pogled dominira u Europskoj komisiji (EK) koja je 12. rujna 2012. objavila prijedlog formiranja objedinjenog nadzora banaka (engl. Single Supervisory Mechanism – SSM). Nadzor bi se trebao objediniti pri ECB-u do početka 2014. To bi značilo da ECB vrlo brzo mora preuzeti nadzor nad oko 6,000 kreditnih institucija sa sjedištem u zemljama članicama Eurozone. To je puno više od inicijalnog njemačkoga gledišta koje je zahtijevalo postupnost, odnosno da se zajednička supervizija formira samo za tzv. paneuropske banke (oko 100 banaka) koje imaju značajne poslove na teritoriju većeg broja država. Nadzor nad preostalim bankama za sada bi, prema inicijalnom njemačkom gledištu, ostao na nacionalnoj razini.

Prema prijedlogu EK, ECB bi već od 1.1.2013. počela preuzimati nadzor nad bankama u Eurozoni (članice EU koje još nisu prihvatile euro mogle bi se priključiti SSM-u na dobrovoljnoj osnovi). Kako ECB nema iskustva u nadzoru banaka, nacionalni supervizori i njihovo ranije osnovano europsko koordinacijsko tijelo EBA (engl. European Banking Authority) nastavili bi imati važnu ulogu u procesu razvoja strategije, kriterija i planova supervizije, ali i u operativnoj izvedbi nadzora banaka. Prijedlog EK izrijeком govori o tome da bi supervizori banaka preko EBA-e već do kraja ove godine trebali donijeti jedinstvenu Uputu za obavljanje nadzora banaka, koja bi trebala vrijediti za svih 27 članica EU. Nije dakle riječ o ukidanju nacionalnih supervizija nego o njihovoj užoj koordinaciji pod zajedničkom „kapom“ ECB-a i EBA-e, uz formiranje jedinstvene supervizijske kape za članice Eurozone.

Predviđa se zajednički nadzor za članice Eurozone i zajednički standardi i koordinacija za članice EU koje nisu u Eurozoni.

Prema tome, nastala bi složena i slojevita struktura supervizije koja bi uključila ECB, EBA-u, njihove složene međusobne odnose te nacionalne supervizore koji bi izgubili autonomnost što ju imaju sada, ali koji bi i na strateškoj i na operativnoj razini nastavili imati ključnu ulogu. Iako bi u slučaju prihvatanja ovoga prijedloga došlo do nastanka europskog regulatora i slabljenja odnosa između nacionalnih banaka i nacionalnih regulatora, realno je za očekivati da bi na neformalnoj razini uloga nacionalnih regulatora ostala važna.

EBA, čija je uloga usmjerena očuvanju integriteta zajedničkog EU tržišta - što znači da bi se kroz nju definirali kriteriji i načela supervizije u cijeloj EU, postala bi svojevrstni metodološki i razvojni centar bankarske supervizije u EU. Došlo bi do unifikacije metodologija i standarda, što je dobro, zatim, dosadašnji kolegiji supervizora postali bi djelotvorniji i vjerojatno bi se transformirali u zajedničke timove za nadzor (što se već i sada radi, samo bi bila uspostavljena jasnija hijerarhijska struktura timova), a ECB bi bio neka vrsta „kape“ i odgovorne strane cijeloga sustava. Takva „federalna“ struktura bankovne supervizije duboko je logična na jedinstvenom tržištu. U jednom naraštaju vjerojatno neće doći do potpune integracije nadzora banaka.

Iako su nove konture odnosa između EBA-e, ECB-a i dosadašnjih nacionalnih regulatora jasno vidljive, otvoreno je pitanje obuhvata i brzine uspostave nove, federalne strukture nadzora. Prijedlog EK predviđa početak rada objedinjene supervizije 1. siječnja 2013., što konkretno znači da bi od toga datuma ECB preuzeo nadzor nad pojedinim kreditnim institucijama, osobito nad onima kojima je odobren neki oblik pomoći novcem europskih poreznih obveznika. Jasno je da se žurba oko datuma početka zajedničkog rada može objasniti željom da se omogući potpuna operativnost ESM-a i početak OMT, te željom da se zaštiti vrijednost intervencija u bankama koja se financira zajedničkim novcem europskih poreznih obveznika kroz ESM.

Bilo bi uistinu paradoksalno da se novac europskih poreznih obveznika kroz ESM troši za intervencije u bankama koje bi dalje nadzirali isti oni supervizori koji su ih nadzirali dok su tonule u probleme. Od 1. srpnja 2013. ECB bi preuzela nadzor nad sistemski važnim paneuropskim bankama, a od 1. siječnja 2014. nad svim bankama sa sjedištem u Eurozoni.

Krajnje političke odluke u EU najčešće su kompromisi koji se ponekad razlikuju od početnih prijedloga, ali ne odstupaju od zacrtanih namjera. Na EU Summitu 18. listopada nije donesena konačna odluka o SSM-u, ali je načelno dogovoreno da se zakonodavni okvir usvoji do 1.1.2013. te implementira u toku 2013. i 2014. Iako je određeno kašnjenje u odnosu na inicijalni prijedlog EK izazvalo razočaranje, smjer uspostave zajedničkog nadzora banaka čini se nepovratnim.

Objedinjeni sustav osiguranja depozita

U dijelu objedinjavanja sustava osiguranja depozita nema novih prijedloga povrh otprije poznatog nacrtu nove Direktive o osiguranju depozita iz 2010. Veoma je vjerojatno da će se i naše zakonodavstvo uskoro morati uskladiti s ovim odredbama ako budu prihvaćene u predloženom obliku:

- Osigurani iznos je 100,000 €, što je uvedeno kroz prijašnje izmjene i dopune Direktive 94/19/EC iz 2008., a što će imati izravan utjecaj na osiguranje depozita u Hrvatskoj, gdje je izmjenama i dopunama iz 2008. osigurani iznos povećan samo na 400,000 HRK.
- Depoziti koji se mogu smatrati dijelom strukturiranih investicijskih proizvoda neće biti pokriveni osiguranjem. Za Hrvatsku ovo nije materijalno važno, samo će se morati uskladiti rječnik zakona.
- Razdoblje od nastupanja nedostupnosti depozita do početka isplate skraćuje se sa sadašnjih 20 na 7 dana – ova promjena ne mora nužno obuhvatiti i naše propise koji su u pogledu rokova isplate već usklađeni; 5 dana je rok u kojem HNB mora izdati rješenje o nedostupnosti, a obeštećenje (isplata) mora započeti u roku od 20 dana od dana nastupanja osiguranog slučaja (nedostupnost depozita), pri čemu HNB može odobriti produženje toga roka za 10 radnih dana. Nacrt direktive dopušta (kao iznimku) isplatu u roku od najduže do 90 dana, pa je pitanje hoće li se nadležne institucije odlučiti za usklađenje s novim rokom od 7 dana ili će na neko vrijeme iskoristiti mogućnost iznimke za dulje rokove početka isplate.
- Ukidanje netiranja
- Depoziti se moraju isplatiti u valuti držanja – ovo je važna izmjena čije tumačenje treba provjeriti; naime, za Hrvatsku, gdje je najveći dio potencijalnih obaveza u stranoj valuti, tj. euru, tumačenje da bi se eurski depoziti trebali isplatiti u eurima značilo bi promjenu pravila upravljanja rizikom devizne izloženosti i likvidnosti fonda osiguranja depozita koji bi morao raspolagati deviznim sredstvima. Međutim, članak 5.5. nacrtu direktive otvara prostor tumačenju da bi se do prihvaćanja eura moglo nastaviti s dosadašnjom praksom preračunavanja i isplata deviznih depozita u domaćoj valuti, tako da bi se ova odredba odnosila samo na strane valute koje nisu euro.
- Sheme osiguranja depozita moraju se redovito podvrgavati testovima na stres.
- Fondovi osiguranja štednje moraju biti adekvatno kapitalizirani, što znači da u roku od 7-10 dana moraju biti u stanju mobilizirati likvidna sredstva¹⁰ jednaka 1,5% zajamčenih depozita. Doprinosi odnosno premije osiguranja uplaćuju se dva puta godišnje – 30. lipnja i 30. prosinca, i to najmanje dotle dok se ne postigne ciljani omjer pokrića od 1,5% zajamčenih depozita. Ako raspoloživa financijska sredstva ne pokrivaju niti 2/3 od 1,5% zajamčenih depozita, stopa redovite premije ne smije iznositi manje od 0,25% zajamčenih depozita.

Najvažnije su promjene: povećanje osiguranog iznosa na 100 tis. €, diferenciranje premija po riziku, uvođenje izvanredne ex post premije i uzajamno kreditiranje agencija iz različitih država.

