

*Дејан Микеревих<sup>1</sup>*

## ДУГОВИ - ИЗВОР ФИНАНСИЈСКЕ И ЕКОНОМСКЕ НЕСТАБИЛНОСТИ У СВИЈЕТУ

### DEBTS – SOURCE OF FINANCIAL AND ECONOMIC INSTABILITY IN THE WORLD

#### Резиме

*Неизвјесности на међународним финансијским и валуџним тржиштима је постала свакодневица, док су кризних ситуација постојеле једино земље које су већ дуго година изоловане од остатака свијета. Ове земље су одбиле да се интегришу у свјетски тржишни економски систем с међународним правилима понашања, као што су на примјер Куба, Сјеверна Кореја, Венецуела и остали. Настанку кризе средином 2008. је претходило период снажног раста инфлације. Значајно је истаћи да су кризом најинтезивније биле постојене најснажније свјетске државе, као што су САД и западне европске земље, и да су највеће гудбице претрпјеле њихове велике банке, финансијске институције и моћне корпорације. Владе ових земаља формирале су пакете помоћи за сав својих привреда (енг. bail out) који су првенствено били усмјерени на директну новчану помоћ банкама и финансијским институцијама, а затим и великим корпорацијама од виталних државних интереса, као што су General Motors, Chevrolet, Opel и слични. Међутим, дужничка криза приватних компанија се прелила у дужничку кризу влада земаља, које су „укумале“ новац пореских обвезника као помоћ приликом изв. „bail out“. Енорман раст буџетских дефицита и јавних дугова је уздрмао повјерење инвеститора у владине хартије од вриједности, нормално финансирање свакодневних државних послова и досјелих обавеза у земљама као што су Италија, Шпанија и остали. Дакле, државним интервенцијама сачувана*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, dejan.mikerevic@efbl.org.

су појављивања бројних приватних и институционалних инвестиција, али су због тога саме државе досијеле у проблеме енормно повећања буџетских дефицита и јавних дугова. Стога, солидарности приватној кешуала са финансијским недаћама држава и њихових грађана је од кључној значаја за успјешан опоравак из ове велике кризе и стварање предуслова за реалан економски најредак у наредном периоду.

**Кључне ријечи:** Дужничка криза, буџетски дефицит, јавни дуго, еврозона, друго домаћи производ.

## Summary

*Uncertainty in international financial and currency markets has become common, while the only countries spared from the crisis are those that have been isolated from the rest of the world for many years. These countries have refused to integrate into the world market economic system with international rules of behavior, for example China, North Korea, Venezuela and others. The crisis in mid 2008 was preceded by a period of strong inflation growth. It is significant to point out that the most intense crisis has affected the world's most powerful states, such as USA and Western European countries and their large banks, financial institutions and powerful corporations. The governments of these countries have formed the assistance packages to rescue its economies (bail out), that have primarily been focused on direct financial assistance to banks and financial institutions and large corporations, such as General Motors, Chevrolet, Opel etc. However, debt crisis of private companies spilled into government debt crisis in countries that have pumped taxpayers' money during so called «bail out». The enormous growth of budget deficits and public debt has shaken the confidence of investors in government securities, normal financing of daily government operations and outstanding liabilities in countries such as Italy, Spain and others. Government intervention saved the claims of numerous private and institutional investors, but due to this states themselves faced the problems of enormous increase of budget deficits and public debts. Therefore, the solidarity of private capital to the financial hardships of state and its citizens is essential for successful recovery from this major crisis and for creating preconditions for real economic progress in the future.*

