

## **„VELIKI“ I „MALI“:**

### **O TRAJNIM UČINCIMA PROBLEMA U EUROPSKIM BANKAMA NA MALE ZEMLJE EUROPSKE PERIFERIJE**

#### **Sažetak**

Aktualna financijska kriza ostavit će dubok i trajan trag na institucijama i procedurama za očuvanje financijske stabilnosti u Europskoj Uniji. Premda još nije zemlja članica, Hrvatska mora pažljivo motriti razvoj događaja u EU jer se u kontekstu ove krize redefinišu stara i uspostavljaju nova pravila financijske igre koja će vrijediti kad uđemo u EU. Među promjenama koje se događaju ističu se četiri koje će imati trajan učinak na odnos „velikih“ i „malih“ zemalja unutar Unije. Prvo, u sklopu nacrtu izmjena i dopuna Direktive o kapitalnim zahtjevima, traže se čvršća pravila i procedure za međunarodnu suradnju bankovnih supervizora u kriznim situacijama. Kontroverzan je prijedlog koji supervizoru banke matice daje odlučujuću riječ glede kapitalnih zahtjeva i izvještavanja. Drugo, može se očekivati jačanje sustava osiguranja štednje u pogledu osiguranih iznosa, osiguranih stavki izvora sredstava, i samoga mandata institucija koje osiguravaju štednju. Čini se da će sustavi osiguranja biti jedini elementi arhitekture financijske stabilnosti čija glavna obilježja još neko vrijeme neće biti predmetom integracije i konvergencije na razini Unije. Treće, izdašno korištenje proračunskih sredstava radi stabilizacije financijskih sustava otvara pitanje vođenja optimalne fiskalne politike u kontekstu fiskalnih pravila iz Maastrichtskog sporazuma. Hrvatska će morati povesti računa i o potrebi formiranja fiskalnih izvora za financijsku stabilnost što će ponovno u prvi plan postaviti zahtjev za vođenjem fleksibilnije anticikličke fiskalne politike (posebno kad se pred monetarni suverenitet postave nova ograničenja). Četvrto, kreditna linija za Mađarsku središnju banku u iznosu od 5 milijardi eura koju je otvorio ECB u sklopu akcije spašavanja u koju su bili uključeni i EK, MMF i Svjetska banka, povijesni je događaj koji iznosom i brzinom odobrenja govori o važnom elementu financijske sigurnosti što ju EU pruža svojim članicama koje još nisu članice Eurozone. Rad sadrži i detaljan prikaz kriznih događaja i reakcija vlada SAD-a i država EU od sredine rujna do sredine listopada 2008.

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

## Uvod

Usuglašavajući proljetos plan izrade HUB Analiza do kraja godine, nismo ni slutili da će se tema „Veliki i mali: učinci mogućih problema u europskim bankama na male zemlje europske periferije“, predviđena za listopad, pojaviti u trenutku kada će upravo ta pitanja puniti novinske naslovnice i okupirati pažnju zabrinutih štediša.

*Događaji koji su uslijedili nakon propasti investicijske banke Lehman Brothers 14. rujna u velikoj će mjeri oblikovati financijsku budućnost.*

Početna ideja nije bila razmatrati stabilnost hrvatskih banaka i njihovih matrica. Zaključak o njihovoj stabilnosti sadržan je u prošlom i prethodnom broju HUB Analiza. Tamo je pokazano da su hrvatske banke i njihove matrice visoko kapitalizirane u usporedbi s drugim bankama u Europi. Problemi koji su u međuvremenu izbili drugdje u Europi (prije svega u Velikoj Britaniji, Belgiji, Francuskoj i Njemačkoj) potvrđuju taj rezultat.

Glavni motiv za pisanje ovoga broja HUB Analiza vezan je uz analizu financijske regulacije i, u najširem smislu, uz arhitekturu financijske stabilnosti. Ideja je bila prikazati:

- moderne poglede na izgradnju arhitekture financijske stabilnosti,
- trenutno stanje rasprave o financijskoj stabilnosti i regulaciji u EU, s posebnim naglaskom na razvoj nadnacionalnih mehanizama financijske koordinacije i regulacije u svjetlu nacrtana i dopuna Direktive o kapitalnim zahtjevima,
- i, najvažnije, naglasiti specifične probleme s kojima se sučeljavaju kreatori politike u malim i otvorenim ekonomijama u kojima dominiraju međunarodne bankovne grupe sa sjedištima u većim državama EU. Otud ideja o naslovu „veliki“ i „mali“.

Događaji koji su se nakon stečaja američke investicijske banke Lehman Brothers 14. rujna odvijali filmskom brzinom, bacili su novo svjetlo na naše namjere s ovom analizom. Danas više nije moguće raspravljati o regulaciji u Europi i utjecaju „velikih“ na „male“ bez izravnog osvrta na aktualnu krizu. Ona će presudno odrediti budućnost financijske regulacije i utjecati na modalitete makroekonomskog upravljanja u malim i otvorenim ekonomijama EU. Zbog toga smo u naslovu ovoga broja HUB Analiza dodali riječ „trajno“, ne bismo li time naglasili da se već sada može govoriti o tome da će aktualni događaji imati trajne učinke na financijsku regulaciju i financijske odnose između „velikih“ i „malih“ država EU.

Kronološkim redoslijedom, proglašenje državne garancije za sve obveze osim kapitala za šest irskih banaka, nacionalizacija hipotekarne banke Bradford & Bingley u Velikoj Britaniji, multilateralna akcija zemalja Beneluxa radi dokapitalizacije (11,2 milijardi eura) bankarsko-osiguravateljne grupacije Fortis, zatim bilateralna akcija vlada Belgije i Francuske radi dokapitalizacije banke Dexia te djelomična i neuspjela

državna garancija na 35 milijardi eura međubankovnih dugova njemačkog hipotekarnog financijskog holdinga Hypo Real Estate, bili su tek uvod u koordinirani plan spašavanja bankovnih sustava širom Europe. Koordinirani je plan prihvaćen u drugom tjednu listopada prema modelu kojeg je 8. listopada prihvatila Velika Britanija.

*Nakon sredine rujna 2008. kriza je Europi poprimila razmjere koje nitko nije uspio predvidjeti.*

Opisani je niz događaja iz dana u dan učvršćivao uvjerenje da kriza u Europi, nakon eskalacije u SAD-u, poprima razmjere koje nitko nije mogao predvidjeti. Psihoza, nevjerica i nedostatak pouzdanih informacija gotovo su potpuno zaustavili međubankovne tijekove novca i prisilili europske vlade na traženje radikalnih rješenja radi čišćenja kolesterola nepovjerenja sa stjenki kanala međubankovnog novčanog tržišta.

Vrijeme će pokazati u kojoj su mjeri aktualna financijska zaraza i panika nastale kao plodovi fundamentalnih slabosti (nekih) europskih banaka, a u kojoj se mjeri radilo o potvrdi stare narodne da su u strahu velike oči. Podsjetimo da smo pri našoj ranijoj obradi ovoga pitanja zaključili: „*Danas se može postaviti pitanje o tome nije li tržište pretjeralo s pesimizmom i nije li prepolovljenje cijena dionica europskih banaka panično pretjerivanje u odnosu na dugoročnu sposobnost banaka da ostvare dobit za svoje dioničare?... Problem je u tome što dugoročni optimizam u ovom trenutku nije vjerodostojan. Ključni akteri – lideri velikih financijskih kuća i regulatori, predugo su ignorirali krizne signale, pa se investitori s pravom pitaju dvije stvari: prvo, ne krije li se i dalje puno loših vijesti o gubitcima „ispod tepiha“, i drugo, jesu li regulatori u stanju kvalitetno odgovoriti na probleme? Premda je ove godine velik iznos gubitaka već razotkriven i prikazan u financijskim izvještajima banaka, nad tržištem i dalje visi Damoklov mač zbog straha od objave novih gubitaka i loših reakcija regulatora.*“ (HUB Analiza br. 12, kolovoz 2008, str. 5). Zapažanje o „Damoklovom maču“ pokazalo se nažalost točnim.

U istom broju HUB Analiza identificirali smo devet ključnih pitanja regulacije koja se nameću u kontekstu ove krize. Od devet pitanja ovdje ćemo podsjetiti na tri koja smatramo ključnima za europsku arhitekturu financijske stabilnosti:<sup>1</sup>

1. Treba li, i ako treba, kako regulirati financijsku polugu odnosno kapitalne zahtjeve u uvjetima kada dio važnih banaka nema dovoljno kapitala?
2. Gdje su granice razumne primjene računovodstvenog načela vrednovanja prema fer vrijednosti (eng. mark-to-market)?
3. Što mogu učiniti lokalni regulatori u maloj i otvorenoj europskoj ekonomiji u čijem bankovnom sustavu dominiraju međunarodne

---

<sup>1</sup> Preostala pitanja relevantna su prvenstveno za SAD koji nije u fokusu ovoga rada. Detaljnije o SAD-u vidjeti u HUB Analizi br. 12.

[http://www.hub.hr/Download/2008/08/06/hubanalize12\\_subprime\\_lekt.pdf](http://www.hub.hr/Download/2008/08/06/hubanalize12_subprime_lekt.pdf)

bankovne grupe, ako uoče negativne tendencije u konsolidiranom međunarodnom poslovanju grupacije? Koje su moguće makroekonomske konzekvence i protumjere?

Potragu za odgovorima na ova pitanja stavljamo i u kontekst nacрта izmjena i dopuna Direktive o kapitalnim zahtjevima koje je Europska Komisija objavila 1. listopada 2008.

U prvom dijelu rada čitatelj upoznaje opći okvir rasprave o arhitekturi financijske stabilnosti. U drugom dijelu prikazujemo međunarodnu usporedbu institucionalnih arhitektura financijske stabilnosti odnosno načina organizacije poslova nadzora i kontrole financijskih institucija i tržišta. Konkretno akcije regulatora i vlada tijekom vrhunca krize (15. rujna – 17. listopada 2008.) razmatramo u trećem dijelu rada. U četvrtom dijelu posvećujemo pažnju problemu financijske stabilnosti u maloj i otvorenoj europskoj zemlji u kojoj dominiraju banke - članice međunarodnih bankovnih i financijskih grupacija.

## **I. Arhitektura financijske stabilnosti – opći okvir**

Financijska stabilnost – situacija u kojoj financijski sustav funkcionira efikasno i sposoban je podnijeti razmjerno velike ekonomske i financijske udare, preduvjet je održivog, neinflatornog gospodarskog rasta (BIS, 2007). Zbog toga financijska stabilnost predstavlja društvenu vrijednost. To znači da korist od nje prelazi privatnu korist vlasnika, uprava, djelatnika i drugih osoba koje su usko vezane uz poslovanje financijskih institucija. Obavljanje platnoga prometa, prikupljanje i čuvanje štednje, kreditiranje, zatim investiranje i financiranje putem tržišta kapitala, za mnoge tvrtke i kućanstva pa i za samu vladu, predstavljaju preduvjet normalnoga odvijanja modernog načina života.

*Stabilnost je financijskog sustava javno dobro poput distribucije vode ili električne energije.*

Ako shvatimo da financijski sustav odnosno financijska stabilnost pomaže prijenosu vrijednosti kroz vrijeme, i to pomoću složenog i mrežno organiziranog sustava koji po mnogim obilježjima nalikuje sustavima za prijenos drugih dobara bez kojih moderni život nije moguće zamisliti (kao što su voda i električna energija), odmah će postati jasno zbog čega smo zainteresirani da takav sustav bude robustan što znači otporan na neočekivane udare. Unatoč toj želji, svijet još uvijek ne zna za najbolji način osiguranja financijske stabilnosti.

Povijest je pokazala da ekstremna rješenja – potpuno privatni i nenadzirani sustavi s jedne strane, ili državni sustavi s druge strane, dovode do tragično loših rješenja. Nenadzirani sustavi podložni su čestim krizama. Upravo zbog učestalosti financijskih kriza, u XX. stoljeću financijski sektor postao najjače reguliran sektor gospodarstva. S druge strane, državni se financijski

sustav pokazao neinventivnim i usmjerenim prema bliskim političkim grupacijama, što znači da najbolji poduzetnici nisu dobivali kredite ili su ih dobivali po lošijim uvjetima od politički podobnih „poduzetnika“. Privatni sustav sa snažnom državnom regulacijom i nadzorom rješenje je koje se tijekom proteklih dvadesetak godina nametnulo kao ono koje osigurava financijsku stabilnost na globalnoj razini.