¹⁰ Direktiva za ova sredstva koristi pojam *raspoloživa financijska sredstva*, koja moraju biti u obliku gotovine, depozita ili niskorizičnih plasmana.

- Uvodi se ex post (jednokratna) premija osiguranja čija visina ne smije prijeći 0,5% zajamčenih depozita godišnje, tako da se fond osiguranja u svakom trenutku može financirati 75% iz ex ante uplaćenih premija i 25% iz onih uplaćenih ex post. Ex post jednokratna premija smije se aktivirati jedan dan prije isteka roka za isplatu ako fond ne raspolaže s dovoljno sredstava.
- Premije (doprinosi) moraju se sastojati od zajedničke komponente i komponente diferencirane prema riziku, pri čemu se rizičnost kreditne institucije utvrđuje na temelju financijskih pokazatelja kapitalne adekvatnosti, kvalitete aktive, profitabilnosti i likvidnosti. Prvo se, zavisno o ciljanoj vrijednosti pokrića zajamčenih depozita likvidnim sredstvima fonda, utvrđuje prosječni doprinos po kreditnoj instituciji – članici, a potom se utvrđuje varijacija oko prosječnog doprinosa na temelju procjene rizika, pri čemu najbolje članice ne smiju platiti manje od 75% prosječnog doprinosa, a najlošije ne smiju platiti više od 200% prosječnog doprinosa.¹¹
- Pored ex ante i ex post premije te uzajamnog kreditiranja (vidjeti dalje u tekstu), svaka nadležna agencija mora imati mogućnost drugih načina financiranja putem tržišta (što isključuje svaki oblik monetarnog financiranja).
- Pri upravljanju raspoloživim sredstvima sheme osiguranja depozita uvodi se limit izloženosti jednom izdavatelju od 5%.
- Ako se depoziti isplaćuju u kreditnoj instituciji s podružnicama u većem broju zemalja članica, deponenti se isplaćuju u zemlji registracije podružnice. To znači da lokalna agencija zemlje primatelja (engl. host country) služi kao kontaktna i isplatna točka. Tako se između agencija iz različitih zemalja članica formira mreža dugovanja i potraživanja (agencija – isplatna točka iz *host country* podružnice formira potraživanje prema agenciji iz matične zemlje, *home country*). Agencije su obvezane na razmjenu informacija i potpisivanje ugovora o suradnji o kojima moraju informirati EBA-u. EBA pregledava ugovore, daje mišljenja o njima te sudjeluje u rješavanju mogućih sporova među nacionalnim agencijama.
- Svaka agencija mora na poziv kreditirati agenciju iz druge zemlje članice do iznosa od 0,5% zajamčenih depozita na razdoblje do 5 godina (točan iznos i rok dospijeca kredita utvrđuje EBA kojoj se podnosi zahtjev za kredit). Kredit je osiguran potraživanjem agencije dužnika od banke u kojoj su depoziti isplaćeni, pri čemu takvo potraživanje u slučaju stečaja ili likvidacije ima prioritet u naplati.¹² Agencija može pozvati agencije iz drugih zemalja članica na

EBA će biti ključni koordinator i kontrolor mehanizma uzajamnog kreditiranja agencija za osiguranje depozita.

¹¹ Sve se kalkulacije rade prema zajamčenim depozitima (ukupni iznos svih depozita koji udovoljavaju formalnim kriterijima pokrića osiguranjem, bez obzira je li ukupni iznos veći ili manji od osiguranog iznosa – depoziti koji nisu isključeni iz zaštite), no s vremenom će se prijeći na kalkulacije prema osiguranim, odnosno pokrivenim depozitima koji bolje predstavljaju rizik potencijalne isplate na teret fonda osiguranja (osigurani/pokriveni depoziti dio su zajamčenih koji se dobiva tako da se od ukupnog iznosa zajamčenih depozita oduzme onaj njihov iznos koji prelazi gornji prag osiguranog iznosa od 100,000 €).

¹² Riječ je o *de facto* sindiciranu kreditu u kojem sudionici dijele udjel (u isplati kredita i riziku) proporcionalno udjelu osiguranih depozita u pojedinoj zemlji u ukupno osiguranim depozitima na razini Unije.

kreditiranje samo ako je prethodno iscrpila svoja raspoloživa financijska sredstva, što se odnosi i na sredstva jednokratne ex post premije, zatim, ako nema prijašnjih obveza prema drugim agencijama po istoj osnovi i ako je o zahtjevu prethodno obavijestila EBA-u i adekvatno obrazložila zahtjev. Kamatna stopa na međuagencijski kredit jednaka je kamatnoj stopi ECB-a (na *marginal lending facility*).

- EBA je zadužena za prikupljanje podataka o (zajamčenim i osiguranim) depozitima, izradu analiza, izdavanje potvrda o mogućnostima uzajamnog kreditiranja nacionalnih agencija i rješavanje sporova među njima.
- Sredstva fonda osiguranja depozita mogu se koristiti za operacije spašavanja banaka kojima se pogoduje širim skupinama vjerovnika, ali samo pod iznimnim uvjetima. Kako je izmjenama i dopunama hrvatskoga zakona iz 2008. (čl. 16a) Agenciji omogućeno korištenje sredstava fonda u svrhu takvih operacija (tzv. princip najmanjeg troška), te će se odredbe morati dopuniti. Prema prijedlogu Direktive, angažman raspoloživih sredstava fonda osiguranja moguć je izvan postupka isplate osiguranih depozita samo u slučaju prijenosa osiguranih depozita na zdravu kreditnu instituciju, ali uz dokaz da je trošak s gledišta fonda u takvoj transakciji manji nego u slučaju izravne isplate. Dokaz se o poštivanju načela najmanjeg troška u roku od 30 dana mora dostaviti EBA-i koja kontrolira i verificira izračun. Međutim, sredstva fonda i dalje se mogu koristiti u svrhu izbjegavanja nastanka osiguranog slučaja, ali uz uvjet da raspoloživa financijska sredstva nakon intervencije ne padnu ispod 1% zajamčenih depozita. Prag se iznimno može postaviti između 0,75% i 1% odlukom tijela koje je nadležno za izdavanje rješenja o nedostupnosti depozita.

Opisani prijedlozi predstavljaju velik, ali logičan korak u smjeru nastanka europskog sustava osiguranja depozita. Korak je logičan zbog funkcioniranja jedinstvenog tržišta na kojemu veliki broj takmaca već ima operacije u većem broju zemalja članica. Međutim, sustav ima i dvije mane koje dovode do toga da europski sustav osiguranja depozita nije samo sustav zajedničke financijske sigurnosti, nego i sustav preraspodjele odnosno transfera. U tome su ključna dva mehanizma:

Novi sustav osiguranja depozita u sebi potencijalno sadrži i komponentu transfera zbog podjele rizika.

1. Iznos osiguranja (100,000 €) definiran je jednako za sve zemlje članice

Razlike u stupnju financijskog i ukupnog gospodarskog razvitka dovode do toga da 100,000 € po deponentu u relativnom iznosu prema prosječnom depozitu ili BDP po stanovniku, ne predstavlja jednako pokriće svuda u EU. Sto tisuća realno vrijedi više u Portugalu ili Slovačkoj nego u Švedskoj ili Njemačkoj. Prema procjenama EK, ovim je iznosom pokriveno 95% štednje u EU, no omjer u slabije razvijenim zemljama konvergira prema 100%, dok je u najrazvijenijim zemljama niži od 95%. Prema tome, i pokriće i moralni hazard osiguranja, razmjerno su veći u slabije razvijenim zemljama.

Problem bi se mogao riješiti kada bi se premije osiguranja po pojedinim bankama idealno diferencirale prema riziku. Međutim, u praksi je teško očekivati takav slučaj. U najboljem slučaju, diferencirane premije mogu biti

aproksimacije stvarnog rizika. Predloženi model diferenciranja premija (koji je detaljno opisan u aneksu direktive) ne jamči da će se rizik zemlje adekvatno odraziti na visinu premije.

2. Rizik međunarodnih međuagencijskih kredita raspoređen je među državama

Ovo je rizik koji će EBA posebno pažljivo nadzirati. Međutim, neprijeporna je činjenica da će fond osiguranja u državi sa zdravim bankama, kroz sindicirani kredit fondu osiguranja u državi s bankama u problemima, preuzimati rizik čiji će povrat zavisiti o ukupnom financijskom poslovanju agencije u zemlji s lošim bankama i, u konačnici, o mogućnosti naplate iz preostale imovine banaka gdje je izvršena isplata. Eventualni krajnji gubitak po toj osnovi značit će preraspodjelu među članicama EMU jer se za sada ne predviđa državno jamstvo za kredit nego primat u naplati iz preostale imovine banke u problemima gdje su depoziti isplaćeni.