**Keywords:** Debt crisis, budget deficit, public debt, eurozone, gross domestic product

## Увод

Велика финансијска и економска криза из 2008. године проузроковала је драстичну промјену начина пословања у међународним финансијским и економским односима између појединаца и земаља. Питање које највише заокупља стручну и научну јавност је: да ли су дужнички проблеми с којима се у 2011. сусрећу земље у свијету нови талас кризе или је то само наставак кризе која је почела прије три године. *Први сигнал дужничке кризе* је била немогућност Грчке да редовно измирује своје обавезе. Након тога, Португалија и Ирска су се спасле од банкрота захваљујући помоћи осталих чланица еврозоне и Европске централне банке (ЕЦБ), док су се Италија и Шпанија почеле суочавати с озбиљним потешкоћама приликом задуживања на финансијским тржиштима. У Европи се воде бројне стручне и политичке дискусије на универзитетима, институтима, у политичким круговима и јавном мњењу, о различитим моделима рјешавања дужничких проблема европских држава и будућој организацији Економске и монетарне уније (ЕМУ). *Други значајан сигнал* на узбуну у свјетској економији су неочекивано велике тензије приликом расправе о повећању законског лимита задуживања Сједињених Америчких Држава (САД). Сукоб се појавио на релацији између предсједника Сједињених Држава који предводи Демократску странку и представника Републиканске странке, поготово њеног најконзервативнијег крила познатог као „Чајанка“ (енг. Tea Party), које је на претходним изборима за амерички Конгрес остварило одличне резултате. Узрок конфликта између ове двије супротстављене групе заснован је на различитим приступима дугорочном рјешавању дужничких проблема Сједињених Држава. Они произилазе из различитих програма Демократске и Републиканске странке, али и тензија поводом предстојећих предсједничких избора у 2012. Сумња у способности највећег и најсигурнијег свјетског дужника да редовно измирује обавезе према зајмодавцима снажно је уздрмала фундаменте у међународним финансијским и економским односима и успаничила све приватне, институционалне и државне актере на финансијским тржиштима. *Трећи важан догађај* је смањење кредитног рејтинга Сједињених Држава са ААА на АА+ *ог Standard & Poors*, што је први пут у историји од када се оцјењује кредитни рејтинг држава и компанија. Поред тога, Француска, Италија, Шпанија и друге најразвијеније европске земље су изгубиле врхунску кредитну оцјену и проузроковале сумњичавост приватних инвеститора у способност њихових највећих дужника да редовно измирују доспјелих обавезе. Наведена чињеница је повећала недоумице у наставак успјешности функционисања досадашњег међународног финансијског и монетарног система, а неизвјесност, велике осцилације и ризик су почели да доминирају међународним финансијским тржиштима. Захтјеви

за новим функционалним рјешењима су се све гласније чули, поготово из земаља у развоју као што су Кина, Русија, Бразил, Индија и остали. Имајући у виду да земље у развоју представљају највеће повјериоце америчке привреде и да је за наставак њиховог привредног напретка неопходан стабилан међународни монетарни и финансијски систем, успјешно рјешење садашњих свјетских економских проблема је међу првим циљевима на њиховој агенди. *Дрући шалас велике кризе из 2008.* је драстично уздрмао финансије држава, што јој је дало нову димензију, и потребу за снажну међународну активност да би се превазишла садашња кризна ситуација, најлошија од краја Другог свјетског рата. Наведени проблеми вуку коријене из економских и финансијских односа у Сједињеним Државама и осталим најразвијенијим државама (поготово земљама Западне Европе), па ће и њихово рјешење зависити од спремности тих земаља да ријеше њихове финансијске и економске потешкоће. Свака неспремност на суштинске реформе и тензије у тим земљама проузрокују велике глобалне потресе на свјетским финансијским тржиштима, а притисак остатка свијета на њих ће непрестано расти, што може проузроковати нове конфликте између њих. Нова парадигма у међународним односима је пред нама, а она се најбоље може анализирати кроз призму структурних финансијских и економских проблема који су почели са кризом средином 2008. године.