Pojam „arhitektura financijske stabilnosti“ pojavio se tijekom proteklih dvadeset godina ne bi li opisao institucije i mjere čija je svrha očuvanje međunarodne financijske stabilnosti. Međutim, u usko povezanom „globaliziranom“ svijetu izgubila se granica između nacionalnih i međunarodnih arhitektura financijske stabilnosti. Način kako Irci osiguravaju štednju ima učinka na osiguranje štednje u čitavoj EU. Način kako u SAD-u rješavaju probleme „subprime“ krize zavisi o tamošnjoj arhitekturi financijske stabilnosti, no ima učinke na čitav svijet. Zbog toga danas više nije moguće razlikovati nacionalne i međunarodne elemente arhitekture financijske stabilnosti. Previše je narastao broj i aktivnost financijskih institucija, posebno banaka, s međunarodnim djelovanjem. Zbog toga ćemo za potrebe ove analize govoriti o devet elemenata arhitekture financijske stabilnosti među kojima ima i potpuno novih elemenata koji su se pojavili tijekom ove krize. Ti elementi su:

- središnje banke i monetarna politika,
- osiguranje depozita,
- osiguranje drugih dijelova pasive banaka (osim kapitala),
- upravljanje rizicima i nadzor banaka,
- standardi vrednovanja financijske imovine i razvidnost informacija,
- stabilizacijski fondovi za dokapitalizacije banaka,
- pravni i pravosudni sustavi,
- međunarodna suradnja bankovnih regulatora i
- regulacija tržišta kapitala.

*Arhitektura financijske stabilnosti sustav je međusobno povezanih institucija i procesa čiji je cilj očuvanje financijske stabilnosti.*

Nalazimo se u razdoblju u kojem se korištenjem postojećih mehanizama očuvanja financijske stabilnosti nastoji ograničiti trajanje aktualne financijske krize i smanjiti njene negativne učinke u realnom sektoru. Stoga smo u cilju paralelnog razumijevanja arhitekture financijske stabilnosti i njene uloge u aktualnim događajima, elementima arhitekture pridružili kratak opis njihovih trenutačnih uloga:

- 1. Središnje banke.** Reagiraju na krizu osiguranjem likvidnosti u dosad nezabilježenim iznosima. Šire se prihvatljivi kolaterali što ih središnje banke prihvaćaju za refinanciranje. U tome prednjači američki FED koji otvara pristup likvidnosti za investicijske banke,<sup>2</sup> dok kao instrumente osiguranja počinje prihvaćati dionice i

---

<sup>2</sup> Vidjeti detaljnije HUB Analize br. 12., srpanj 2008.

korporativne obveznice. FED također jamči za obveze privatnih investicijskih kuća u aranžiranim preuzimanjima (slučaj gdje JP Morgan preuzima Bear Stearn's u ožujku 2008. u kojem FED jamči za 29 milijardi dolara problematične aktive propale Bear Stearn's). Za razliku od FED-a, ECB je puno opreznija u preuzimanju komercijalnih rizika. Oprez se očituje i u visini kamatnih stopa koje ECB sustavno održava na oko 2 postotna poena višoj razini od FED-a. Unatoč tome, ECB sudjeluje u zajedničkim akcijama središnjih banaka među kojima je bilo najpoznatije globalno koordinirano spuštanje kamatnih stopa vodećih središnjih banaka za 50 baznih bodova početkom listopada 2008. Bez obzira slijede li središnje banke tradicionalni pristup (ECB), ili prihvaćaju rizičniju strategiju (FED), ova kriza pokazuje da središnje banke same ne mogu razriješiti problem. Naime, izdašan pristup izvorima likvidnosti ne znači da će likvidnost poteći međubankarskim tržištem. Tržište je blokirano nepovjerenjem i nedostatkom informacija o solventnosti drugih financijskih institucija. Prema tome, poplava likvidnosti ne može razriješiti problem naglo naraslih premija na rizik zbog širenja neizvjesnosti u uvjetima krize.

*FED je u ovoj krizi prekorao tradicionalne granice središnjegbankarstva dok je ECB ostala vjerna tradicionalnom pristupu.*

- 2. Osiguranje depozita.** Potvrđuje se važna psihološka uloga ovoga elementa arhitekture financijske stabilnosti. SAD su od ranije imale iznimno visok prag osiguranih depozita (100,000 USD, sada podignuto na 250,000 USD), dok je europska direktiva propisivala minimalno osiguranje od 20,000 EUR. Većina zemalja EU primjenjivala je taj prag. No, gotovo sve zemlje EU u ovoj krizi povećavaju iznose osigurane štednje na 50,000 pa na 100,000 EUR. Neke su države odlučile zajamčiti cjelokupni iznos štednje u bankama. Na sličan je način reagirala i hrvatska vlada podignuvši u drugom tjednu listopada iznos osigurane štednje na 400,000 kuna. Europska je komisija 7. listopada objavila prijedlog izmjena i dopuna Direktive o osiguranju depozita prema kojem bi se minimalni osigurani iznos trenutačno povećao na 50,000 EUR a nakon godinu dana na 100,000 EUR. Ovakve su mjere uobičajene u kriznim situacijama. Na primjer, Švedska i Japan, zemlje suočene s teškim problemima u bankarstvu početkom 90-tih, proglasile su privremeno državno osiguranje cjelokupne štednje. Opisani su događaji potvrdili da je osiguranje depozita pasivan element arhitekture financijske stabilnosti. Njegova se prvenstvena svrha razumije kao kontrola straha. U uvjetima krize podižu se iznosi osiguranja (isto se dogodilo u Hrvatskoj tijekom bankarske krize 1998./99. kada je iznos osiguranja štednje udvostručen).<sup>3</sup> To su nagle, reaktivne mjere koje

---

<sup>3</sup> Prije iznosa osiguranja od 100,000 kuna osiguravali su se iznosi do 30,000 kuna i još jedan dio iznad 30,000 do 50,000 kuna. Nakon izbijanja bankovne krize 1998./99. Sabor je tražio podizanje iznosa osigurane štednje do protuvrijednosti tadašnjih 100,000 DEM, no tadašnji ministar financija, u čijoj je ingerenciji prema tadašnjem zakonu bio osigurani iznos, odlučio

se posvuda poduzimaju ad hoc, jer se čine neizbježnima, ali se pritom ne promišlja dublje o njihovim posljedicama. U pravilu, za dobrih vremena, sustavi osiguranja štednje nisu u fokusu kreatora politike, tako da pozivi za njihovu reformu i unaprjeđenje ne nailaze na odjek (premda je prostor za to u kontekstu cjelokupne arhitekture financijske stabilnosti veoma velik).<sup>4</sup> Tako u lošim vremenima sustavi osiguranja štednje poprimaju karakter „lijeka“ koji „liječi“ simptome, ali ne i samu bolest, dok u dobrim vremenima sustavi ugodno preživljavaju daleko od očiju javnosti i kreatora politike. Ipak, riječ je o jednostavnom i lako razumljivom instrumentu koji ima kratkoročno pozitivno psihološko djelovanje, a to je ono što javnost i političari u krizi traže. U dugom se roku podizanjem osiguranih iznosa povećavaju potencijalne obveze države i zdravih banaka (dakle, onih koji će platiti osiguranu štednju u slučaju eventualne isplate), pa se time povećava i njihov interes za stabilnost svake banke. Proporcionalno se smanjuju potencijalne obveze i interesi vlasnika i menadžera banaka koje mogu propasti, što povećava problem moralnog hazarda i otvara opasnost pogrešaka pri alokaciji kapitala u bankovnom sustavu. Zbog toga povećanje osiguranih iznosa u dugom roku vodi k povećanoj potražnji za izravnom regulacijom bankovnog sektora.

3. **Širenje državnoga osiguranja na sve obveze banaka (osim kapitala).** Specifičnost aktualne krize leži u tome što je krah međubankovnog tržišta novca i kapitala nastupio prije nego što je najšira javnost postala uznemirena i počela razmišljati o svojim štednim ulozima. Eskalacija rizika na međubankovnom tržištu novca započela je objavom stečaja Lehman Brothers (postavilo se pitanje koliko su europske banke izložene propaloj investicijskoj banci) i zamalo izbjegnutim stečajem američkog osiguravateljnog diva AIG-a (postavilo se pitanje za koliko kreditnog rizika europskih banaka jamči AIG – prema nekim neprovjerenim izvorima riječ je o oko 300 milijardi eura - i što bi se dogodilo s tim bankama da je AIG također otišao u stečaj; na sreću, vlada SAD-a odlučila je sanirati AIG). Eskalacija se nastavila neočekivanom objavom gubitka većeg od 5 milijardi EUR u belgijsko-nizozemskoj banci Fortis, zatim s problemima u banci Dexia, jednako neočekivanom potrebom Hypo Real Estate za refinanciranje hipotekarnih operacija u iznosu od oko 50 milijardi EUR (od čega je država bila spremna jamčiti za oko 35 milijardi), te curenjem informacija o zapanjujuće velikoj izloženosti europskih banaka Islandu koji je doživio financijski kolaps. Gotovo preko noći, međubankarsko se tržište prebacilo s modusa operandi u kojem svatko vjeruje svakome u modus operandi u kojem nitko ne vjeruje nikome (Wolf, 2008). Neke su europske vlade (npr. Irska)

*Osiguranje štednje utječe na simptome iako je potencijal ovog elementa arhitekture financijske stabilnosti daleko veći.*

---

je samo djelomično prihvatiti zahtjev Sabora. Od tada je iznos osigurane štednje iznosio 100,000 kuna.

<sup>4</sup> Vidjeti HUB Analize br. 4., kolovoz 2007.

zaključile da se potpuni zastoj na međubankovnom tržištu može razriješiti samo trenutnom eliminacijom percepcije rizika – državnim jamstvom za sve obveze banaka (osim kapitala). Kao i kod osiguranja depozita, široka državna jamstva za velike dijelove pasive banaka predstavljaju ad hoc kriznu mjeru koja se na ovaj način po prvi put sistematski uvodi u arhitekturu financijske stabilnosti. Kratkoročna psihološka korist od tih mjera prilično je jasna i usporediva s velikim povećanjima iznosa osigurane štednje. Upravo ta trenutna psihološka korist motivira političare na donošenje takvih mjera. Međutim, u ovom je trenutku posve nejasno kakve će biti dugoročne posljedice mjere koja posve suspendira ulogu analize rizika pri odabiru druge banke s kojom pojedina banka posluje. To će dodatno pojačati problem moralnog hazarda na dugi rok što se zasad nastoji izbjeći najavama da će ova jamstva biti ukinuta kroz 18 – 36 mjeseci. Zasad je jasno da će se ovaj tip jamstava koristiti u cijeloj EU, no nisu jasni konkretni modaliteti njihova korištenja koji će se vjerojatno razlikovati od zemlje do zemlje (detaljnije u poglavlju III).

4. **Upravljanje rizicima u bankama i nadzor banaka.** Iako se čini logičnim zaključiti da su sustav upravljanja rizicima u bankama i bankovna supervizija koja je trebala nadzirati te sustave doživjeli kolaps, takav je zaključak ipak preuranjen. Umjesto općih mjesta treba nastojati biti konkretniji. To ćemo ovdje učiniti u tri točke. Prvo, nesporno je da su sustavi za upravljanje rizicima u bankama i sustavi regulacije i supervizije banaka propustili na adekvatan način valorizirati rizike sekuritiziranih vrijednosnih papira i kreditnih izvedenica. Veliki otklon prema kvantitativnim modelima u sektorima za upravljanje rizicima u tome nije pomogao, a po nekima je čak i odmogao (Rebonato, 2007). Drugo, nesporno je da se analiza drugih financijskih institucija s kojima institucija posluje u prevelikoj mjeri oslanjala na rejting, reputaciju i veličinu financijske institucije s druge strane tržišta, a premalo na dubinsku analizu njena poslovanja (zbog toga je bilo moguće tako brzo prijeći iz modusa operandi u kojem svatko vjeruje svakome u modus operandi u kojem nitko ne vjeruje nikome). Naposljetku, nesporno je da je novi sustav upravljanja rizicima i izračuna adekvatnosti kapitala Basle II, koji je u EU na snazi od početka 2007., pao na prvom ispitu. Neke banke koje primjenjuju Basle II nisu uspjele osigurati dovoljnu kapitalnu adekvatnost i pružiti odgovarajuće informacije o rizicima kojima su bile izložene. Još je važnija činjenica da je tržište u rujnu i listopadu 2008. „palo“ jednim dijelom zbog rizika likvidnosti, a to je vrsta rizika koju sustav Basle II uopće ne vidi kao problem. Naime, u panici presušuje likvidnost jer svi „sjede na cashu“ zbog neizvjesnosti. Valuacije ranije likvidnih pozicija zbog toga padaju daleko ispod fundamentalnih vrijednosti što znači da se, tijekom razdoblja panike, u valuacijama miješaju premije na uobičajene rizike (kreditni, tržišni, operativni) s naraslom premijom na

*Specifičnost ove krize je u tome što je kriza pogodila međubankovno tržište puno prije nego što su se štediše počele brinuti o svojim ulozima.*



likvidnost (koja je u normalnim vremenima za većinu etabliranih instrumenata vrlo mala). Danas je sigurno da će sustavi za upravljanje rizicima i regulaciju banaka sljedećih godina doživjeti velike promjene ne bi li se otklonile ove slabosti. Dodatni će se pritisak stvarati u smjeru čvršće regulacije i zatiranja financijskih inovacija od strane države, a možda i zdravih banaka, dakle od strane svih onih sudionika koji bi trebali platiti troškove osiguranja bankovne pasive. Stoga sve što možemo reći jest da će promjene u sustavu nadzora i regulacije biti velike i dugotrajne, te da će dovesti do veće rigidnosti nadzora i regulacije. Kakve će točno te promjene biti, zasad nije moguće predviđati.