Trenutačna je ocjena u EU da spomenuti učinci preraspodjele neće biti veliki te da se isplati preuzeti taj rizik u svrhu stvaranja jedinstvenog europskog sustava financijske sigurnosti i stabilnosti.

Objedinjeni sustav rješavanja problema u bankama

EK je u lipnju 2012. objavila dugoočekivani prijedlog *Direktive za uspostavu okvira radi oporavka i rješavanja kreditnih institucija i investicijskih društava*.¹³ Prijedlog se zasniva na iskustvima s rješavanjem problema u bankama u toku zadnje krize. Cilj prijedloga je otkloniti teškoće u rješavanju problema u bankama, koje su identificirane u tom razdoblju te smanjiti potrebu za angažmanom sredstava poreznih obveznika u slučaju bankarskih kriza. Okvir je bitan i za Hrvatsku, jer će se naše zakonodavstvo morati prilagoditi većini predloženih rješenja (ako budu usvojena u okviru paketa bankarske unije), a koja za sada nisu predviđena u našem zakonodavnom okviru.

Okvir za rješavanje problema u bankama polazi od potrebe čuvanja sredstava poreznih obveznika što se postiže uspostavom posebnih fondova za stabilnost koje financiraju banke.

Novi se europski okvir sastoji od sljedećih elemenata:

- Pripreme i prevencija
- Rana intervencija
- Harmonizirani instrumenti i ovlasti za rješavanje problema u bankama
- Pravila suradnje među nacionalnim vlastima
- Financiranje operacija

¹³ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/2012_eu_framework/COM_2012_280_en.pdf

1. Pripreme i prevencija

Direktiva predviđa mogućnost da regulator sazove skupštinu i naredi prihvatanje nekih odluka.

1.1 Planovi oporavka

Banke će morati donijeti obvezujuće planove oporavka (engl. *bank recovery plan*) koje će odobravati regulatori. Banke koje su članice ili vlasnice složenih financijskih grupa morat će imati takve planove na razini pojedinih subjekata i na razini grupe.

1.2 Planovi rješavanja

Regulatori će za mirnih vremena sastavljati planove rješavanja banaka (engl. *bank resolution plan*) s ciljem planiranja rješenja koja će ponajmanje opteretiti sredstva poreznih obveznika. I ovi će se planovi izrađivati na razini pojedinačnih subjekata i grupa za različite scenarije, uključujući i one krajnje rizične scenarije poput sistemske krize.

1.3 Identifikacija prepreka

Ako regulatori pri izradi planova rješavanja naiđu na bitne prepreke koje se mogu očekivati u slučaju stvarnog događanja krize, imaju pravo zapovjediti promjene (npr. promjene organizacijskog oblika grupacije radi smanjenja složenosti, sklapanje servisnih ugovora među članicama grupe radi preciznog uređenja prava i obaveza u slučaju problema i sl.).

Provedbene detalje za obje vrste planova i otklanjanje prepreka utvrdit će EBA.

1.4 Potpore unutar financijskih grupacija

Novi će okvir omogućiti da se u društvene ugovore članica grupacija uključe odredbe o uzajamnoj pomoći u slučaju krize što uključuje međusobno kreditiranje, izdavanje jamstava i sl. Na taj će se način otkloniti aktualne pravne prepreke koje stoje na putu takvim transakcijama, a koje proizlaze iz međunarodnoga prava ili razlika u nacionalnim propisima. Međutim, unutargrupne potpore bit će isključivo dragovoljne, a regulator iz zemlje u kojoj je sjedište institucije davatelja pomoći, zadržat će pravo da takvu pomoć zabrani ako procijeni da ona ugrožava likvidnost ili solventnost institucije koja daje potporu.

2. Rana intervencija

U slučaju pogoršanja kapitalne adekvatnosti u skladu s odredbama *Direktive o kapitalnim zahtjevima*, prijedlog uključuje ovlast regulatora da se upravi institucije zapovjedi provedba mjera iz plana oporavka, da joj se zapovjedi izrada plana restrukturiranja duga te (što je najvažnije) još i sazivanje skupštine dioničara (ili da se ista izravno sazove) s određenim dnevnim redom, te se, kao najveći novitet, uvodi *obveza skupštinskog prihvatanja određenih odluka*. Tehničke standarde za provedbu ovih ovlasti utvrđuje EBA. Za očekivati je da će odredba o obveznom prihvatanju odluka koje je bankarska

supervizija zapovjedila skupštini dioničara izazvati najviše prijemora u pogledu njene implementacije u pojedinim zemljama.

Predviđa se i mogućnost imenovanja privremenog upravitelja što je već uključeno u hrvatsko zakonodavstvo. Naši se propisi u tom dijelu neće bitno mijenjati, osim u nekim provedbenim detaljima (npr. maksimalni rok trajanja privremene uprave 12 mjeseci bez mogućnosti produženja koje sada kod nas postoji za još 6 mjeseci).

3. *Harmonizirani instrumenti i ovlasti za rješavanje problema u bankama*

Proces rješavanja aktivira se ako banka nije solventna ili ako nije daleko od takvog financijskog stanja, te nema izgleda da će se bez vanjske intervencije solventnost popraviti. Stupanj solventnosti utvrđuje se prema načelu fer tržišne vrijednosti od strane neovisnog eksperta – revizora. U slučaju hitnosti rješenje se može pripremiti prema procjeni supervizora odnosno regulatora, ali u tom slučaju postoji obaveza naknadne verifikacije od strane neovisnog revizora.

Redoslijed naplate u slučaju stečaja i likvidacije i dalje je prepušten nacionalnim propisima. Međutim, nacionalni propisi moraju poštivati neke opće principe. Ako ih ne poštuju, opći principi iz Direktive moraju se smatrati nadređenima nacionalnim propisima. Prvo je načelo da gubitke snose dioničari prije ostalih vjerovnika. Drugo je da kreditori iste vrste mogu biti dovedeni u različite položaje ako tako nalaže javni interes, osobito interes financijske stabilnosti. Ovo načelo osobito vrijedi u slučaju korištenja *mehanizma uskakanja kreditora* (engl. *bail-in tool*). To je novi instrument rješavanja banaka iz spektra predviđenih instrumenata koji uključuju¹⁴:

- Prodaja
- Mosna banka
- Separacija aktive
- Mehanizam uskakanja kreditora (engl. *bail-in*)

Redoslijed naplate definiran *mehanizmom uskakanja* nadređen je odredbama o redoslijedu naplate iz nacionalnog zakonodavstva. Prema mehanizmu uskakanja, regulatori mogu pretvoriti dugove banke prema neosiguranim kreditorima u kapital (enl. Debt-equity swap). To je moguće učiniti samo ako se istovremeno zapovjedi promjena uprave banke.

Mogućnost pretvaranja duga u kapital teoretski postoji za sve oblike pasive, osim za bančine obveze koje dospijevaju unutar 30 dana, osigurane obveze i osigurane depozite. U trećem poglavlju prikazujemo Liikanenov izvještaj koji zahtijeva da se odredba o mehanizmu uskakanja precizira.

Ako kreditori procijene da su kroz proces rješavanja banke naplatili manje nego što bi naplatili u slučaju redovitog postupka stečaja ili likvidacije, te ako to uspiju i dokazati, regulator će im nadoknaditi razliku na teret sredstava

Mehanizam uskakanja (engl. bail-in) najvažniji je novitet u spektru instrumenata za rješavanje problema u bankama. Kao i nepovratnost postupaka regulatora; eventualno oštećeni kreditori i dioničari mogu samo tražiti naknadu štete.

¹⁴ Direktiva spominje minimalni obuhvat instrumenata. Nacionalne vlasti mogu proširiti obuhvat.

fonda za rješavanje problema u bankama (vidjeti točku 5. dalje u tekstu). Direktiva na taj način uvodi opće načelo nepovratnosti administrativnih postupaka regulatora nadležnih za rješavanje banaka. Njihove se odluke ne mogu naknadno proglasiti ništavnim. Moguće je samo dobiti kompenzaciju za eventualno nanесenu materijalnu štetu.

4. Pravila suradnje među nacionalnim vlastima

Bankarska je kriza u Europi pokazala kako sporost i nedostatak vjerodostojnosti u rješavanju problema produžuje krizu. Problem brzine djelovanja dobrim dijelom proizlazi iz složenih odnosa nadležnosti nacionalnih regulatora u slučaju problema u međunarodnim bankama čije se poslovanje proteže na veći broj država (slučajevi Dexia, Fortis, islandskih banaka itd.). Zbog ovih i sličnih iskustava, a na tragu prijašnjih europskih iskustava s kolegijima supervizora, uvode se kolegiji regulatora zaduženih za rješavanje banaka pod vodstvom EBA-e.