## 1. Финансијски и економски колапс пријети Европи

Дужнички проблеми европских земаља су се првобитно појавили у Грчкој крајем 2009. године, након тога проширили на Португалију и Републику Ирску и данас се с тим проблемима сусрећу и неке од најзначајнијих држава Европске уније (ЕУ), као што су Шпанија и Италија. Усљед немогућности Грчке, Португалије и Ирске да уредно сервисирају доспјеле обавезе, смањење њиховог кредитног рејтинга и повећање трошкова задуживања на финансијским тржиштима проузроковало је настанак *iproграма финансијске помоћи* (енг. bail-out). Кључни иницијатори претходно споменутих аранжмана у наведеним земљама су еврозона, ЕЦБ и Међународни монетарни фонд (ММФ). Без обзира на усвојени пакет помоћи, Грчка има велике проблеме да преброди дужничку кризу и да поново заузме позицију поузданог зајмопримца на финансијским тржиштима. Разлог за драстично повећање дугова земаља у посљедње три године је начин на који су њихове владе приступиле рјешавању глобалне финансијске и економске кризе из 2008. Развијене земље су одлучиле да спријече ширење кризе убризгавањем великих количина новца у сопствени финансијски и привредни систем кроз такозване „bail-out“ програме, што је довело до великог раста њиховог

буџетског дефицита и јавног дуга. Новац су највећим дијелом позајмљивали на финансијским тржиштима, што је пракса развијених земаља с добрим кредитним рејтингом за разлику од земаља у развоју и неразвијених земаља које немају довољно добар кредитни бонитет па средства могу позајмљивати једино од међународних финансијских институција (ММФ, Свјетска банка, Европска инвестициона банка, Европска банка за развој и остали).<sup>2</sup> На примјер, Република Српска и БиХ највећи дио кредитних задужења реализују преко наведених међународних финансијских институција, мада је у мају 2011. Министарство финансија РС почело с аукцијама трезорских записа. Пласирањем огромних новчаних средстава, развијене земље су успјеле да обуздају негативне ефекте велике финансијске и економске кризе и изласком тих земаља из рецесије многи су почели да сматрају да су најтежи моменти прошли и да слиједи период снажнијег привредног раста. Тврдило се да је захваљујући обимним државним интервенцијама, широком лепезом владиних инструмената и искуствима из претходних кризних периода ова криза превладана и да се неће поновити сценарио „Велике депресије“ 30-их година 20. вијека.

Међутим, нова дужничка криза или још исцрпније групи талас кризе из 2008. су демантовали све оне који су заговарали такав приступ рјешавању проблема и занемаривали многобројне аномалије које су постојале у финансијском пословању у САД и цијелом свијету. Главна замјерка спроведеним програмима за излазак из кризе је недовољна храброст, или боље речено немогућност да се победи моћни финансијски лоби, да се регулише пословање свих финансијских и банкарских институција и ограниче њихове могућности малверзација и исплата огромних зарада. Рецимо, било је неколико покушаја и предсједника САД Барака Обама да се усвоји стриктнија регулатива финансијског пословања, али су чак и његови приједлози били опструисани и никад није усвојена квалитетна нова легислатива која би требала спријечити да се преваре у финансијским и банкарским пословима понове.<sup>3</sup> Поред тога, највећи кривци за слом средином 2008. никада нису откривени нити су кажњени, док исплате великих бонуса топ менаџерима нису ограничене, без обзира на велике губитке њихових компанија. Новац од државне помоћи је и даље трошен на исплате додатних зарада наведеним директорима, који су и највећи кривци за насталу кризу. Стога је основано закључити да је главни узрок другог таласа велике финансијске и економске кризе из 2008. површан приступ рјешавању *првој кризној таласа, занемаривање и идентификовање кључних узрочника кризе и несировођење структурних реформи које су требале ограничити њене даље*

<sup>2</sup> [www.economist.com](http://www.economist.com)

<sup>3</sup> [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

негативне ефекте и вратити „здравље“ финансијском и економском систему Сједињених Држава и остатака свијета. Други талас кризе је посебно снажно погодио Европу и показао све слабости њеног финансијског и банкарског система, који је највећим дијелом био изложен утицају америчког финансијског система. Недостаци америчких финансијских институција и система проузрокују, хтјели ми то признати или не, снажне негативне ефекте на европске банкарске институције и њен систем, па су тако угрожене и финансије многих држава у Европи.