*Nastupaju fundamentalne promjene u načinu regulacije banaka i vrednovanju financijske imovine.*

- 5. Standardi vrednovanja i razvidnost informacija.** Već spomenuta belgijska banka Fortis ušla je u probleme zbog toga što je neke sekuritizirane vrijednosne papire (tzv. CDOs – eng. collateralized debt obligations) morala vrednovati prema fer tržišnoj vrijednosti jednakoj 22% nominalne vrijednosti (za detalje vidjeti okvir u poglavlju III). Takvo je vrednovanje provedeno samo nekoliko dana nakon što je uprava banke uvjerala dioničare i javnost da banka nema problema i ne očekuje značajne gubitke. To nije bila jedina epizoda eskalacije netransparentnosti tijekom ove krize. Riječ je o tipičnoj epizodi koja ukazuje na velike slabosti u primjeni standarda vrednovanja financijskih instrumenata, razvidnosti informacija, pa i u ponašanju samih banaka odnosno njihovih uprava (što postavlja pitanje unutarnjeg tijeka informacija unutar velikih banaka). U pogledu informacija, tržište jednostavno ne zna koliko su pojedine institucije izložene rizičnim vrijednosnim papirima i izvedenicama i legitimno se pita znaju li to one same o sebi. Proces priznavanja gubitaka veoma je spor i razvučen sada već kroz godinu dana. Zbog dugotrajnosti toga procesa tržište je izgubilo strpljenje i povjerenje u sposobnost glavnih sudionika – rejting agencija, revizora, supervizora, računovođa i uprava, da na brz i efikasan način, kroz primjenu međunarodnih standarda financijskog izvještavanja, prikažu realnu sliku gubitaka. Najveći problem proizlazi iz činjenice što načelo vrednovanja financijske imovine prema fer tržišnoj cijeni (eng. mark to market) dobro funkcionira kada funkcionira likvidno tržište. Kad tržište presahne i, u najgorem slučaju, nestane (kao što je slučaj s većinom sekuritiziranih instrumenata na temelju američkih „subprime“ kredita), primjenjuje se međunarodni standard financijskog izvještavanja koji ostavlja velik prostor diskrecije za izvedbu procjena (eng. mark to model). Osim toga, neki se instrumenti iz knjige trgovanja mogu premještati u portfelj do dospijeca na koji se ne primjenjuje načelo fer tržišnog vrednovanja već se obavlja vrednovanje do roka dospijeca. Jedna struja stoga zagovara da se nikako ne treba odstupiti od načela fer vrednovanja, čak i ako cijena instrumenta drastično padne zbog povlačenja likvidnosti s tržišta. Druga struja primjećuje da slijepo pridržavanje

načela fer vrednovanja u uvjetima krize može dovesti do ozbiljne podcijenjenosti financijske imovine (jer je premija na likvidnost samo privremeno povećana) te zagovara fleksibilniji pristup vrednovanju (sistematsko odstupanje od načela „mark-to-market“). Europa se priklonila fleksibilnijem pristupu što će kratkoročno bankama olakšati probleme, no upitno je kakvi će biti dugoročni učinci većega prostora diskrecije (i otežanih usporedbi) pri vrednovanju financijskih imovina. U osnovi, riječ je o nerješivu problemu zbog kojega tržišni sudionici imaju pravo sumnjati u trenutna vrednovanja, bez obzira smatraju li ih ozbiljno podcijenjenima ili precijenjenima. Radi ilustracije dimenzija ovoga problema spomenimo da su do svibnja ove godine banke u svijetu otpisale 318 milijardi dolara imovine i obavile dokapitalizacije u iznosu od 238 milijardi dolara. U HUB Analizama 12 iz srpnja ove godine koristili smo nepotpune podatke za lipanj koji su ukazivali na gubitke od 398 milijardi i dokapitalizacije od 304 milijardi dolara. Posljednji su podatci prikazani u sljedećoj tablici koja dovoljno govori sama za sebe: 660 milijardi dolara gubitaka i 619 milijardi dolara novoga kapitala.

*S napuštanjem koncepta fer tržišne vrijednosti financijske imovine informacije poput ovih u tablici bit će sve teže usporedive.*

Tablica 1.

*Gubitci i dokapitalizacije tijekom financijske krize*

mlrd USD	Ukupno	
	Gubitci	Dokapitalizacije
<b>Regija</b>		
Cijeli svijet	660.4	619.4
Amerike	407.7	342.8
Europa	227.7	254.3
Azija	24.8	22.4

**Financijska institucija**

Citigroup Inc.	68.0	74.0
Merrill Lynch & Co.	58.1	29.9
UBS AG	44.3	32.3
HSBC Holdings Plc	27.4	5.0
Bank of America Corp.	27.3	55.7
Morgan Stanley	15.7	24.6
IKB Deutsche Industriebank AG	13.8	11.4
Royal Bank of Scotland	13.6	56.9
Credit Suisse Group AG	10.0	3.0
Deutsche Bank AG	9.7	6.0
Fortis	8.8	21.5
ING Groep N.V.	6.3	4.5
Societe Generale	6.2	8.7
UniCredit SpA	2.3	0.0

Izvor: Bloomberg, zaključno sa 17. listopada 2008.

- 6. Stabilizacijski fondovi – intervencije u posrnutim bankama.** Iako se u iznos gubitaka može sumnjati zbog razloga opisanih u prethodnoj točki, i premda nije riječ o konačnim gubicima jer će se dio otpisanih potraživanja s vremenom naplatiti, sam iznos priznatih otpisa iz Tablice 1. toliko je velik da ruši povjerenje u globalni financijski sustav. Globalne banke ne trebaju (samo) likvidnost (zato središnje banke nisu dovoljne) – veliki dio njih treba svježi kapital. Do eskalacije krize došlo je u trenutku kada je procijenjeno da u privatnom sektoru zapadnih zemalja i među investitorima s Istoka više nema dovoljno ulagatelja spremnih na daljnja ulaganja u kapital banaka. Dogodilo se to nakon stečaja Lehman Brothers 14. rujna 2008. U dramatičnih mjesec dana nakon toga događaja američki je Kongres nakon drugog glasovanja prihvatio Paulsonov (ministar financija SAD-a) plan za spas financijskog sustava SAD-a. Dva tjedna kasnije svoj je plan prihvatila i Europska Unija. Iako su donekle različiti (o detaljima planova raspravljamo u trećem poglavlju), ovi planovi dijele ambiciju izravnog kapitalnog jačanja posrnutih banaka uz pomoć država odnosno vlada. Sanacijom banke – u kojoj država obavlja dokapitalizaciju, stabilizira se njeno poslovanje i potom se banka odnosno državni udjel u njoj u povoljnom trenutku prodaje najboljem ponuditelju. Postupak je dobro poznat u nas, gdje su još živa sjećanja na kraj prošloga i početak ovoga desetljeća. Međutim, razvijena tržišna gospodarstva uglavnom nisu imala ni planove za dokapitalizaciju banaka ni institucije za njihovo provođenje na širokoj osnovi jer su se – unatoč iskustvu nekih država poput Švedske i Japana 90-tih, pouzdale u to da će privatni sektor i tržište uvijek moći samostalno razriješiti problem. Stoga je u pravu Ross Levine (2008) kada kritizira aroganciju američkih ekonomista i poziva ih da uče od ekonomista u zemljama u razvoju koji su prošli iskustvo rehabilitacije banaka. O formiranju fiskalnih fondova u ove svrhe pisalo se i raspravljalo na kraju posljednjeg razdoblja bankovnih kriza (oko 2000.), no uglavnom se smatralo da su takvi fondovi zemljama u razvoju potrebni. Ovaj se put, međutim, pokazalo da privatni sektor i tržište u razvijenim zemljama nemaju dovoljan kapacitet za potrebnu dokapitalizaciju najznačajnijih banaka i da upravo razvijene zemlje trebaju nove modele i institucije za rehabilitacije i sanacije financijskih institucija. Danas je stoga potpuno jasno da će tržišne ekonomije kroz fondove i procedure koji se uspostavljaju ovih dana (vidjeti poglavlje III) dobiti novi element arhitekture financijske stabilnosti čije obrise tek naslućujemo.
- 7. Pravni i pravosudni sustav.** Iako se često zanemaruje u raspravama o arhitekturi financijske stabilnosti, važnost pravnog i pravosudnog sustava ne može se preneglasiti. I najbolje osmišljena arhitektura financijske stabilnosti mora biti provediva i sigurna za sudionike koji

*SAD i EU objavile su planove spašavanja bankovnih sustava jer se donekle neočekivanim pokazalo da tržišta i privatni sektor u razvijenim zemljama nemaju dovoljan kapacitet za dokapitalizaciju najvažnijih banaka.*

ju provode. Odluke države o stečajevima i/ili dokapitalizacijama financijskih institucija veoma su teške. One zadiru u neka od temeljnih vlasničkih prava i nema nikakvoga jamstva da će privatni dioničari objeručke prihvatiti vladu u vlasničkoj strukturi banke. Ako pravni i pravosudni sustav nisu pripremljeni za provedbu državne dokapitalizacije prijete pravni kaos i niz tužbi prema institucijama i njihovim odgovornim osobama. O tome svjedoče iskustva s parnicama koje se još i danas vode u Hrvatskoj, a vuku korijene iz bankovne krize 90-tih godina. Činjenica da se takve akcije prilično „glatko“ provode u puno razvijenijim tržišnim i pravnim sustavima poput Velike Britanije, Belgije, Francuske itd. govori u prilog tezi da je moguća kvalitetna pravna potpora ovim procesima ako se problem adresira na vrijeme.