5. Financiranje operacija

Kada sredstva vlasnika i kreditora nisu dovoljna za pokriće gubitaka banke, ili kada postoji hitna potreba za likvidnim sredstvima radi spašavanja ili rješavanja banke, objektivna je opasnost da će se u tu svrhu morati koristiti sredstva poreznih obveznika. Takva će se situacija izbjeći samo ako postoji posebni fond za rješavanje problema u bankama. Kapital toga fonda trebao bi se akumulirati doprinosima samih banaka (slično ex ante financiranim fondovima osiguranja štednje).

Nacrt Direktive uvodi novi pojam *Europski sustav financijskih aranžmana* (engl. *European System of Financing Arrangements*), koji se odnosi na nacionalne fondove za rješavanje banaka koji će biti osnovani u skladu s odredbama Direktive. Pojam obuhvaća i njihove međusobne kreditne aranžmane.

Instrumenti koji se koriste u okviru Europskoga sustava financijskih aranžmana su:

- Izdavanje jamstava
- Odobranje kredita
- Otkup imovine
- Financiranje mosne banke
- Kombinacija nabrojanih instrumenata

Nacionalni fondovi za rješavanje banaka financiraju se slično kao fondovi osiguranja štednje – ex ante i ex post jednokratnim doprinosima. Cilj im je dostići vrijednost jednaku 1% zajamčenih depozita za 10 godina, i to postupno (postupnost je definirana zakonski, a može se slobodno prevesti kao tempo akumulacije po stopi malo ispod 0,1% godišnje, uz pretpostavku da u tom razdoblju neće biti isplata iz fonda). Ako sredstva u fondu nakon desetgodišnjeg razdoblja ne dostignu niti polovicu ciljanog iznosa, stopa

*Predlaže se
uvođenje
Europskog
sustava
financijskih
aranžmana –
umreženog
sustava posebnih
fondova čiji je cilj
intervenirati u
slučaju pojave
problema u
bankama.*

doprinosa će se utvrditi u iznosu od najmanje 0,25% osiguranih depozita godišnje.

Iako se ciljna vrijednost fonda definira u postotku zajamčenih depozita, doprinosi u fond će se obračunavati na osnovicu definiranu kao ukupna pasiva minus kapital. Doprinosi će se diferencirati prema riziku zavisno o izloženosti rizicima, financijskoj poluzi, stabilnosti izvora financiranja, financijskom stanju, vjerojatnosti ulaska u fazu rješavanja problema, korištenju državnih potpora u prošlosti, složenosti i sistemskoj važnosti bankarske institucije.

U slučaju da ex ante prikupljena sredstva nisu dovoljna za potrebne akcije rješavanja problema u bankama, također se na pro rata osnovi može razrezati jednokratni ex post doprinos. Nacionalni fondovi za rješavanje problema u bankama moraju imati mogućnost pristupanja i drugim izvorima financiranja kod financijskih institucija ili središnjih banaka.

Posljednji je izvor financiranja, u slučaju da nekom fondu nedostaju sredstva, uzajamno kreditiranje srodnih fondova u državama članicama. Polovica raspoloživih financijskih sredstava gornji je limit do kojega neki nacionalni fond može sudjelovati u kreditiranju, no ako procijeni da su problemi s bankama takvi da i sam u dogledno vrijeme neće raspolagati s dovoljno sredstava, fond može odbiti sudjelovanje u kreditiranju. Operativne detalje uzajamnog kreditiranja utvrdit će EK podzakonskim aktom.

Uzajamno je kreditiranje važno i zbog određivanja kvota za doprinose pojedinih nacionalnih fondova u slučaju rješavanja bankarskih grupacija koje imaju operacije u većem broju država članica. Nacionalni fondovi sudjeluju u ukupnim troškovima rješavanja u skladu s financijskim planom koji se sastavlja uvijek kada je riječ o rješavanju grupe, a koje vodi kolegij regulatora, kao što smo pokazali u dijelu o objedinjenoj superviziji banaka.

Direktiva predviđa složen mehanizam odnosa između fondova za rješavanje banaka i fondova za osiguranje depozita. Predviđena su dva slučaja: prvi, kada su fondovi potpuno odvojeni (slučaj fonda za osiguranje depozita kao „isplatnog sandučića“) i drugi, kada im se funkcije isprepliću ili su obje funkcije organizirane unutar istog fonda (fond koji posluje prema načelu minimalizacije rizika, kao što je slučaj u Hrvatskoj). U prvom slučaju, kada fondovi posluju potpuno odvojeno, rješavanje banke na način koji umanjuje obavezu po osnovi isplate osigurane štednje (npr. prijenos osiguranih depozita uz separaciju odnosno prijenos aktive na zdravu banku) ne može se financirati isključivo na teret sredstava namijenjenih rješavanju banaka. Prijenosom koji isključuje isplatu čuvaju se raspoloživa sredstva za osiguranje depozita, pa nastaje obaveza prijenosa sredstava iz fonda osiguranja štednje u fond za rješavanje problema u bankama. Visina obaveze jednaka je visini gubitka koji bi fond osiguranja štednje pretrpio u slučaju stečaja ili likvidacije banke, maksimalno do iznosa ukupne vrijednosti osiguranih depozita u banci u problemima.

*U dijelu
financijskih
odnosa između
fondova
osiguranja
depozita i fondova
za rješavanje
problema u
bankama tehnički
prijedlozi nisu
dovoljno jasni i
otvaraju niz
pitanja.*

U drugom slučaju, kada se funkcije fondova isprepliću ili su obje funkcije organizirane u okviru istog fonda,¹⁵ funkcija isplate osiguranih depozita ima prioritet pred funkcijom rješavanja problema u bankama.

Prijedloge će u ovom dijelu vjerojatno trebati doraditi.

Riječ je o izvanredno važnom, ali i najslabije dorađenom elementu predložene bankarske unije. Prijedlog je važan zbog toga što uređuje područja koja su tradicionalno najteža kada je riječ o ovoj materiji, primjerice:

1. razlike u nacionalnim tumačenjima redoslijeda naplate odnosno nametanje zajedničkih europskih načela redoslijeda naplate;
2. mogućnost regulatora da nameće skupštini dioničara kako će glasovati, što uključuje i odluke koje razrjeđuju kapital i prava postojećih dioničara, poput mehanizma uskakanja kreditora (*bail-in*).

Prijedlog je međutim nedovoljno dorađen jer otvara niz pitanja, kao npr.:

1. Zašto EBA-i, koja ima niz tehničkih funkcija i prema ovom prijedlogu, i koja prema nacrtu nove Direktive o osiguranju depozita upravlja mehanizmom međuagencijskog kreditiranja, nije dodijeljena i uloga koordinatora i nadzornika međuagencijskog kreditiranja fondova za rješavanje banaka u okviru Europskog sustava financijskih aranžmana, nego je to pitanje prepušteno podzakonskoj regulaciji Komisije?
2. Za razliku od uzajamnog kreditiranja u europskom sustavu osiguranja depozita, koje je osigurano potraživanjem lokalne agencije za osiguranje depozita od banke u stečaju ili likvidaciji (odnosno potraživanje prema stečajnoj odnosno likvidacijskoj masi), ovdje nije jasno čime je uzajamni kredit osiguran.
3. Na nekoliko se mjesta u nacrtu Direktive spominje mogućnost financiranja fonda kod središnje banke bez dodatnih pojašnjenja i kriterija, što cijelu strukturu financiranja u tome dijelu čini neizvjesnom?
4. Zašto je metodologija za diferenciranje premija osiguranja depozita prema nacrtu nove Direktive o osiguranju depozita čvrsto propisana, dok su kriteriji za diferenciranje doprinosa u ovom nacrtu Direktive samo načelno nabrojani i znači li to da su mogući različiti rangovi i skale diferenciranja pojedinih banaka pri računanju uplata u dva fonda?
5. Pitanje br. (4) postaje osobito složeno u situacijama kao u Hrvatskoj, gdje se ista institucija/fond bavi i osiguranjem depozita i intervencijama u bankama. Općenito se čini da odnos između funkcije osiguranja depozita i funkcije rješavanja banaka nije dovoljno jasno definiran.

¹⁵ Nacionalne vlasti nisu u obvezi osnovati poseban fond za rješavanje banaka ako propisi koji uređuju poslovanje fonda osiguranja depozita omogućavaju intervencije u bankama prema relevantnim odredbama ove Direktive.

6. Ideja o namirenju štete za razliku, između onoga što su kreditori ili vlasnici dobili u procesu rješavanja banke i onoga što bi dobili u likvidaciji ili stečaju, konceptualno je jasna, no u praksi veoma teško provediva. Naime, banke su izrazito kompleksne za vrednovanje, pa je ponekad veoma teško točno izračunati njihovu vrijednost. Problem je osobito izražen u kondicionalnim scenarijima u kojima bi trebalo računati hipotetičku vrijednost u slučaju nekog alternativnog razvoja događaja (stečaj ili likvidacija umjesto intervencije radi spasa banke).