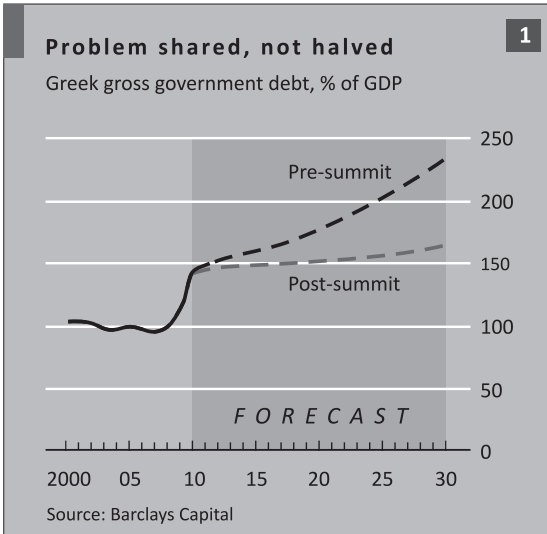
### 1.1 Грчка као окидач за ширење дужничких проблема у еврозони

Случај Грчке је најдрастичнији примјер, јер су њена привреда и државни систем познати као једни од најлабилнијих у Европи. Грчка је тек накнадно постала 12. члан ЕМУ, уз велику политичку подршку осталих чланица еврозоне.<sup>4</sup> Кључни мотив који је нагнао Грчку да постане дио заједничке монетарне уније у Европи је обезбјеђивање *јединаких извора финансирања* (*јединачањем својих дужничких харџија од вредности*), јер су инвеститори много заинтересованији да постану власници грчких обвезница деноминованих у еврима него у драхмама. Грчка се одрекла самосталне монетарне политике која јој и није била од велике користи, јер је њена национална валута била нестабилна и с ниским степеном повјерења. Главни економски индикатори који су уздрмали позицију Грчке на финансијском тржишту су буџетски дефицит и јавни дуг, који су достигли 13,6% и 113,4% (респективно 269,3 милијарде УСД) бруто домаћег производа у 2009. години.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Микеревић, Д. (2010). Значај тржишта капитала и институционалних инвеститора за превазилажење дужничке кризе у Грчкој и Европи. *Зборник радова: 5. симпозијума о корпоративном управљању*. Финрар и СРПРС,

<sup>5</sup> Лондонски часопис под називом „*The Economist*“ је још 2010. објавио предвиђања да ће БДП Грчке у 2014. износити 225,6 милијарди евра, што је пад у односу на 237,5 милијарди у 2009. С друге стране, уколико би се наставио досадашњи тренд очекује се повећање јавног дуга са 113,4% (269,3 милијарде евра) на 149,2% (336,7 милијарди евра) у истом периоду. Процент БДП који ће одлазити на плаћање камата по основу дуговања ће расти са 5% у 2009. на 7,2% у 2014. Међутим, јавни дугови Грчке су расли много брже од претходно споменутих очекивања, па је агенција за процјену ризика „Fitch“ оцијенила да ће јавни дуг Грчке достићи чак 172% БДП већ 2012. док је ММФ у марту 2011. предвиђао да то буде само 159%. Ипак, уведене мјере штедње и други пакет помоћи Грчкој успјели су да стабилизују предвиђања на око 150% БДП у наредном периоду. Агенција Fitch је почетком јула деградирала кредитни рејтинг Грчке са „В+“ на „ССС“ што је дијели само три корака од банкрутства и оцјене „D“. „ССС“ значи да је изостанак плаћања реална могућност. [www.economist.com](http://www.economist.com)