- 8. Međunarodna suradnja.** Ova je tema donedavno bila potpuno izvan fokusa rasprava o financijskoj stabilnosti. Međutim, proces integracije EU ovu je temu gurnuo u prvi plan. Ona je ujedno za nas i najzanimljivija. Najprije su se regulatori u zemljama čije su banke zauzele značajnu izloženost prema tranzicijskim zemljama Nove Europe počeli brinuti za povećane rizike banaka izloženih brzorastućim gospodarstvima sa slabijim institucionalnim osnovama. Tada su ustanovljeni sporazumi o suradnji među regulatorima (eng. MoU – Memorandum of Understanding) i započeta praksa ad hoc sastanaka supervizora iz različitih zemalja u kojima je aktivna jedna te ista bankovna grupa. Nakon što su se kroz proces okrupnjavanja europskih banaka pojavile nove paneuropske bankovne grupe (Fortis, Unicredit, Santander, RBS itd.) otvorila su se nova pitanja i ukazalo na nedostatke „mekog“ modela suradnje regulatora. Zbog toga se u sklopu pripreme nacrtu izmjena i dopuna Direktive o kapitalnim zahtjevima (objavljenog 1. listopada 2008.)<sup>5</sup> počelo razgovarati o formalizaciji međunarodnih odnosa regulacijskih tijela. Prijedlog je da se za svaku međunarodnu odnosno paneuropsku banku ustanovi Kolegij supervizora sastavljen od nadzornika banaka iz država u kojima banka posluje. Ideja je da „konsolidirajući supervizor“, tj. supervizor banke matice, ima odlučujuću riječ u pitanjima kapitalnih zahtjeva i izvještavanja (uz mogućnost provedbe procesa „mirenja“ pri CEBS-u - Odboru europskih bankovnih supervizora - ako se supervizor banke kćeri ne slaže s mišljenjem „konsolidirajućeg supervizora“). Prijedlog nailazi na velike dvojbe i rasprave u Europi, što predstavlja još jednu potvrdu europskih poteškoća pri formiranju jedinstvenih standarda i procedura međunarodne suradnje. O jedinstvenom europskom regulatoru da i ne govorimo. Jedinostveni bi regulator samo u teoriji predstavljao najbolje rješenje. Europski političari, posebno gospodin Barroso, favoriziraju takvo rješenje, međutim prije nego što se kroz suradnju supervizora u uvjetima krize iskristaliziraju stvarne procedure suradnje i realni mehanizmi

*Nacrt izmjena i dopuna  
Direktive o kapitalnim  
zahtjevima predviđa  
posebne ovlasti za  
supervizora banke matice  
u pogledu izvještavanja i  
kapitalnih zahtjeva.*

<sup>5</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/regcapital/crd\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/crd_proposal_en.pdf)

odlučivanja koji vode računa o nacionalnim interesima svih država na čijem teritoriju posluje paneuropska banka, nije realno očekivati korake u smjeru osnivanja jedinstvenoga regulacijskog tijela. Aktualna će kriza biti katalizator ovoga procesa i brzo će pokazati kreće li Europa u smjeru jedinstvene regulacije ili će se dugi niz godina tražiti rješenja u okviru postojećeg modela s jedinstvenom središnjom bankom i nacionalnim regulatorima. Pored međunarodne suradnje regulatora, u ovoj se krizi počinje profilirati i novi model suradnje monetarnih vlasti, koji je nama posebno zanimljivo pratiti: ECB je Mađarskoj središnjoj banci otvorila kreditnu liniju od 5 milijardi eura zbog izravne pogođenosti mađarskog financijskog sustava učincima krize. ECB je otvorio ovu kreditnu liniju iako Mađarska nije članica Eurozone čime se otvorila mogućnost da ECB počne funkcionirati kao „Europski MMF“.

*Aktualna kriza bit će katalizator procesa razvoja suradnje među bankovnim supervizorima iz različitih zemalja.*

9. **Regulacija tržišta kapitala.** Nesporno je da tržište kapitala ima manju važnost za financijsku stabilnost od bankovnog sustava. Platni se promet ne obavlja putem tržišta kapitala. Ulagači na tržištu kapitala očekuju veće rizike od malih štediša u bankama, i na njih su pripralni: velika kolebanja na tom tržištu prirodna su pojava. Unatoč tome, ova je kriza pokazala da zemlje s relativno razvijenim i liberaliziranim tržištima kapitala mogu biti sučeljene s velikim problemima. Iskustvo u SAD-u potvrđuje takav stav. Premda je kriza u SAD-u započela na tržištu nekretnina (vidjeti HUB Analizu br. 12, srpanj 2008.), ona se tijekom ove godine transformirala u krizu nezavisnih investicijskih banaka koje su se pretjerano izložile riziku sekuritiziranih i izvedenih financijskih instrumenata. Američki scenarij nije relevantan za Europu čiji su bankovni sustavi centrirani oko banaka, no europska bankocentričnost otvara drugu vrstu opasnosti. Eventualni problemi u fondovima kojima upravljaju upravitelji iz bankovnih konglomerata mogli bi se od strane investicijske javnosti interpretirati kao problemi banaka koje su članice ili središta tih konglomerata. Reputacijski rizik ili rizik prelijevanja nepovjerenja s fondova na banke objektivno je veoma velik, što znači da regulacija tržišta kapitala i drugih financijskih posrednika (npr. osiguravatelja) predstavlja jednako važan element arhitekture financijske stabilnosti kao i bankovna regulacija. Nedavno osnivanje Fonda za stabilnost u Hrvatskoj na tom se tragu pokazuje kao inovativan i važan korak.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Osam vodećih mirovinskih i investicijskih fondova ulaže sredstva u Fond za stabilnost čiji je cilj formirati fer cijene za solidne, ali nelikvidne dionice. Inicijativa je potpuno privatna što jamči da Fond za stabilnost neće biti kontaminiran odnosno da će fer cijene, u prosjeku, biti tako formirane da Fond neće imati gubitke u dugom roku. U kratkom roku Fond će osigurati likvidnost nužnu za isplatu udjelničara u fondovima čija je likvidnost iscrpljena kontinuiranim isplata u uvjetima krize, a koji još uvijek imaju vrijednu, ali nelikvidnu imovinu.

## II. Arhitektura financijske stabilnosti – institucionalni okvir

Ova je financijska kriza zatekla regulatore i vlade najrazvijenijih zemalja nespremnima. Do stečaja investicijske banke Lehman Brothers 14. rujna prevladavalo je uvjerenje da će privatni investitori i tržišni mehanizmi samostalno razriješiti problem i osigurati bankama dovoljno kapitala za stabilizaciju i ulazak u sljedeći kreditni ciklus. Takvo je uvjerenje bilo pogrešno. Stoga je, uglavnom na temelju ad hoc akcija i uz nedovoljnu pripremu, započeo unos novih elemenata u arhitekturu financijske stabilnosti najrazvijenijih zemalja. Potpuno novi elementi koji su se pojavili tijekom ove krize su:

*U ovoj se krizi javljaju četiri nova elementa arhitekture financijske stabilnosti.*

1. **Ulazak FED-a u zonu preuzimanja komercijalnih rizika radi očuvanja financijske stabilnosti.** Širenje skupa prihvatljivih kolaterala na dionice i korporativne obveznice samo je logičan nastavak procesa koji je započeo u ožujku ove godine kada je FED osmislio instrument za investicijske banke koje prije toga nije izravno nadzirao (tzv. PDCF – vidjeti detalje u HUB Analizi br. 12) te zajamčio 29 milijardi dolara loše aktive propale investicijske banke Bear Stearn's.<sup>7</sup> Time je FED napustio staro centralnobankarsko načelo pružanja likvidnosti nelikvidnima, ali solventnima i upustio se u rizične komercijalne poslove što se jedino može opravdati očajničkim pokušajem očuvanja financijske stabilnosti. Središnje banke moraju izbjegavati tu vrstu rizika kolikogod je to moguće. Međutim FED je na ove poteze bio prisiljen zbog toga što je sistemski rizik dolazio iz sektora investicijskih banaka i osiguranja, a ne komercijalnih banaka, dakle, iz sektora koji nemaju svoje zajmodavce zadnjega utočišta i regulatore koji mogu intervenirati kreditiranjem ili dokapitalizacijom ugrožene institucije kao što u bankama može intervenirati Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC – vidjeti detalje dalje u tekstu). FED stoga vjerojatno nije imao izbora.
2. **Širenje državnoga jamstva na cjelokupnu pasivu banaka osim kapitala.** Mjera koja je inaugurirana u rujnu 2008. u Irskoj u početku je bila snažno kritizirana od strane drugih europskih vlada, no samo malo dodatno zaoštavanje krize bilo je dovoljno da se kritike zaborave dva tjedna kasnije i da neke druge zemlje (Velika Britanija, Njemačka) prihvate sličan model proširenog osiguranja.
3. **Dokapitalizacije banaka od strane država.** Razvijene zemlje nisu imale pripremljena sredstva, procedure i institucije za provedbu

---

<sup>7</sup> Prva revizija vrijednosti te imovine, koja je obavljena krajem lipnja, pokazala je da nema pojave neočekivanih gubitaka. Međutim, druga je revizija pokazala da će FED morati platiti 2,7 milijardi USD na teret poreznih obveznika u slučaju aktivacije jamstva.

- dokapitalizacija banaka jer su vjerovale da je to problem koji će tržište i privatni sektor uvijek moći razriješiti sami.
4. **Međunarodna suradnja.** Pokušava se inaugurirati doktrina „dominantnog supervizora“ kojeg se radi političke korektnosti naziva „konsolidirajućim supervizorom“, a koji bi trebao imati odlučujuću riječ u pitanjima kapitalne adekvatnosti i izvještavanja kada je riječ o paneuropskim bankovnim grupama. To nailazi na otpor drugih supervizora, posebno onih iz manjih zemalja. Također, ECB osigurava izdašne kreditne linije središnjim bankama država koje su članice EU, ali nisu prihvatile euro, a imaju problema s prelijevanjem učinaka financijske krize, čime se ECB počinje profilirati kao „Europski MMF“.

*Uvode se novi elementi pri čemu stari nisu dobro funkcionalno usklađeni.*

Danas još nije moguće sagledati sve učinke stihijnoga uvođenja novih elemenata u arhitekturu financijske stabilnosti. Tome su dva razloga. Prvo, još uvijek se ne znaju konkretni detalji uvođenja novih elemenata. Mediji pukim zbrajanjem spekuliraju o više od 2 bilijuna eura ukupnih vladinih pomoći financijskim institucijama u EU, no još uvijek nije potpuno jasno što stvarno stoji iza te brojke. Drugo, previše se novih elemenata pojavilo u kratkom roku, dok stari elementi arhitekture – tradicionalno središnje bankarstvo, osiguranje depozita, upravljanje rizicima i nadzor banaka, standardi vrednovanja i razvidnost informacija, pravni i pravosudni sustav te regulacija tržišta kapitala - nisu funkcionalno usklađeni.

U prilog tezi o nedovoljnoj funkcionalnoj usklađenosti „starih“ elemenata arhitekture financijske stabilnosti govori mala zastupljenost tema o pravnoj i pravosudnoj provedbi te potpuna dominacija samo dviju (srodnih) tema o financijskoj stabilnosti u predkriznom razdoblju. U razdoblju prije ove krize, literaturom, konferencijama i komunikacijom praktičara dominirale su teme o interakciji između monetarne politike i bankovne supervizije i o organizaciji jedinstvenoga financijskog nadzora u okviru jedne institucije. Izostanak poveznica s drugim temama ilustrira nesposobnost zamišljanja krajnjih kriznih scenarija (od kojih se jedan dogodio) što je jedan od razloga zbog kojih je ova kriza najrazvijenije zemlje zatekla potpuno nespremnima.

Objektive se donedavno dominantne teme svode na središnje pitanje treba li nadzor banaka biti organiziran u okviru središnje banke ili neovisne institucije koja objedinjuje sve financijske regulatore. Prema pregledu Instituta za financijsku stabilnost (BIS, 2007), koji je proveden na podacima za 125 zemalja s kraja 2006., bankovna je supervizija organizirana u okviru središnje banke u 66% ispitanih država. Međutim, u proteklih 20 godina vidljiv je trend objedinjavanja financijskih regulatora, što je u najvećem broju slučajeva bilo povezano s premještanjem bankovne supervizije u okvir jedinstvenoga regulatora prema modelu britanske FSA (ovi su se procesi uglavnom dogodili između 1997. i 2006.). Pritom je važno naglasiti da je u najvećem broju slučajeva (14) jedinstveni regulator nastao tako što je

bankovna supervizija premještena iz neovisne državne agencije (ne iz središnje banke) pod krov jedinstvenoga regulatora, dok je u samo 7 slučajeva bankovna supervizija prešla iz središnje banke u novu jedinstvenu regulatornu instituciju. U 16 slučajeva „krov“ je pod kojim se okupljaju svi regulatori središnja banka. Trenutačno se čini da je tendencija da i SAD nakon ove krize krene u tom smjeru (sa sve moćnijim FED-om).

Isti pregled pruža uvid i u to kako se do kraja 2006. razvijala međunarodna suradnja bankovnih supervizora. Oko 80% ispitanih bankovnih supervizija navodi da je imalo potpisane Memorandume o razumijevanju i neformalne kontakte s regulatorima iz drugih zemalja. 70% je spominjalo i ad hoc sastanke sa supervizorima iz drugih zemalja. Eventualni problemi u pojedinim bankama rješavali su se na ad hoc sastancima, a u Europi je (kao i u Aziji) ustanovljena praksa imenovanja zajedničkih odbora za rješavanje kriznih situacija. Otud možemo zaključiti da se prijedlog iz nacrtu izmjena i dopuna Direktive o kapitalnim zahtjevima o Kolegiju supervizora s odlučujućom ulogom konsolidirajućeg supervizora nadograđuje na postojeću praksu.