Pored ESM-a i novih monetarnih institucija i bankarske unije, i dalje se mijenja i zaoštava regulacija kapitala i druge odredbe koje uređuju poslovanje banaka.

Unatoč nekim nedorečenostima, bankarska unija ima jasne konture. Iako će trenutačni politički odnosi unutar zemalja članica Eurozone i tehničke nedorečenosti vjerojatno odrediti nešto sporiji tempo prihvaćanja, čini se da je bankarska unija na teritoriju zone eura nepovratan projekt.

III. Nova regulacija kapitala i likvidnosti (Basle III) i druge reforme

Usporedo sa uspostavom novih makroekonomskih institucija i bankarske unije, unutar bankarskog sektora u EU događaju se duboke promjene. Regulatori su na početku krize 2008. reagirali uspostavom novih standarda regulacije kako se ne bi ponovila financijska kriza. HUB Analiza 27 iz 2010. pruža pregled početnih regulatornih inicijativa, među kojima je i inicijativa za novu regulaciju kapitala i likvidnosti Basle III. Regulatorni su zahtjevi u toku 2010. i 2011. poprimili konkretne i vrlo stroge oblike, tako da se trenutno u EU priprema implementacija nove *Direktive o kapitalnim zahtjevima* (Basle III) koja je predstavljena još srpnja 2011. Hrvatska narodna banka nedavno je objavila studiju učinka nove regulative Basle III na banke u Hrvatskoj.¹⁶

Stalno se vode rasprave i najavljuju dodatni oblici regulacije banaka. Najnovija je inicijativa na tome tragu takozvani *Liikanenov izvještaj*, objavljen u listopadu 2012. Izvještaj se bavi mogućnošću reorganizacije bankarskog sektora i drugim mjerama usmjerenima povećanju stabilnosti banaka.

Na taj se način stvaraju izvanredno složene interakcije između različitih područja regulacije. Njihovi se ishodi ne mogu jednostavno predvidjeti, jer se previše kompleksnih stvari mijenja istodobno. Mijenjaju se temeljne makroekonomske institucije, pa i sam odnos prema ulozi središnje banke; mijenjaju se temeljni zakoni koji uređuju nadzor banaka, osiguranje depozita i rješavanje banaka, mijenjaju se kapitalni i likvidnosni zahtjevi i najavljuje reregulacija organizacijskih oblika banaka. Sve se to događa u sklopu jedinstvene povijesne epizode nastanka monetarne unije odnosno izgradnje njezinih temeljnih institucija financijske stabilnosti. U takvim je uvjetima predvidivost učinaka na tržišta i konačnih ishoda maksimalno smanjena.

Promjene se u dijelu regulacije banaka odvijaju uza široku potporu političara s čvrstim uporištem u javnosti. To treba objasniti raširenim uvjerenjem o odgovornosti bankara za krizu u Europi. Iako takva alokacija odgovornosti, barem kada je riječ o kontinentalnoj Europi, ne odgovara stvarnosti, zbog nje

¹⁶ www.hnb.hr

je nestala svaka politička brana hiperregulaciji i predugom trajanju razdoblja neizvjesnosti u kojem se glavna pravila igre kontinuirano mijenjaju.

Britanski regulator donekle „ide svojim putem“.

Takva situacija proizvodi tri nove vrste rizika odnosno neizvjesnosti. Prvo, usporedne i velike promjene u kompleksnim sustavima otežavaju predviđanja i rađaju neizvjesnost jer nitko nije u stanju sagledati ishode. Drugo, u naravi je birokracije koja vjeruje da ostvaruje svoju misiju tako što će stalno povećavati regulaciju kreditnih institucija, da nikada ne dovrši svoj posao. Time se također smanjuje predvidivost i skraćuje investicijski horizont. Treće, u samobnavljajućoj igri između rizika i regulacije s brojnim povratnim spregama, više nije moguće reći je li se prvo pojavio novi rizik koji je provocirao nastavak nove regulacije, ili se s regulacijom pretjeralo, što je paraliziralo banke i proizvelo nove rizike (*spirala opreza*).

U tom se kontekstu postavlja pitanje na koje nije moguće dati jednoznačan odgovor: koliko trenutačnom zastoju kreditnoga tržišta (vidjeti tablicu 1 i sliku 2 u prvom poglavlju) pridonosi kriza u Europi, a koliki se dio problema nalazi na strani ponude (*razduživanje banaka*) zbog regulatorno nametnute obaveze za smanjenjem financijske poluge, rastom likvidnosti i kapitalne adekvatnosti u kratkom roku? Ova analiza ne može dati odgovor na to pitanje. Vrijedi samo spomenuti činjenicu da se u posljednje vrijeme počinju javljati alternativni pristupi, uglavnom u Velikoj Britaniji, koja radi očuvanja konkurentne prednosti financijskog središta u Londonu i zbog tradicionalnog euroskepticizma vrlo lako prihvaća rješenja koja su divergentna u odnosu na ostatak EU.

Za sada se u Londonu vide dva trenda koja se razlikuju od trendova u ostatku Europe. Prvi se pristup gaji u središnjoj banci, odnosno njezinu odjelu za financijsku stabilnost¹⁷ čiji direktor Andy Haldane smatra da se na pretjeranu kompleksnost institucija i regulacije treba odgovoriti drukčijim tipom regulacije: treba ukinuti ulogu složenih modela u upravljanju rizicima i vratiti se na regulaciju jednostavnih financijskih omjera kao što se činilo osamdesetih godina prošloga stoljeća. Drugim riječima, odgovor na pretjeranu kompleksnost nije još veća kompleksnost, nego pojednostavljenje.

Drugi je pristup deregulacija. Ne bi li potaknuo kreditiranje poduzeća u zemlji, britanski je regulator spustio potrebno izdvajanje kapitala za portfelj korporativnih kredita na nulu, diferencirajući odnosno preferirajući kreditiranje u zemlji u odnosu na kredite odobrene inozemnim korporacijama. Iako je pristup sam po sebi problematičan, jer unosi novu distorziju u ionako iskrivljen sustav određivanja pondera za rizik i kapitalnog zahtjeva, i iako predstavlja radikalni primjer kontracikličkog kapitalnog zahtjeva, pristup pokazuje neke nove vjetrove u odnosu na dosadašnji trend jačanja regulacije. Ovdje je riječ o kombinaciji deregulacije i financijskog nacionalizma. Kroz to se pokazuje i britanska pragmatičnost koja svaku poticajnu mjeru provodi kroz jasnu kalkulaciju odnosno vidljiv učinak na kalkulaciju kamata i kredita odnosno troškova regulacije. Kako se takva pragmatičnost i odstupanje od

¹⁷ Haldane, Andrew (2012): "The dog and the frisbee"
<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>

prevladavajuće intelektualne doktrine jačanja regulacije ne može očekivati u kontinentalnoj Europi, u Hrvatskoj nas uskoro očekuje implementacija regulacije Basle III koja je već uobličena u prijedlogu nove *Direktive o kapitalnim zahtjevima* i pripadajuće *Uredbe*.

Hrvatske banke neće imati problema s implementacijom kapitalnih zahtjeva prema Basle III.

Basle III

Pored jačanja sankcija za nepoštivanje propisa, prijedlog nove Direktive bavi se s tri velika područja: unaprjeđenjem korporativnog upravljanja u bankama, smanjenjem ovisnosti upravljanja rizicima o vanjskim ocjenama kreditnog rejtinga i novim načinom računanja kapitala s ciljem smanjenja procikličnosti kapitalnih zahtjeva. Zanimljivo je da se sama *Uredba o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva* primjenjuje izravno, bez implementacije u nacionalno zakonodavstvo, a to znači da za nas počinje vrijediti s danom pristupanja u članstvo EU.

U toku travnja i svibnja 2012., HNB je proveo studiju kvantitativnog učinka primjene novih propisa u Hrvatskoj. Studija je pokazala da će kapitalna adekvatnost na razini bankovnog sustava u cjelini narasti za 0,5 postotnih bodova. Kako je stopa adekvatnosti kapitala u Hrvatskoj s 30.06.2012. iznosila 20,2%, i bila je najveća među europskim zemljama koje izvještavaju u MMF-ovoj bazi Financial Soundness Indicators,¹⁸ primjena novih propisa prikazat će još bolju sliku solventnosti hrvatskih banaka. To je posljedica vrlo visokog udjela najkvalitetnijeg, osnovnog kapitala, koji predstavlja 92% ukupnog jamstvenog kapitala hrvatskih banaka, ali i smanjenja izloženosti kreditnom riziku nakon primjene novih propisa.¹⁹

Nakon primjene Basle III povećat će se i višak kapitala u hrvatskim bankama. Naime, sadašnja minimalna kapitalna adekvatnost od 12% uskladit će se s EU standardom na 8%, što znači da će hrvatske banke imati više nego dvostruko veću kapitalnu adekvatnost od zakonom propisanog minimuma. Što se tiče osnovnog kapitala, prema najkonzervativnijoj interpretaciji Basle III, minimum će biti na 6% 2015. odnosno 8,5% s uključenim zaštitnim slojem kapitala 2019. Već danas sve hrvatske banke osim jedne ispunjavaju minimalni omjer osnovnog kapitala za 2015.

Višak kapitala još je veći ako se promatra jednostavan omjer financijske poluge. Poluga je definirana kao omjer osnovnog kapitala i neponderiranih izloženosti rizicima. Prema Basle III minimalni je omjer 3%, a u Hrvatskoj je gotovo četiri puta veći i iznosi 11%.

Jedini i ne preveliki problem mogao bi se pojaviti pri udovoljavanju propisanih omjera likvidnosti (dva su takva omjera – kratkoročni i strukturni), koji se i inače smatraju izrazito restriktivnima i predstavljaju ozbiljan problem za mnoge banke u Europi. Kako se prema sadašnjoj verziji propisa depoziti kod financijskih institucija ne mogu smatrati likvidnosnim pokrićem, banke će

¹⁸ Vidjeti prošli broj HUB Analiza 39-40, <http://www.hub.hr/Default.aspx>

¹⁹ U vezi s primjenom standardiziranog pristupa u dijelu portfelja stanovništva gdje se smanjuju ponderi rizika sa 100% na 75%, odnosno s 50% na 35% za izloženosti koje su osigurane nekretninom.

morati smanjiti međusobno kreditiranje, polaganje depozita kao i slične odnose s drugim financijskim institucijama, i tu vrstu plasmana zamijeniti ulaganjima u likvidne i niskorizične vrijednosne papire.²⁰

Uvjetno se i djelomično predlaže povratak odvajanju investicijskog od komercijalnog bankarstva.

Liikanenov izvještaj

Ekspertna skupina, pod rukovodstvom finskoga guvernera Erkii Liikanena, objavila je početkom listopada stručni izvještaj čiji je cilj vrednovati dosadašnje reforme u europskome bankovnom sektoru i preporučiti eventualne dodatne mjere, ako su potrebne u cilju jačanja stabilnosti europskih banaka.

Preporučili su pet skupina mjera:

1. Odvajanje trgovačkih aktivnosti banke u posebnu pravnu osobu (u okviru bankarske grupacije), kako osigurani depoziti ne bi bili izloženi riziku trgovanja vrijednosnicama i derivatima, ali samo ako obujam trgovačkih aktivnosti prijeđe određeni prag u odnosu na veličinu banke. U posebnu pravnu osobu morale bi se alocirati i pozicije stečene ulaganjima u fondove rizičnog kapitala, SPV-ove, hedge fondove, kao i druge pozicije slične naravi. Kriterij za seljenje aktivnosti u zasebnu pravnu osobu utvrdio bi se u dva koraka. Najprije bi se gledalo ulazi li imovina u knjizi trgovanja i portfelju raspoloživom za prodaju u raspon 15-25% ukupne aktive banke ili je u apsolutnom iznosu veća od 100 mlrd €. Komisiji je ostavljeno da predloži detaljniju razradu kriterija i postupke razdvajanja u drugom koraku. Banka bi i dalje mogla obavljati poslove s FX i kamatnim swapovima i opcijama za svoje klijente ako je izloženost na osnovi tih instrumenata mala u odnosu na kapital. Banka i posebna pravna osoba moraju svaka za sebe udovoljavati odredbama Direktive o kapitalnim zahtjevima (CRD IV).
2. Ako izrada kvalitetnih i vjerodostojnih planova rješenja za banke to zahtijeva (vidjeti o objedinjenu sustavu rješavanja problema u bankama u prethodnom poglavlju), moguće je provesti još temeljitije razdvajanje trgovačkih aktivnosti od onoga koje je predviđeno točkom (1).
3. Liikanenov izvještaj snažno podupire *mehanizam uskakanja* (vidjeti također dio o objedinjenu sustavu rješavanja problema u bankama) te predlaže nove odredbe koje će precizirati uporabu toga mehanizma. Konkretno predlažu da se precizira visina zahtjeva za tu vrstu instrumenta, zatim, da se precizira o kojoj vrsti financijskog instrumenta može biti riječ (investitorima mora unaprijed biti jasno što se može dogoditi s njihovim instrumentom i kakav je njihov tretman u redoslijedu naplate) te predlažu da se izrijekom dopusti da banka, ako tako želi, zahtjev može ispuniti i jednostavnom emisijom običnih dionica. To je posebno važno za manje banke koje i inače drže više

²⁰ Za detaljnije opise kapitalnih i likvidnosnih zahtjeva Basle III kao i ranije procjene koje su u skladu s HNB-ovim rezultatima vidjeti: HUB Analize 27 i 34 <http://www.hub.hr/Default.aspx>

dioničkog kapitala jer im je pristup tržištu dužničkih instrumenata otežan. Izvještaj poziva i na dodatno istraživanje mogućnosti izdavanja ovakvih instrumenata u svrhu nagrađivanja menadžmenta, kako bi se njihove odluke uskladile s dugoročnim interesima banke.

EBF je kritizirala prijedloge iz Liikanenova izvještaja, ali je podržala prijedlog bankarske unije.

4. Kapitalni zahtjev za posebnu pravnu osobu u koju su izdvojeni poslovi trgovanja mora se precizirati i pooštriti u dijelu izdvajanja za pokriće sistemskog i operativnog rizika. U slučaju banaka Liikanenova skupina poziva na zaoštavanje kapitalnog zahtjeva za izloženost nekretninama, i to u vezi s makroprudencijalnom regulacijom. Preporuča se uvođenje maksimalnih omjera vrijednosti zajma i kolaterala (engl. *loan to value*) i omjera vrijednosti zajma i dohotka (eng. *loan to income*).
5. Preporuke za jačanje korporativnog upravljanja prilično su općenite. Jedino se konkretno predlaže korištenje financijskih instrumenata koji mogu biti dijelom *mehanizma uskakanja*, u isplatama bonusa. Naime, otprije je propisano da se 50% bonusa može isplaćivati u gotovini, a 50% u financijskim instrumentima, uza zavisnost o dugoročnom rezultatu banke. Sada se predlaže da se barem 50% od drugih 50% isplati u vidu instrumenata koji su podložni uskakanju (engl. *bail-in*).

U ovom trenutku nije moguće znati što će se od prijedloga iz Liikanenova izvještaja pretvoriti u izmjene regulatornog okvira. Europska bankovna federacija (EBF) kritizirala je prijedloge iz Liikanenova izvještaja, osobito prijedlog o izdvajanju dijela poslova investicijskog bankarstva. S druge strane EBF je otvoreno podržala stvaranje bankarske unije, naglasivši nužnost jasne definicije odnosa između ECB-a i današnjih nacionalnih supervizora, zatim je zatražila jasnu definiciju nadležnosti u dijelu makroprudencijalne regulacije i stvaranje jedinstvenog sustava izvještavanja (kako se nacionalni i europski sustavi izvještavanja ne bi razlikovali), a naposljetku je predložila i detaljnije određenje mehanizma koji će članicama EU koje nisu u Eurozoni omogućiti ulazak u jedinstveni nadzorni mehanizam.

IV. Političke implikacije novih mehanizama i njihova važnost za Hrvatsku

Opisane institucionalne i regulatorne promjene imaju dalekosežne političke posljedice. Barem četiri institucionalna mehanizma koja su dogovorena ili su u fazi dogovora, otvaraju potencijal međunarodnih transfera unutar EU:

1. Uplate kapitala ESM-a.
2. Unificirani iznos osiguranja depozita uz unificirane kriterije diferenciranja premija koje neće uzeti u obzir rizik zemlje.
3. Međuagencijski krediti za isplatu depozita.
4. Uzajamno kreditiranje fondova za stabilnost banaka.

Dalekosežne su političke implikacije mehanizama financijske sigurnosti koji se dogovaraju, jer ti mehanizmi imaju potencijal međunarodne preraspodjele.

Uz to, institucionalne će promjene dovesti do velikih promjena odnosa političke i financijske moći:

1. kada ESM preuzima banku, u slučaju izravne intervencije dokapitalizacijom, to prekida naslijeđene odnose između vlasnika – rezidenata i nacionalnih političara, koji zbog uskih interesa mogu blokirati najbolja ekonomska rješenja za banku i ekonomiju u cjelini;
2. preseljenje odgovornosti za nadzor banaka na razinu ECB/EBA slabi političke veze između nacionalnih regulatora i političara.