Također možemo zaključiti da su sve analize i rasprave o ustroju bankovne supervizije zapravo nevažne u kriznom trenutku u kojem se nalazimo. Postojeća rješenja dobro služe potrebama trenutka kada je riječ o monetarnoj politici i bankovnoj superviziji. Kao što navodi nizozemski guverner Wellink: „*Otkako je važnost europskih banaka povećana, a međubankovna su tržišta postala usko povezana, problemi u pojedinim bankama vjerojatno bi imali sistemске učinke. Zbog toga je u praksi veoma teško povući jasnu crtu između odgovornosti za sistemsku stabilnost, što uključuje i funkciju zajmodavca zadnjeg utočišta, i odgovornosti za nadzor velikih banaka.*“ (Wellink, 2008). Izjave ove vrste jasno ukazuju na to da je u arhitekturi financijske stabilnosti nedostajao jedan važan element. Vežan je uz sljedeće pitanje koje izlazi izvan okvira mandata monetarne politike i usko definiranoga nadzora banaka: *tko će i kako osigurati solventnost sistemski važne financijske institucije kada tržište to ne može samo učiniti?*

***Potraga za novim elementima motivirana je time što nema odgovora na pitanje: tko će i kako osigurati solventnost sistemski važne financijske institucije kada tržište to ne može samo učiniti?***

Iz opsežne literature o odnosu monetarne politike i bankovne supervizije (npr. Haubrich, 1996; Goodhart, 2000; Mishkin, 2000; Haubrich i Thompson, 2005) treba izdvojiti mišljenje Fredericka Mishkina (2000) koji je na tragu Wellnikova razmišljanja zaniijekao mogućnost da se središnje banke „izvuku“ s alibijem da se brinu samo za inflaciju. Prema Mishkinu, središnje banke ne mogu izbjeći odgovornost za financijsku stabilnost, pogotovo ako odlučnim akcijama na planu pružanja likvidnosti mogu skratiti trajanje ili ublažiti tržišne učinke financijskih poremećaja, kao što je to učinio FED nakon Crnog ponedjeljka u listopadu 1987. i u slučaju LTCM-a 1998. Čitanje ovog Mishkinova stava iz današnje perspektive ponovo otvara dilemu o tome tko će i kako osigurati solventnost sistemski važne financijske



institucije kada tržište to ne može samo učiniti? Ni Mishkin nije dao odgovor na to pitanje.

Tragove odgovora može se pronaći u literaturi i praksi sustava osiguranja depozita. Međutim, veoma su rijetki radovi koji pokušavaju analizirati interakciju između barem tri elementa arhitekture financijske stabilnosti – na primjer, monetarne politike (središnjeg bankarstva), nadzora banaka i osiguranja depozita. O pokušajima s većim brojem elemenata da i ne govorimo.<sup>8</sup> Relativna odvojenost literature i prakse o osiguranju depozita od gore opisanog „mainstreama“ promišljanja o financijskoj stabilnosti posebno je interesantna. Naime, nedostatak teorijskih uporišta i odvojenost od „mainstream“ promišljanja doveli su do neobično velikih razlika u načinu organizacije sustava osiguranja štednje u pojedinim zemljama. Niti jedan drugi element arhitekture financijske stabilnosti ne pokazuje toliku varijabilnost institucionalnoga ustroja od zemlje do zemlje. Za ilustraciju je dovoljno spomenuti da europska Direktiva koja uređuje ovo područje sadrži niz tehničkih naputaka, no ne govori ništa o bitnim elementima funkcioniranja sustava: o njegovu mandatu, ustroju i načinu financiranja. Države EU jednostavno se o tome nisu u stanju dogovoriti jer su previše različite.

*Ovim su se problemom bavile samo institucije koje se brinu za osiguranje štednje u zemljama u kojima je tim institucijama dat mandat za „provođenje mjera radi sprječavanja osiguranog slučaja“ (tzv. sustavi osiguranja s komponentom umanjenja rizika).*

Element institucionalnoga ustroja koji je najvažniji za našu raspravu je mandat organizacije koja se brine o osiguranju štednje.<sup>9</sup> U osnovi, postoje dva modela: model „isplasnog sandučića“, tj. „blagajnika“ (fond koji se brine samo za isplate osigurane štednje nakon što je nastupio osigurani slučaj) i model razvijene organizacije poput američkog FDIC-a (eng. Federal Deposit Insurance Corporation) koja ima jednu od ključnih uloga u nadzoru banaka, imenovanju prinudnih uprava, kreditiranju i dokapitalizacijama posrnutih banaka. U literaturi se ovaj model najčešće naziva „sustav za umanjenje rizika“ (eng. risk minimizer sistem).

Naša je Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB) inicijalno bila zamišljena i funkcionirala je kao moćna institucija na tragu modela umanjenja rizika. Nakon mnogih lutanja i promjena, najnovijim izmjenama i dopunama Zakona o osiguranju depozita, u mandat je vraćen koncept intervencije radi umanjenja rizika. Zakonodavac je u zakon unio cijelo novo poglavlje pod naslovom „Mjere za sprječavanje nastanka osiguranog slučaja“. Mjere se odnose na mjere za povećanje likvidnosti i solventnosti banke u kojoj bi mogao nastupiti osigurani slučaj, uz primjenu načela najnižeg procijenjenog troška.

---

<sup>8</sup> Postoje, naravno, pokušaji analize veza između pojedinih elemenata. Primjerice, Borio i Tsatsaronis (2005) analiziraju odnos između nadzora i standarda financijskog izvješćivanja.

<sup>9</sup> U HUB Analizi br. 4. iz kolovoza 2007. nismo raspravljali o mandatu, već samo o modelu upravljanja i financiranja sustava.

Prema najnovijim izmjenama i dopunama Zakona, sustav osiguranja štednje ponovno postaje ključan element arhitekture financijske stabilnosti u uvjetima krize. On pored osiguranja štednje može provoditi kreditiranje, dokapitalizacije, otkup imovine i davanje jamstava ugroženim kreditnim institucijama uz uvjet da pritom primjenjuje cost-benefit analizu odnosno načelo najmanjega troška intervencije. Sličan model funkcionira u mnogim drugim zemljama, na primjer, u Argentini, Mađarskoj, Japanu, Jordanu, Jamajki, Srbiji, Kanadi i SAD-u.

*Najnovijim izmjenama i dopunama Zakona o osiguranju depozita Hrvatska ponovno kreće prema osiguranju štednje s komponentom umanjenja rizika, no nije jasno kako će se taj sustav financirati.*

Ovakvo se rješenje čini primjerenim u kontekstu krize čijem smo vrhuncu ovih dana svjedocima. Mnoge bi europske zemlje manje lutale i imale već pripremljen institucionalni ustroj za širenje jamstava i dokapitalizacije banaka da imaju ovako pripremljenu instituciju. Otvoreno međutim ostaje pitanje strategije takve institucije - provedbe konkretnih akcija i načina njihova financiranja. Na primjer, povećanje osiguranoga iznosa na 400,000 kuna znači da će omjer pokrića (odnos vrijednosti fonda osiguranja i iznosa osiguranja štednje) znatno pasti. Kojim će se instrumentima i u kojem roku omjer pokrića podignuti na željenu razinu? Kako će se financirati eventualne akcije otkupa imovine, davanja jamstava, osiguranja likvidnosti i dokapitalizacija banaka? Iako takve akcije ne treba sada očekivati jer spomenuta odredba stupa na snagu u trenutku ulaska Hrvatske u EU, na pitanje o financiranju u slučaju poduzimanja takvih akcija, odgovor treba znati unaprijed. Oslanjanje na uobičajene mehanizme (uplate premija osiguranja) nije dovoljno dobar odgovor. Financiranje iz premija dodatno iscrpljuje zdrave banke odnosno njihove štediša i narušava načelo umanjenja troška koji je sada ugrađen u mandat (jer se može dogoditi da se radi umanjenja troška u jednoj instituciji poveća ukupni trošak sustava). Netko će morati dati odgovor na ova teška pitanja prije nego što Hrvatska uđe u EU i spomenuta odredba stupi na snagu.

U takvim je uvjetima potrebno preispitati način financiranja takve institucije na tragu prijedloga iznesenih u HUB Analizi br. 4. Također je potrebno razmotriti korištenje fiskalnih sredstava, tj. ustroj fiskalno financiranoga fonda za financijsku stabilnost na tragu prijašnjih prijedloga (Škreb i Šonje, 2001). A cijelu je strukturu potrebno postaviti tako da može izdržati test ulaska u EU i funkcionirati kroz dugi niz godina na integriranom europskom tržištu, pružajući hrvatskim vlastima i građanima jamstvo kontrole nad ključnim elementom arhitekture financijske stabilnosti. Na tu ćemo se temu vratiti u četvrtom poglavlju.

### **III. Akcije regulatora i vlada**

Nakon II. svjetskog rata niti jedna europska vlada nije dopustila propast neke od velikih banaka premda su mnoge s takvim problemima bile sučeljene (posebno južnoeuropske i skandinavske zemlje). Za razliku od popularnog i

naravno pogrešnog uvjerenja da je u SAD-u na djelu apsolutni liberalni kapitalizam, i tamošnje su vlasti reagirale slično kada je velika banka Continental Illinois postala nesolventna 1984. Svi se dobro sjećamo reakcije hrvatske vlasti u uvjetima nesolventnosti najvećih banaka sredinom 90-tih godina. Stoga se s priličnim stupnjem sigurnosti moglo predvidjeti da će se vlasti svih država tako ponašati i u ovoj krizi.

Vlasti u SAD-u bile su od početka 2008. sučeljene s puno težom situacijom od vlasti u EU. U zonu nesolventnosti ulazile su nebankarske financijske institucije – velike investicijske banke Bear Stearn's (ožujak 2008.) i Lehman Brothers (rujan 2008.), osiguravatelj AIG (rujan 2008.) te privatne institucije s javnim ovlastima (agencije za jamstva hipotekarnih kredita – Fannie Mae i Freddie Mac, kolovoz/rujan 2008.). Stoga je svaki pojedini slučaj bio poseban i zahtijevao posebna rješenja, a to je iscrpljivalo kreatore politike i regulatore koji dotad te institucije nisu nadzirali.

*Problemi s američkim hipotekarnim agencijama Fannie Mae i Freddie Mac leže u srcu uzroka ove krize.*

Već spomenuti Bear Stearn's prodan je u ožujku 2008. za simboličan iznos konkurentu JP Morganu, ali su pregovori o preuzimanju bili vođeni pod dirigentskom palicom FED-a koji je na kraju morao izdati jamstvo za 29 od 30 milijardi upitne aktive Bear Stearn's-a (JP Morgan izložio se riziku jedne preostale milijarde).<sup>10</sup>

Fannie i Freddie bile su ustrojene kao privatna dionička društva, ali su funkcionirale po posebnom zakonu: nije ih nadzirao FED, već posebni vladin ured i omogućeno im je poslovanje uz vrlo veliku financijsku polugu (odnosno nizak omjer kapitala). Bile su neka vrsta privatnih institucija s javnim ovlastima (privatna dionička društva s riječi „Federal“ u nazivu!) ostvarujući najveći dio prihoda izdavanjem garancija za otplatu hipotekarnih kredita ako su ti krediti udovoljavali unaprijed propisanim kriterijima. Sama činjenica da su jamčile za većinu stambenih hipotekarnih kredita odobrenih u SAD-u govori o tome da su njihova jamstva posve narušila motiv privatnih institucija da se pobrinu za kvalitetno upravljanje rizicima. Jamstva Fannie i Freddie svi su tržišni sudionici percipirali kao de facto državna jamstva, a ne kao jamstva privatnih financijskih institucija. To znači da je rizik jamstava bio de facto jednak nuli. Na sličan su se način ponašali i kreditori. Fannie i Freddie financirale su se izdanjima dužničkih vrijednosnih papira među čijim su se najčešćim kupcima nalazili upravitelji državnih rezervi Rusije i Kine. Štoviše, ima naznaka (još uvijek nema dovoljno analiza) da su Fannie i Freddie izašle iz svojeg osnovnog mandata i potakle stvaranje „subprime“ tržišta tako što su kupovale hipotekarne obveznice izdane na temelju sekuritiziranih „subprime“ kredita, iako za takve kredite u okviru svojih mandata nisu smjele jamčiti (Diamond i Kashyap, 2008). Gotovo da nije ni potrebno objašnjavati zašto je američka vlada odlučila dokapitalizacijom 8. rujna spasiti Fannie i Freddie nakon što je otežana naplata hipotekarnih kredita dovela do veće aktivacije jamstava od očekivanog, i do gubitaka po

<sup>10</sup> O ishodu jamstva vidjeti fusnotu 7.

toj osnovi. Na taj je način samo označen kraj jednog netransparentnog javno-privatnog sustava koji je godinama funkcionirao na nezdravim osnovama. Sustav je dokapitalizacijom države konačno i formalno proglašen onime što je oduvijek i bio – sustav državnih jamstava za hipotekarne kredite. Privatni su vlasnici istisnuti iz vlasničke strukture koja nikada i nije funkcionirala kao prava privatna vlasnička struktura. Sada je pitanje do koje će mjere američki porezni obveznici htjeti dalje financirati takav sustav, no to je pitanje koje izlazi izvan okvira rješavanja aktualne krize. Važnije pitanje koje treba riješiti jest u kojoj je mjeri ovaj „pritajeni“ državni intervencionizam pokrenuo krizu koja je započela upravo na hipotekarnom tržištu u SAD-u.

*Stečaj Lehman Brothers pokrenuo je globalnu lavinu i tek će vrijeme pokazati zašto su vlasti u SAD-u procijenile da Lehman nije sistemski važna institucija.*

Vrhunac drame u SAD-u uslijedio je sredinom rujna kada je postalo jasno da je nesolventnost pogodila četvrtu najveću investicijsku banku Lehman Brothers i najvećega osiguravatelja AIG. Lehman je pušten u stečaj, možda i zbog nemogućnosti kreatora politike da u tako kratkom roku upravljaju s dva tako velika problema. Napori za spašavanje koncentrirali su se na AIG. Država je preuzela većinski vlasnički paket, a FED je intervenirao sa 125 milijardi dolara osiguranih cjelokupnom imovinom AIG-a. U međuvremenu, Bank of America preuzela je investicijsku banku Merrill Lynch, a dogodilo se još nekoliko spektakularnih preuzimanja: veliku banku Washington Mutual preuzeo je JP Morgan Chase u procesu u kojem je posredovao FDIC.

Američke vlasti i tržišta očito su se zasitili ad hoc pristupa shvativši da iz tjedna u tjedan gube vjerodostojnost, na što su tržišta kapitala reagirala burno. Stoga je ministar financija Hank Paulson u suradnji s guvernerom FED-a Benom Bernankeom naumio provesti sustavni plan jačanja financijskog sektora, poznat kao Paulsonov plan. Nakon dugih pregovora, plan je izglasan u Kongresu 3. listopada, i to pri drugom glasovanju.

Paulsonov plan, čiji je službeni naziv *Program olakšanja problema s lošom aktivom* (eng. *TARP – Troubled Assets Relief Program*), zasniva se na stvaranju posebnoga fonda kojim će upravljati novoosnovani *Ured za financijsku stabilnost* pri Ministarstvu financija. Mandat fonda je otkupljivati aktivu od financijskih institucija ukoliko se ta aktiva ne može prodati na tržištu. Izrijeком se navode mogućnosti otkupa paketa komercijalnih i stambenih hipotekarnih zajmova, kredita po kreditnim karticama i auto-kredita.

Fond je očito zamišljen kao zamjena za zaustavljeno tržište sekuritiziranih instrumenata. Tim su se tržištem ranije služile banke ne bi li prijenosom rizika na tržišne sudionike održavale potrebne kapitalne omjere. Fond bi trebao pružiti likvidnost na usahlom hipotekarnom tržištu i utvrditi vrijednost aktive koju tržište u ovom trenutku ne potražuje i ne vrednuje. Zbog toga je 13. listopada objavljeno da će fond voditi bivši investicijski bankar iz Goldman Sachsa (u kojem je i Paulson proveo najveći dio svoje karijere), a preostala četiri čelna mjesta zauzet će dosadašnji djelatnici MMF-a, FED-a,

Ministarstva financija i Ureda za kontrolu valute. Oni će prema Zakonu o hitnoj ekonomskoj stabilizaciji (eng. Emergency Economic Stabilization Act of 2008), raspolagati sa 700 milijardi USD (oko 5% američkog BDP-a) u tri tranše: 250 milijardi trenutno, još 100 milijardi uz dozvolu predsjednika i zadnjih 350 milijardi uz naknadnu privolu Kongresa.<sup>11</sup>

*Još uvijek nisu jasni tehnički detalji o tome kako će se provoditi Paulsonov plan.*

Zakon o hitnoj ekonomskoj stabilizaciji prilično je konfuzan akt jer obvezuje djelatnike Ureda za financijsku stabilnost da osiguraju pravila prema kojima banke koje se obrate Fondu odnosno Uredu, više neće moći koristiti porezne olakšice, bonusi menadžera bit će nadzirani, a u mandatu im je i da osiguraju da porezni obveznici „participiraju“ u eventualnom rastu vrijednosti financijskih institucija nakon njihova korištenja sredstava iz Fonda. Postoji i problematična odredba koja Uredu u mandat stavlja i brigu za socijalnu komponentu kada je riječ o dužnicima po hipotekarnim zajmovima. Nema jasnih naputaka o tome kako će se svi ti ciljevi od kojih su neki međusobno konflikti realizirati, pa se zasad u medijima i stručnim krugovima nagađa o tome kako će Paulsonov tim raditi. Kreatori plana navodno smatraju da je trenutačno na djelu „tržišna pogreška“: tržište koje je u panici trenutačno ne vrednuje ili prenisko vrednuje kreditnu imovinu koja fundamentalno vrijedi više. Ured će nuditi cijene za takvu imovinu koje će biti iznad trenutačnih tržišnih cijena (što se u mnogim slučajevima svodi na to da će biti iznad nule), ali malo ispod procijenjenih vrijednosti paketa imovine. Na taj će način Fond dugoročno zaraditi znatna sredstva poreznim obveznicima, a kratkoročno pomoći institucijama koje imaju problem likvidnosti i nedostajućeg kapitala, a nemaju aktivu pripremljenu na način da ju mogu založiti kod FED-a i/ili prezentirati investitorima njenu stvarnu vrijednost. Ako Fond pogriješi, pa ponudi previsoku cijenu, zaštitit će se call opcijom – pravom na kupnju dionica financijske institucije proporcionalno razlici u cijeni. Naime, ako bi Fond preplatio sadašnju financijsku imovinu banaka, to bi značilo da se kontaminira imovina samoga Fonda na teret poreznih obveznika, a u korist vlasnika ugrožene financijske institucije. Ako Fond za nekoliko godina neće moći prodati imovinu iznad, nego ispod cijene po kojoj ju je kupio od financijske institucije, aktivirat će se pravo kupnje dionica ugrožene financijske institucije po njenoj sadašnjoj knjigovodstvenoj vrijednosti čime će se razrijediti kapital postojećih dioničara.

Nedvojbeno je da plan konceptualno ima smisla, no upitno je koliko je provediv i kakav će biti odnos između Ureda za financijsku stabilnost i FDIC-a koji ima sličan mandat kao i Ured (FDIC može dokapitalizirati banke u problemima). Kritičari plana ističu da je puno bolje odmah riješiti temeljni problem – dokapitalizaciju banaka, jer to je brži i transparentniji način rješavanja problema koji trenutačno stvara zdrava polazišta za izlaz iz kreditne krize. Takvim je putem krenula Europska Unija.

---

<sup>11</sup> [http://banking.senate.gov/public/files/latestversionEESA\\_Summary.pdf](http://banking.senate.gov/public/files/latestversionEESA_Summary.pdf)

Iako je kasnila desetak dana za SAD-om, Europa je po mnogima krenula boljim putem. Kriza se u Europu prelila na slučaju Fortis (vidjeti okvir niže). Već je slučaj Fortisa pokazao tri bitne stvari koje će obilježiti sve kasnije akcije. Prvo, pokazalo se da europske vlade neće puno dvojiti u pogledu spašavanja većih banaka (u skladu s tradicijom dugom više od 60 godina). Drugo, pokazalo se da će europske vlade preferirati čista rješenja s trenutačnim dokapitalizacijama države (jer takva rješenja nisu strana u europskoj financijskoj tradiciji). I treće, pokazalo se da je strah zbog nedostatka paneuropskog regulatora bio pretjeran jer su se tri vlade na čijem je teritoriju Fortis imao značajne operacije munjevito dogovorile oko rješenja.

#### **ISKUPLJENJE FORTIS-a OD STRANE VLADA TRIJU DRŽAVA EU**

Fortis je najveća belgijska banka sa značajnim operacijama u čitavoj sjeverozapadnoj Europi. Ukupna aktiva banke s 31.12.2007. iznosila je 927,8 milijardi eura (BDP Belgije za 2007. iznosio je oko 290 milijardi eura), a tržišna je kapitalizacija uz cijenu dionice od 18 eura na zadnji dan u 2007. godini iznosila 39 milijardi eura. Ukupna knjigovodstvena vrijednost banke na taj dan iznosila je 32 milijarde eura. Omjer knjigovodstvene vrijednosti prema ukupnoj aktivi iznosio je samo 3% potkraj 2007. Usporedbe radi, omjer knjigovodstvene vrijednosti i aktive četiriju banaka čije banke kćeri imaju najvažniju ulogu u bankovnom sustavu Hrvatske na isti se datum kretao između 5,6% i 9%, tj. okvirno dva do tri puta više nego u Fortisu. Zaključujemo da je Fortis ušao u godinu vrhunca financijske krize lošije kapitaliziran od većine europskih banaka.

Fortis je, kao i većina velikih banaka, od kraja 2007. postupno vršio rezerviranja odnosno otpisivao potraživanja vezana uz hipoteke. Neposredno prije zaključenja trećeg kvartala 2008. tržištem se neformalno proširila informacija da Fortisu tek predstoji veliki otpis vrijednosti tzv. CDO-ova (eng. collateralized debt obligations) - vrijednosnih papira izvedenih iz drugih vrijednosnih papira koji su prije izdani na temelju sekuritiziranih hipotekarnih kredita (vidjeti HUB Analize 12 za detalje o CDO-ima). Kasnije se pokazalo da je riječ o iznosu od čak 5 milijardi eura gubitaka od čega se najveći dio odnosi na CDO-ove koje je Fortis morao vrednovati po svega 22% nominalne vrijednosti. Regulator je procijenio da će Fortisu zbog veličine toga dodatnog gubitka i niske početne kapitaliziranosti biti odsječen pristup međubankovnom financiranju (što se u danima prije razrješenja krize i dogodilo) te da bi se kriza u Fortisu mogla proširiti ako uslijed drastičnog pada cijene dionice šteditelji počnu povlačiti štedne uloge.

Regulator je promptno djelovao u koordinaciji s vladama triju država u kojima Fortis ima najznačajnije operacije. Vlade Belgije, Nizozemske i Luksemburga donijele su odluku o dokapitalizaciji Fortisa u ukupnom iznosu od 11,2 milijarda eura. Pored toga, postignut je sporazum o smjeni uprave i prodaji udjela Fortisa u banci ABN AMRO čiji je jedan dio Fortis stekao početkom 2007. kao dio konzorcija koji su sačinjavali još i španjolski Santander i britanski Royal Bank of Scotland (koji je u listopadu 2008. dokapitalizirala britanska vlada). Opisana je dokapitalizacija povećala omjer kapitalne adekvatnosti na visokih 13%, što se smatra dovoljnim da se ponovno uspostavi povjerenje i stvori osnova za daljnji razvoj banke uz promijenjenu poslovnu strategiju. Vlade Belgije i Nizozemske uplatile su temeljni kapital i izravno stekle 49% udjela, a vlada Luksemburga odlučila se na konvertibilni zajam koji se može pretvoriti u kapital po dospelju, a čiji će udjel u luksemburškoj podružnici, u slučaju konverzije, također iznositi 49%.