Euroskeptici u ovome vide veliku opasnost i potencijal za nacionalnu političku reakciju. Ta činjenica može izroditi političku nestabilnost – kao u već spomenutom primjeru slovačke vlade premijerke Radicove, koja je pala u rujnu 2011., jer nije uspjela uvjeriti koalicijskog partnera u nužnost glasovanja za statut ESM-a i izmjene Europskoga ugovora. Na tome se tragu i u nas povremeno mogu čuti izjave u kojima se novi europski mehanizmi uspoređuju sa sistemima preraspodjele koji su postojali u okviru bivše Jugoslavije.

Eurofili u ovome ne vide nikakvu opasnost nego samo nastavak logična slijeda izgradnje zajedničkih europskih institucija. Nije slučajno da je predsjednik EK Barroso predstavljajući prijedlog SSM-a 12. rujna 2012. govorio o tome da nakon sadašnje faze nužno slijede razgovori o fiskalnoj (transfernoj) uniji, što bi trebalo voditi u konstituciju federalnih elemenata na tlu EU. Dodao je da se takve promjene sigurno ne mogu očekivati bez novog kruga izmjena Europskoga ugovora.

Pokušaj objektivne analize trebao bi početi od prepoznavanja argumenata koji govore u prilog jednom ili drugom stavu.

Što se tiče drugog bloka pitanja (promjene odnosa političke i financijske moći), za Hrvatsku su ta pitanja riješena. Hrvatski je bankarski sustav konsolidiran i internacionaliziran, a nadzornici banaka u okviru HNB-a uživaju visok stupanj formalne (političke) i stvarne neovisnosti. Oba se procesa u ovom trenutku čine nepovratnima. Stoga, bez obzira kada će objedinjavanje supervizije u EU postati bitno pitanje i za Hrvatsku (nakon ulaska u EU ili nakon prihvaćanja eura), bit će riječ o logičnom nastavku davno utvrđenih i poodmaklih procesa. Naime, hrvatski supervizori već sada postupaju prema propisima i procedurama usklađenima s EU standardima te sudjeluju u zajedničkim supervizijama s nadzornicima iz zemalja članica EU. Ti će procesi poprimiti još jači intenzitet u sljedećim mjesecima i godinama, što se može smatrati dobrodošlim procesima međunarodne koordinacije i jačanja profesionalnih kapaciteta i neovisnosti nadzora banaka.

Što se tiče prvog bloka pitanja, i tu se može iznijeti sličan argument. Proces internacionalizacije hrvatskog bankovnog sustava započeo je potkraj 90-tih godina XX st. Bankarski je sustav „ušao u EU“ 12-13 godina prije nego što će se to dogoditi hrvatskoj državi i društvu. Na određeni se način može govoriti o *asimetriji integracije*. Ona je do pojave ove financijske i ekonomske krize imala veoma pozitivne učinke na razvoj hrvatskoga gospodarstva: u seriji

Hrvatskoj će koristiti razvoj mehanizama međunarodne financijske sigurnosti jer će se moći smanjiti angažirani kapital i regulatorni trošak što će pojačati konkurenciju i potaknuti pad kamatnih marži.

HUB Analiza o usporedbama kamatnih stopa kroz godine smo pokazivali da se kamatne stope na neke vrste kredita ponašaju kao da je Hrvatska već članica Eurozone, što treba tumačiti upravo bankovnom integracijom. Nakon početka krize potvrđeno je da je bankarski sustav sposoban podnijeti udarce najteže krize. To što stabilnost banaka niti u jednom trenutku nije došla u pitanje bila je bitna razlika u odnosu na neke zemlje EU koje su inače puno razvijenije od Hrvatske. Štoviše, banke su ovdje do sada – umjesto amplifikatora krize kao u susjednoj Sloveniji, Irskoj ili Španjolskoj, - djelovale kao njezini ublaživači.²¹

Dio visine kamatnih marži može se objasniti troškom angažiranog kapitala i regulatornim troškom kojih ne bi bilo da je Hrvatska u Eurozoni.

Međutim, banke su tu ulogu odigrale uz određenu „cijenu“. Izvanredno je visok iznos angažiranog kapitala i regulatornog troška²² koji je smanjio povrate na kapital i potencijal da i u krizi kamatne marže budu niže. Taj bi trošak, tj. marže bili vjerojatno manji, da je Hrvatska s ovakvim bankarskim sustavom već u Eurozoni. Utoliko bi bilo realno za očekivati da bi hrvatsko članstvo u europskim mehanizmima financijske stabilnosti već sada nosilo više koristi nego šteta zbog nižih troškova regulacije i angažiranog kapitala odnosno marži koje imamo zbog nedostupnosti sigurnosnih mehanizama.

Međutim, to je načelno stajalište. Na konkretnoj razini naša javnost mora znati koliki su financijski potencijali i kako mogu djelovati mehanizmi preraspodjele u okviru novih institucija financijske stabilnosti koje nastaju u EU odnosno Eurozoni.

Treba jasno razlikovati situacije u kojima se bilo koja zemlja, pa tako i Hrvatska, može naći kao primatelj ili kao davatelj takozvane financijske „pomoći“. Nalaženje u situaciji primatelja nije lako zamisliti s obzirom na dobro stanje u bankama u ovom trenutku. Unatoč tomu, ako zamislimo Hrvatsku u Eurozoni, onda jednako tako možemo zamisliti situaciju u kojoj se, recimo za deset godina, problemi u velikim bankama ne mogu riješiti uobičajenim mehanizmima, a bankovna kriza pritom ugrožava državne financije. Članstvo u europskim mehanizmima predstavlja jamstvo da država u takvoj situaciji nije prepuštena sama sebi i odnosu s MMF-om. Prvo, država može koristiti ESM (i nadati se da će ECB uključiti njene obveznice u OMT) usporedo sa sredstvima MMF-a. Drugo, ako fond za rješavanje problema u bankama i/ili fond za osiguranje depozita nemaju dovoljno vlastitih sredstava, mogu se zadužiti kod srodnih fondova iz drugih zemalja članica. Treće, ako situacija u proračunu ne dopušta korištenje sredstava poreznih obveznika radi intervencija u sistemski važnim bankama, ESM može intervenirati izravno i na taj način omogućiti nastavak poslovanja sistemski važnih banaka bez terećenja sredstava poreznih obveznika zemlje u kojoj banka ima sjedište. Riječ je o puno širem, sigurnijem i financijski moćnijem spektru institucija i instrumenata koji se mogu koristiti u kriznim situacijama od onih koji postoje u ovom trenutku. K tomu, samo članstvo u takvoj sigurnosnoj shemi ima „samoispunjavajući“ karakter. Ako tržišni sudionici znaju da je zemlja članica sigurnosne sheme, oni će iz svojih procjena rizika isključiti rizike krajnjih

²¹ O tome vidjeti ranije brojeve HUB analiza na www.hub.hr o fiskalnim aspektima krize.

²² O visini regulatornog troška vidjeti ranije brojeve HUB analiza na www.hub.hr o IRO i TOS.

scenarija sistemske krize, što će bitno povećati izgleda da se kriza razriješi kroz uobičajene tržišne mehanizme, bez aktivacije onih interventnih.

Svaka sigurnost, pa tako i ova koja je upravo opisana, ima svoju cijenu. Drugim riječima, Hrvatska se za desetak godina može naći na strani financijera mehanizma sigurnosti. Našoj agenciji i fondu za stabilnost može biti upućen poziv za sudjelovanje u mehanizmu uzajamnog kreditiranja radi krize u nekoj drugoj zemlji članici. Naša se vlada može naći u situaciji razmatranja nužne uplate dodatnog kapitala u ESM, ako on ostvari gubitak nakon intervencije u nekoj od ugroženih zemalja članica. Koliki su potencijalni troškovi takvoga sudjelovanja?