Dok su u Beneluxu rješavali problem Fortisa, britanska je vlada na čelu s Gordonom Brownom rješavala objektivno manji problem propale hipotekarne banke Bradford&Bingley (B&B). S ciljem „očuvanja financijske stabilnosti i zaštite štediša, uz najmanje moguće izlaganje poreznih obveznika“,<sup>12</sup> maloprodajna mreža i depoziti prodani su Abbey Santanderu, ali tek nakon što su državne institucije uplatama i jamstvima pokrile obveze po osnovi depozita. Tim su uplatama i jamstvima državne institucije stekle prava na vlasničke udjele u preostalom B&B (nakon prodaje dijela Abbeyu), čija će se preostala imovina i obveze likvidirati. Vlada Gordona Browna nada se da će kroz likvidaciju preostalog dijela bilance banke nadoknaditi neto troškove pokriva depozita prodanih Abbey Santanderu.<sup>13</sup>

*Za razliku od Paulsonova plana, europski se planovi zasnivaju na izravnim dokapitalizacijama posrnutih banaka.*

Potaknuta ovim slučajem i prijašnjim rješavanjem problema u sličnoj hipotekarnoj banci Northern Rock<sup>14</sup>, britanska je vlada 8. listopada proglasila sveobuhvatni plan sanacije financijskoga sustava. Taj je plan značajan jer su njegove osnove prihvaćene kao predložak za djelovanje vlada drugih država EU u sklopu koordinirane inicijative koja je objavljena sredinom listopada.

Britanski se plan zasniva na tri stupa:

- Osigurana su fiskalna sredstva za dokapitalizacije ključnih banaka u iznosu od 50 milijardi funti – osam banaka se mogu obratiti za sredstva, a već je u tijeku provedba dokapitalizacije najveće banke Royal Bank of Scotland i Lloyds TSB koja upravo pripaja najveću hipotekarnu banku HBOS. Dokapitalizacije moraju biti praćene promjenama u upravama, prodajama dijelova imovine i drugim akcijama koje „vežu ruke“ bankama u djelomičnom državnom vlasništvu.
- Država nudi 250 milijardi funti jamstava za bankovne izvore sredstava s rokom dospijeca kraćim od 3 godine – svaka od ovlaštenih banaka može se obratiti ministarstvu financija za dobivanje jamstva čija se cijena očekuje između 110 i 150 baznih bodova na godišnjoj razini (Wolf, 2008).
- Nastavak kontinuiranog osiguranja likvidnosti, u koju će svrhu vlada poduprijeti napore Bank of England sa 100 milijardi funti namjenskih sredstava za likvidnost.

Ostale su se europske vlade priključile Britancima u tjednu između 13. i 17. listopada. U seriji konfuznih medijskih objava nije bilo lako točno razlučiti tko što namjerava učiniti. Mediji su jednostavno zbrojili da se ukupno u

<sup>12</sup> Iz priopćenja Kraljevske riznice Velike Britanije.

<sup>13</sup> Govorimo o neto troškovima jer ukupne troškove uplata i jamstava treba umanjiti za iznos koji je Abbey Santander platio za mrežu i depozite.

<sup>14</sup> Za detalje također vidjeti HUB Analizu br. 12, srpanj 2008.

objavama spominje oko 2 bilijuna eura vrijedna pomoć ili više od 15% BDP-a EU. Jedina koja je u izjavama bila nešto preciznija bila je njemačka kancelarka Angela Merkel. Ona je objavila da njemački plan „teži“ 500 milijardi eura, od čega je oko 70 milijardi namijenjeno za dokapitalizacije, a preostali dio za državna jamstva s rokom dospijeca krajem 2009., pri čemu će operacijom rukovoditi „državni stabilizacijski fond“. Ostali su politički lideri uglavnom objavili iznose: 360 milijardi za francuske banke, 205 milijardi za švedske te po 100 milijardi za španjolske i austrijske banke. Planovi uglavnom počivaju na načelu dragovoljnosti. Dojam je da su mnoge od ovih objava namijenjene smirivanju psihoze i da se tek treba vidjeti koliko su ti planovi detaljno razrađeni i u kojoj će mjeri biti korišteni. Do zaključenja ovoga rada ING se obratio za pomoć nizozemskoj vladi u iznosu od oko 10 milijardi eura, a Bayerische LandesBank njemačkoj u još nepoznatom iznosu.

Ako možemo tako reći, „na marginama“ krize odvijali su se još neki događaji koji su za nas veoma važni. Naime, zaustavljanjem međubankovnoga kreditiranja u Europi zaustavljene su i emisije obveznica nekih država Nove Europe (Češka, Mađarska). U Mađarskoj, gdje su banke u zadnje vrijeme odobravale kredite pretežito u stranim valutama, neke su banke obustavile taj vid kreditiranja. Kako je do tih događaja došlo u danima panike na tržištu kapitala, proširio se osjećaj rizika i neizvjesnosti. Valute su počele naglo padati. Najranjivijom se pokazala Mađarska, što je bilo očekivano s obzirom na dugogodišnje poteškoće s fiskalnom politikom odnosno visokim fiskalnim deficitom. Tržišta su pretpostavila da će problemi s pristupom izvorima financiranja prvo pogoditi fiskalno neuredne države. Zbog toga je nastao pritisak na forint. Eurom se na kraju rujna trgovalo po tečaju od 243 forinte, dok je 17. listopada tečaj iznosio 267, što je najslabija razina mađarske valute u protekle dvije godine. Gotovo 10% deprecijacije tijekom pola mjeseca indikator je dolaska Mađarske na sam rub valutne krize.

*Sredinom listopada kriza se prelila na tržišta u razvoju: Mađarska se našla na rubu valutne krize koja je spriječena zahvaljujući naglom podizanju kamatnih stopa i otvaranju kreditne linije kod ECB-a.*

Osim što potvrđuje činjenicu koja je već postala univerzalno poznata - *da je fiskalna održivost ključ otpornosti gospodarstva na krizu*, mađarska je epizoda zanimljiva ponajviše zbog toga što je 16. listopada na internetskim stranicama ECB-a objavljeno da je Europska središnja banka otvorila kreditnu liniju za Mađarsku središnju banku u iznosu od 5 milijardi eura. Do trenutka završetka pisanja ove analize nije bilo moguće pronaći više detalja o ovom instrumentu i kreditnim uvjetima. No slučaj je više nego zanimljiv jer znači da ECB definitivno djeluje unutar teritorija EU (ne samo Eurozone) i reagira vrlo brzo u kriznim situacijama. Ova je činjenica od iznimne važnosti za financijsku stabilnost članica EU koje nisu još ušle u Eurozonu, što znači da je u perspektivi ovaj novi element arhitekture financijske stabilnosti veoma važan i za Hrvatsku.



Prema tome, ulaskom u EU neke ćemo elemente arhitekture izgubiti, a neke dobiti. Kako će biti riječi o temeljitoj rekonstrukciji jednog od glavnih mehanizama koji osiguravaju stabilnost gospodarstva i društva u cjelini, u zaključnom ćemo se poglavlju pozabaviti glavnim promjenama koje očekujemo.

#### IV. „Veliki“ i „mali“: zaključna razmatranja

Aktualna globalna financijska kriza pokazuje da odnos između „velikih“ i „malih“ u europskom okviru postaje iznimno složen. Ova će kriza, bez ikakve sumnje, oblikovati taj odnos u godinama koje dolaze. Kako će Hrvatska vrlo vjerojatno postati članicom EU, već sada možemo predvidjeti da će nas u EU dočekati bitno izmijenjen sustav regulacije u usporedbi s onim koji je bio na snazi u trenutku pregovora o poglavlju o financijskim uslugama. Pitanja poput: koliko će slobode uživati „male“ zemlje pri kreiranju politike financijske stabilnosti i nad kojim će elementima arhitekture financijske stabilnosti „male“ zemlje zadržati kontrolu, u tom kontekstu postaju izuzetno važna, čak i presudna.

Bez ambicije da u zaključnom komentaru obuhvatimo sva ključna pitanja regulacije, ovdje se bavimo odnosom „velikih i malih“ u svjetlu četiriju ključnih tema koje su se nametnule dosadašnjom analizom:

- kako osigurati optimalnu međunarodnu suradnju bankovnih supervizora u uvjetima krize;
- nad kojim elementima arhitekture financijske stabilnosti država može zadržati kontrolu nakon ulaska u EU i kako;
- koje su pouke za fiskalnu politiku;
- koje izvore devizne likvidnosti koristiti u slučaju krize?

##### Suradnja supervizora u kriznim uvjetima

Sporazumi o suradnji između supervizora iz različitih država te praksa zajedničkih sastanaka i uspostave zajedničkih timova pokazali su se učinkovitima u slučaju Fortisa. Međutim, ne treba smetnuti s uma da je slučaj Fortis zahtijevao usku suradnju regulatora i vlada država koje imaju stoljetnu tradiciju suradnje i udruživanja (Benelux). K tome, Fortis je imao veoma razgranate operacije u sve tri države, što je stvorilo ravnotežu interesa – niti jedna od tri strane nije ni pomišljala da bi mogla razriješiti problem bez sudjelovanja drugih strana u čijoj se jurisdikciji obavlja velik dio ukupnih poslovnih operacija banke. Dakle, s jedne strane brzina operacije Fortis ohrabruje. S druge se strane moramo zapitati nije li ona „specijalni slučaj“? Što bi se dogodilo kada bi problemi izbili u međunarodnoj banci koja posluje na teritoriju država koje nemaju tako dugu povijest suradnje i koja ima izrazito nejednaku distribuciju važnosti operacija u pojedinim državama?

*Iz ove krize proizlaze četiri ključna pitanja koja će oblikovati odnose „velikih“ i „malih“ država u EU: (a) organizacija međunarodne suradnje bankovnih supervizora, (b) državna kontrola nad pojedinim elementima arhitekture, (c) optimalna fiskalna politika u maloj zemlji, (d) pristup deviznoj likvidnosti u uvjetima krize.*

Kriza bi se vjerojatno rješavala puno sporije i teže ako ne bi postojale prethodno ustrojene procedure komunikacije i ako ne bi postojali dobro uravnoteženi interesi pojedinih država.

Neravnoteža interesa može se pojaviti ako su operacije neke međunarodne banke u nekoj zemlji minorne, dok je konsolidirano poslovanje važno za veći broj drugih zemalja. Država na čijem su teritoriju operacije minorne može zauzeti stav „to nije naš problem“ i ignorirati potrebu solidarnog djelovanja (ako zanemari mogućnost da se u nekoj drugoj sličnoj situaciji nađe s druge strane pregovaračkog stola). Drugi slučaj neravnoteže može se pojaviti kada su bančine operacije u nekoj zemlji minorne za konsolidiranu grupu, ali te operacije imaju sistemsku važnost na lokalnom tržištu.

Učinkovito krizno djelovanje mora razriješiti probleme solidarnosti i uvažavanja različitih interesa. Prijedlog iz nacрта izmjena i dopuna Direktive o kapitalnim zahtjevima o konsolidirajućem supervizoru koji ima konačnu riječ u pitanjima kapitalnih zahtjeva i izvještavanja na razini grupe nije dovoljno razrađen u tom pogledu. Posve je logično da su upravo neke zemlje iz Srednje i Istočne Europe izrazile najveće rezerve prema takvom rješenju. Ono očito zahtijeva doradu.

Hrvatska još nije i još nekoliko godina neće ni biti članica EU. To znači da će u tom razdoblju uživati veću slobodu korištenja drugih elemenata arhitekture financijske stabilnosti. Ovih smo dana imali prilike vidjeti učinke monetarne politike odnosno granične obvezne pričuve koju nećemo moći koristiti nakon ulaska u EU. Visokoj kapitalizaciji domaćih banaka pridonijele su i posebne prudencijalne mjere usmjerene jačanju kapitalizacije banaka, za koje je upitno hoćemo li ih moći koristiti nakon ulaska u EU i posebno nakon ulaska u Eurozonu. Stoga bismo već danas trebali imati jasne stavove o poželjnim načinima suradnje među supervizorima u uvjetima krize. Za nekoliko godina ta će suradnja predstavljati puno važniju odrednicu financijske stabilnosti nego što je danas slučaj.

#### *Suverena kontrola nad pojedinim elementima arhitekture financijske stabilnosti*

Monetarna politika te regulacija i nadzor banaka nisu jedini elementi arhitekture financijske stabilnosti nad kojima će lokalna kontrola slabiti tijekom procesa europskih integracija. Sustav osiguranja štednje ostat će jedini element izvan snažnijega dosega integracijskih procesa jer se europske države ni do sada nisu uspjele dogovoriti o zajedničkim načelima funkcioniranja sustava (povrh nekih usuglašenih tehničkih detalja koji čine Direktivu).<sup>15</sup> K tome, u kontekstu aktualne krize ne možemo isključiti da će

*Sustavi osiguranja štednje najmanje su zahvaćeni integracijskim procesima.*

---

<sup>15</sup> Zaključak o zadržavanju kontrole nad tim sustavom vrijedi dokle god međunarodne banke ne pretvaraju banke kćeri u podružnice. Kad se to dogodi u zemlji koja je članica EU, podružnica ulazi pod režim osiguranja štednje države u kojoj posluje banka matica.

taj sustav prerasti u sustav osiguranja odabranih dijelova bankovne pasive, što znači da će europski način korištenja toga sustava evoluirati u smjeru njegova jačanja. To je potvrđeno i najnovijim prijedlogom za podizanje osiguranoga iznosa na 100,000 eura. Koje su moguće implikacije zadržavanja nacionalne kontrole nad ovim sustavom?

Sve zemlje koje se odlučuju za intervencijski sustav umanjenja rizika osiguravaju moćan alat za upravljanje kriznim situacijama. Ako se pitanje financiranja takvoga sustava razriješi na odgovarajući način, intervencijski sustav umanjenja rizika omogućava dokapitalizacije posrnulih sistemski važnih banaka i/ili podnošenje ponuda za kupnju sistemski važnih banaka u slučaju kada ih matice zbog problema s kapitalom na konsolidiranoj osnovi žele prodati u najkraćem mogućem roku. Prema tome, postojanje takvoga sustava može predstavljati važnu „zadnju liniju obrane“ ako se kroz međunarodnu suradnju bankovnih supervizora ne pronađe odgovarajuće rješenje za neku veliku banku u problemima na lokalnom tržištu. Ukratko, sustav umanjenja rizika otvara vrata za vođenje aktivne financijske politike mimo monetarnih i prudencijalnih mjera. Ta se opcija može činiti veoma privlačnom u svjetlu aktualne krize (još jednom naglasimo, uz uvjet da se razriješi pitanje financiranja takvoga fonda). Štoviše, ta je opcija dobra i zbog toga što jasno odvaja monetarnu politiku odnosno monetarnu bazu koja služi samo za rješavanje problema nelikvidnosti od interventnih sredstava koja mogu poslužiti za rješavanje problema nesolventnosti i koja zbog toga moraju biti pribavljena iz drugih izvora, a ne iz primarne emisije.

Kao i svako drugo moćno oružje, intervencijski sustav umanjenja rizika može imati katastrofalne učinke ako se njime ne rukuje na dovoljno pažljiv način. Uz nedovoljnu razvidnost i slabe stručne inpute sustav može vrlo brzo „zaboraviti“ nužnost izrade analiza i odlučivanja na temelju sveobuhvatnih cost-benefit studija, te podrediti ključne odluke trenutnim političkim interesima. U Hrvatskoj nije teško zamisliti situaciju u kojoj bi zbog stalnog pritiska dijela javnosti za državnim kontrolom nad bankama netko u ovom fondu vidio idealan alat za podržavljenje dijela bankovnog sustava, pogotovo ako bi to u uvjetima krize djelovalo oportuno.

Nakon što su nedavnim izmjenama i dopunama Zakona o osiguranju depozita „odškrinuta vrata“ za afirmaciju interventnog sustava umanjenja rizika, potrebno je povesti transparentnu stručnu i političku raspravu o tome kako će se načela iz toga zakona provesti u život. Konkretno pitanje glasi: kako će se pristup umanjenja rizika i mjera za izbjegavanje osiguranog događaja uklopiti u postojeću arhitekturu financijske stabilnosti? Pritom je važno dizajnirati sustav koji će zadovoljiti tri osnovna uvjeta:

- financirat će se na način koji neće izazvati regulacijsku distorziju u zdravome dijelu sustava (razuman premijski sustav);
- moći će funkcionirati prema istim načelima i nakon ulaska u EU;

*Sustav za umanjenje rizika može proizvesti dobar rezultat samo ako je razvidan, stručno vođen, nezavisan i dobro kontroliran.*

- neće moći postati predmetom političke manipulacije, tj. bit će razvidan, stručno vođen, neovisan i dobro kontroliran.

Kako su banke u Hrvatskoj prilično robustne, pogotovo u usporedbi s bankama u većini drugih europskih država, trenutačno ne postoji pritisak za postizanje „brzinskih“ dogovora i isto takvih rješenja. Svim uključenim stranama to ostavlja dovoljno vremena za dublje promišljanje o ovoj temi i pronalaženje optimalnog rješenja.

### Fiskalna politika prilagođena novim vremenima

Ideja o fiskalnom fondu za financijsku stabilnost ima smisla ako se o njoj razgovara na vrijeme. Naime, fond za financijsku stabilnost subjekt je posebne namjene koji se „puni“ novčanim viškovima pri vrhuncu poslovnoga ciklusa, tj. kada vlada u proračunu bilježi ciklički suficit. Mnoge zemlje bogate sirovinama pune takve fondove u razdobljima konjunktura.

*Fond za financijsku stabilnost i/ili njegova potpuna ili djelomična integracija s fondom osiguranja štednje jedan je od mogućih smjerova izgradnje institucija za financijsku stabilnost.*

Postojanje stabilizacijskih fondova ima važan disciplinirajući učinak na fiskalnu politiku. Poslovanje takvih fondova uređeno je zakonima što znači da se uspostavljaju *fiskalna pravila* koja propisuju način „punjenja“ fonda. Takva pravila uvelike smanjuju političku diskreciju u vremenima kada se državni proračun puni iznad očekivanja zbog povoljne konjunktura. Ona obvezuju vladu na uplate u fond u dobrim vremenima. Tako se na stranu stavljaju sredstva koja mogu biti zlata vrijedna u lošim vremenima.

Za razliku od fiskalnih stabilizacijskih fondova opće namjene (čija je jedina svrha jačanje anticikličke komponente fiskalne politike - štednja u uzlaznom i trošenje u silaznom dijelu poslovnoga ciklusa), namjenski stabilizacijski fondovi namijenjeni su financiranju mjera ekonomske politike koje se najčešće aktiviraju u silaznome dijelu poslovnog ciklusa. Otud ideja o fondu za financijsku stabilnost. Naime, financijske se krize javljaju kad i recesije odnosno znatna usporavanja rasta gospodarske aktivnosti. Daljnje povećanje fiskalnoga deficita radi financiranja izlaska iz financijske krize može pojačati recesijske impulse (Hrvatska je upravo takvo iskustvo imala 1999.). Takva se situacija može izbjeći ako je fond za financijsku stabilnost napunjen prije preokreta poslovnoga ciklusa odnosno prije pojave nestabilnosti u financijskom sustavu.

Fond za financijsku stabilnost stoga ima smisla ako njegova izgradnja počne u dobrim vremenima. Formiranje sličnih fondova u lošim vremenima, čemu ovih dana svjedočimo u mnogim članicama EU, predstavlja ad hoc iznuđenu mjeru. No i na takve se mjere može primijeniti stara narodna „bolje išta nego ništa“ ili „bolje ikad nego nikad“.

Fond za financijsku stabilnost ne moramo zamisliti kao poseban fond. Multiplikacija administracije zasigurno nije poželjna osobina učinkovite

vlade. Ako Hrvatska ostane predana ideji interventnog fonda za osiguranje depozita s funkcijom umanjenja rizika, fiskalni se viškovi prema nekom unaprijed određenu pravilu mogu uplaćivati u taj fond i na taj način jačati njegov financijski potencijal za razrješavanje problema u lošim vremenima.

Međutim, kada je riječ o fiskalnoj politici, još jednom vrijedi ponoviti univerzalnu poruku koju su HNB i dio stručne javnosti komunicirali godinama: dobre godine ne traju vječno i zbog toga u uzlaznom dijelu poslovnoga ciklusa, kada se proračun puni iznad očekivanja, treba štedjeti za loša vremena. Ova univerzalna poruka dobiva još više na težini u kontekstu europskih integracija. Smanjenjem manevarskoga prostora za baratanje drugim elementima arhitekture financijske stabilnosti (osim sustava osiguranja štednje) potreba za fleksibilnijom fiskalnom politikom dobiva još više na važnosti. Zaključak posebno dobiva na težini u kontekstu činjenice da pravila iz Maastrichta ograničavaju godišnji deficit na 3% BDP-a, tj. dugoročni deficit na 0% (uravnoteženi proračun), a javni dug na 60% BDP-a.

#### Pristup izvorima devizne likvidnosti

Kreditna linija od 5 milijardi eura koju je za Mađarsku središnju banku otvorio ECB - povijesni je događaj. Mogućnost korištenja takvih kreditnih linija nakon ulaska u EU, a prije prihvaćanja eura kao službene valute, iznimno je važan „osigurač“ i za Hrvatsku koja će se ubrzo nakon ulaska u Uniju i službeno naći u tečajnom sustavu ERM II („čekaonica za euro“) uz tradicionalno visok stupanj euriziranosti financijskih imovina i obveza u zemlji. Međutim, što činiti do trenutka ulaska u EU?

*ECB preuzima ulogu pružatelja likvidnosti za zemlje članice EU koje još nisu članice Eurozone.*

Kolikogod zvučalo otrcano, odgovor je (i opet) samo jedan: fiskalna disciplina. Zemlje s većim stupnjem fiskalne discipline (npr. Češka, Slovenija, Slovačka, Estonija) kroz krize prolaze lakše i brže, za njih se tržišta zatvaraju za kraća razdoblja i takve zemlje u teškim vremenima plaćaju manje premije na rizik (spreadovi na njihove obveznice puno su niži od prosječnih spreadova). Uz fiskalnu disciplinu i monetarna vlast dobiva veći manevarski prostor za lakše premošćivanje kratkoročnih problema koji se mogu pojaviti zbog globalnih financijskih poremećaja i „zatvaranja“ tržišta za obveznice s tržišta u razvoju. U suprotnom, iza ugla čeka stari, dobri i provjereni Međunarodni monetarni fond.

## Literatura

BIS Financial Stability Institute (2007): „Institutional arrangements for financial sector supervision: results of the 2006 FSI Survey.“ BIS Occasional Paper no. 7.

Borio, C. i K. Tsatsaronis (2005): „Accounting, Prudential Regulation and Financial Stability: Elements of a Synthesis.“ BIS Working Paper no. 180.

Commission of the European Communities (2008): „Proposal ... amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards banks affiliated to central institutions, certain own funds items, large exposures, supervisory arrangements and crisis management.“

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/regcapital/crd\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/crd_proposal_en.pdf)

Čihák, M. i A. Tieman (2008): „Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World.“ IMF Working Paper 08/190.

Diamond, D. i A. Kashyap (2008): „Diamond and Kashyap on the Recent Financial Upheavals.“

<http://freakonomics.blogs.nytimes.com/2008/09/18/diamond-and-kashyap-on-the-recent-financial-upheavals/>

Goodhart, C. A. E. (2000): „The Organisational Structure of Banking Supervision.“ BIS Financial Stability Institute Occasional Papers No. 1.

Haubrich, J. I J. Thomson (2005): „Umbrella Supervision and the Role of the Central Bank.“ Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Paper no. 11.

Levine, R. (2008): „From Crisis to Calamity?“

[http://www.econ.brown.edu/fac/Ross\\_Levine/From%20Crisis%20to%20Calamity.doc](http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/From%20Crisis%20to%20Calamity.doc)

Mishkin, F. S. (2000): „What Should Central Banks Do?“ Federal Reserve Bank of St. Louis Review November/December 2000.

Nieto, M. i G. Schinasi (2007): „EU Framework for Safeguarding Financial Stability: Towards an Analytical Benchmark for Assessing its Effectiveness.“ IMF Working Paper 07/260.

Rebonato, R. (2007): Why We Need to Manage Financial Risk Differently: Plight of the Fortune Tellers. Princeton: Princeton University Press.

Škreb, M. i V. Šonje (2001): „Financial Sector Restructuring: the Croatian Experience.“ u: Bokros, L., A. Fleming i C. Votava (ur): Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade. Washington, D.C.: The World Bank.

Wellink, N. (2008): „Banking supervision in Europe – developments and challenges.“ BIS Review 53/2008.

Wolf, M. (2008): „It is time for comprehensive rescues of financial systems.“ [www.ft.com](http://www.ft.com) 7. listopada 2008.

US Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (2008): „Summary of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008.“ [http://banking.senate.gov/public\\_files/latestversionEESA\\_Summary.pdf](http://banking.senate.gov/public_files/latestversionEESA_Summary.pdf)

Zakon o izmjenama i dopunama zakona o osiguranju depozita. <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2008/3398.htm>