Prvo što treba uočiti u traženju odgovora na to pitanje jest činjenica da aktiviranje mehanizma ne znači automatski transfer, preraspodjelu, odnosno gubitak. ESM može ostvariti povrat na svoje intervencije (kao što ih je na intervencije u bankama ostvario američki TARP). Međuagencijski zajmovi dani u okviru *Europskog sustava financijskih aranžmana* vjerojatno će se vratiti. Prema tome, tek realizacija *neočekivana krajnjega gubitka* pokreće bitniju međunarodnu preraspodjelu (transfere) unutar Eurozone.²³

Neočekivane krajnje gubitke po osnovi međuagencijskih kredita moguće je izračunati, jer je poznat njihov maksimalni iznos: 1% osiguranih depozita ili, prema sadašnjem udjelu osiguranih depozita u BDP-u, 0,4% BDP. To je iznos koji je nekoliko puta manji od godišnjega iznosa koji Hrvatska može povući iz EU fondova.²⁴

ESM u financijskom smislu nosi puno veći potencijal preraspodjele, no tamo su i političke i konstrukcijske kontrole puno jače. Kao prvo, iznos potencijalnih intervencija (500 mlrd €) je za 200 mlrd € manji od upisanog kapitala (700 mlrd €), što otklanja mogućnost da se izgubi maksimalni iznos upisanog kapitala. Štoviše, gornji limit gubitka je uplaćeni kapital. Drugo, uplaćeni kapital (80 mlrd €) predstavlja samo 11,4% upisanog kapitala, a svaki daljnji poziv na upis moraju odobriti guverneri, a to su nacionalni ministri financija. Prema tome, kao i u hipotetičkom slučaju potrebe za dokapitalizacijom ECB-a, u sustav su ugrađeni politički osigurači koji otvaraju prostor za političko djelovanje radi preispitivanja, a to može značiti i blokiranja povećanja potencijalnog gubitka. Ne umanjujući naivno mogućnost ekstremnih scenarija (uplata 500 milijardi i toliki gubitak), čini se da je razborito kao ekstremni mogući scenarij male vjerojatnosti zamisliti gubitak razmjernom početnom uplaćenom kapitalu od 80 milijardi. Slijedom gore spomenutog slovačkog primjera, taj bi se gubitak u slučaju Hrvatske mogao

***Mehanizmi će
Hrvatskoj koristiti
i u slučaju
eventualne
buduće
financijske krize,
jer se spektar
mogućih
instrumenata neće
svoditi samo na
MMF nego će
uključivati i
europske
mehanizme.***

²³ Mala se preraspodjela može dogoditi ako je povrat na kapital ESM-a nula, a međuagencijski se kredit odobrava po stopi (kamatna stopa ECB-a) koja je niža od prinosa na državne obveznice zemlje doprinositelja. Ta razlika u slučaju Hrvatske trenutno iznosi oko 4%. Ta kamatna stopa množi maksimalni iznos participacije u međuagencijskom kreditu. Taj je iznos limitiran na 0,5% osiguranih depozita u fondu osiguranja depozita i 0,5% osiguranih depozita u fondu za rješavanje problema u bankama, dakle, ukupno 1% osiguranih depozita. Osigurani depoziti trenutno predstavljaju 41% BDP-a. 1% toga iznosa (maksimalni iznos kredita) iznosi 0,4% BDP-a, a oportunitetni gubitak iznosi 4% od toga iznosa, tj. 0,016% BDP-a.

²⁴ Hrvatskoj je do 2020. namijenjeno 13,7 milijardi eura ili oko 1,8 mlrd € u prosjeku godišnje. Ako se ovaj iznos umanjí za uplate dobiva se iznos od 1,3 mlrd ili oko 2,8% BDP.

kretati oko 1,3% BDP-a. To je iznos koji je oko dva puta manji od jednogodišnjeg iznosa neto, koji će Hrvatska moći povući iz fondova EU nakon ulaska. U nezamislivu scenariju uplate 500 i gubitka 500 milijardi (ekvivalent kaotičnog raspada Eurozone, a potom vjerojatno i EU), riječ je o 8,1% BDP-a, što približno predstavlja trogodišnji potencijal neto povlačenja sredstava iz fondova EU. Međutim, ako bi itko ozbiljno razmatrao taj scenarij, onda se postavlja pitanje čemu ulaziti u EU od koje se u tom slučaju treba izolirati visokim zidom. No, čak i u tom slučaju, Hrvatska će u samo tri prve godine članstva u EU moći povući više sredstava no što bi ih mogla izgubiti ako se Eurozona u nekoj dalekoj budućnosti kaotično raspadne, nakon što se izgubi sav prethodno uplaćeni kapital ESM-a, a što je praktički gotovo nemoguće.

Najopreznija moguća kalkulacija pokazuje da Hrvatska u najcrnjem scenariju nakon ulaska u Eurozonu ne može izgubiti više nego što će dobiti kroz EU fondove nakon ulaska u EU, a prije ulaska u Eurozonu.

V. Zaključak

Nova arhitektura financijske stabilnosti koja nastaje u EU i Eurozoni uključuje tri vrste institucionalnih inovacija. Na makroekonomskoj, tj. fiskalnoj i monetarnoj razini to su Fiskalni pakt, Europski mehanizam stabilnosti (ESM) i reforma instrumentarija Europske središnje banke koja sada uključuje i mogućnost neograničenih otkupa državnih obveznica (OMT) zemalja u financijskim poteškoćama koje se prethodno obrate ESM-u. Na razini bankarskog sustava nastaje bankarska unija koja ima tri stupa: zajednički nadzor banaka, zajedničko osiguranje depozita i zajednički mehanizam za rješavanje problema u bankama. Na razini prudencijalne regulacije, riječ je o implementaciji nove regulative Basle III, a razmatra se uvjetno i djelomično razdvajanje aktivnosti komercijalnog i investicijskog bankarstva (odnosno trgovanja).

Hrvatska će, kao buduća članica EU i zone eura imati više koristi nego šteta od opisanih institucionalnih mehanizama financijske sigurnosti. Kada bi ih danas mogla koristiti, premije rizika bi vrlo vjerojatno bile niže, a samim time bili bi niži i regulatorni troškovi te angažirani kapital i marže u koje su sada ugrađeni i troškovi regulacije i troškovi visokoangažiranog kapitala. I u slučaju neke buduće krize, jasno je da proširenje institucija i mehanizama financijske sigurnosti, povrh sada jedino raspoloživog MMF-a, predstavlja napredak.

I dok se ekspertima, koji polaze od činjenice da je hrvatska ekonomija mala, otvorena i usko povezana s gospodarstvom EU ove koristi mogu činiti jasne i veće od bilo kakvog troška participacije u sigurnosnim financijskim mrežama, građani imaju puno pravo pitati i znati koliko ta participacija košta. Naime, kada prihvatimo euro postat ćemo dioničari ECB-a i ESM-a sa, za naše prilike, značajnim iznosima upisanih kapitala. I naši fond(ovi) za osiguranje depozita i stabilnost banaka mogu se naći u prilici da se koriste uzajamnim (i limitiranim) sindiciranim zajmovima među srodnim fondovima ili agencijama, ali ih i odobravaju. Dakle, koliko takva financijska sigurnost može koštati?

Ova, kao i analize objavljene na istu temu prijašnjih godina, pokazale su kako funkcioniraju mehanizmi koji bi trebali osigurati da cijena koštanja

mehanizma financijske sigurnosti bude jednaka nuli ili minimalna: (i) iznos je upisanog kapitala ESM-a za 200 mlrd € veći od iznosa koji ESM može koristiti u intervencijama, (ii) uvjet je za korištenje sredstava ESM-a uključenost fiskalnog pravila iz Fiskalnog pakta u ustav zemlje i sklopljen aranžman koji sadrži uvjete ekonomske i financijske prilagodbe, (iii) uplaćeni kapital ESM-a predstavlja samo 11,4% upisanog kapitala i svaki novi poziv na uplatu moraju odobriti guverneri – ministri financija zemalja članica Eurozone, (iv) međuagencijski su krediti limitirani na 0,5% osiguranih depozita u zemlji kreditora i imaju prvi red prioriteta u naplati iz preostale imovine banke u problemima.

Ako bi svi spomenuti osigurači popustili, tako da se budući hrvatski plasmani u zajednički sigurnosni sustav pokažu kao konačni gubitci (što je gotovo nemoguće zamisliti), koliki bi ti gubitci mogli biti? Kod međuagencijskih kredita oni su limitirani na oko 0,4% BDP-a, što je nekoliko puta manje od godišnjega iznosa koji će Hrvatska moći povući iz europskih fondova nakon ulaska u EU.

U slučaju gubitka početno uplaćenog kapitala ESM-a, gubitak se može procijeniti oko 1,3% BDP-a, ako bi sav uplaćeni kapital bio izgubljen. Iznos je još uvijek znatno manji od jednogodišnjeg neto iznosa koji će Hrvatska moći povući iz europskih fondova nakon ulaska u EU.

U nezamislivu scenariju gubitka cijelog uplaćenog kapitala nakon maksimalne uplate 500 mlrd (ekvivalent raspada Eurozone, a vjerojatno i EU), riječ je o 8,1% BDP-a, što približno predstavlja trogodišnji potencijal mogućih povlačenja sredstava iz fondova EU nakon ulaska.

Zadnja se brojka može smatrati informacijom, ali prilično irelevantnom s obzirom na ekstremno malu vjerojatnost događaja potpunog raspada i gubitka. Stoga se ne moramo bojati aktualne uspostave mehanizama financijske sigurnosti. Njihove će koristi za manje i slabije razvijene zemlje poput Hrvatske vrlo vjerojatno biti veće od njihovih potencijalnih troškova.