Слика 1. Пројекција будуће кретања јавног дуга Грчке као постојног БДП прије и  
послије Самита земаља еврозоне 21.7.2011. године (Извор: The Economist, Лондон)



Поред тога, Грчка привреда је имала веома слабе остале показатеље, као што су БДП, лоше функционисање фискалног система, хроничну неконкурентност привреде, проблем неефикасне администрације и корупције, велика социјална издвајања, бројне радничке и грађанске повластице, дугу традицију снажног синдикалног утицаја и револуционарног духа становништва. Обзиром да је Грчка оснивач еврозоне, њени проблеми могу директно угрозити функционалност заједничке европске валуте па су остале чланице ЕМУ, под лидерством Њемачке и Француске, и уз асистенцију ММФ-а одлучиле интервенисати 2. маја 2010. Одобрен је *први пакет помоћи* Грчкој у износу од 110 милијарди евра у облику кредита уз повољне услове. С друге стране, Грчка је преузела обавезу провести неопходне реформе које подразумевају смањивање плата и бенефиција у јавном сектору, промјене легислативе тржишта рада (законска права и повластице радника) и подизање пореза које би требало да обезбиде смањивање грчког буџетског дефицита на ниво испод 3% у 2014. Грчка влада на челу са социјалистом Јоргосом Папандреуом је усвојила и почела да спроводи ове мјере под називом „Средњорочни план развоја“, без обзира на снажан отпор свих слојева грчког друштва и насилне штрајкове широм земље.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> „Средњорочни план развоја“ би требало да донесе уштеде Грчкој у износу од 30 милијарди долара у наредних пет година, а кроз приватизацију јавних предузећа планирано је прикупљање додатних 50 милијарди евра. ММФ овај план не сматра „оштром штедњом“, већ „структурним прилагођавањем“, док је њемачка канцеларка Ангела Меркел изразила задовољство одговорним понашањем грчке Владе у изузетно тешким временима. Иначе, овај план је доживио велике критике јавног мњења у Грчкој, али и у остатку Европе.

Наведени план је био услов за пету траншу кредита у износу од 12 милијарди долара (8,7 милијарди евра су уплатиле земље еврозоне, а ММФ осталих 3,3 милијарде) које су требале да омогуће Грчкој исплату доспјелих обавезе по основу дугова, док је шеста рата кредита требало да буде уплаћена у септембру 2011. Међутим, Грчка није могла редовно да извршава своје обавезе, па су се европски лидери на Самиту земаља еврозоне 21.7.2011. договорили да реализују *groupi iкакeи iомоћи* у износу од 158 милијарди евра. Битна карактеристика овог пакета у односу на први је да су у спасавање Грчке укључени и приватни инвеститори (највећим дијелом велике банке) са износом од 37 милијарди евра, на чему је највише инсистирала Њемачка. Из Европског фонда стабилности ће бити издвојено 109 милијарди и продајом новеминованих обвезница ће се осигурати додатних 12,6 милијарди. Исто тако су промијењени и услови кредитирања са 7,5 година на 15 и 30 година, уз грејс период од 10 година и каматну стопу од 3,5% (смањење са досадашњих 5,5%). Према процјенама аналитичара то ће Грчкој донијети уштеде у износу од 26 милијарди евра. Учешће приватних инвеститора подразумејева смањење дужничког притиска на Грчку, и то кроз опције продаје тих дугова уз дисконт или пролонгирањем рока отплате на 15 или 30 година. У преговорима који су вођени са ИФ-ом (Institute of International Finance)<sup>7</sup> помињан је износ од 135 милијарди евра који би могао бити реструктуриран кроз различите понуђене опције и обезбјеђење партиципације приватних инвеститора у том репрограму од око 90%. Иако је ИФ објавио рачуницу да ће приватни кредитори учествовати у помоћи Грчкој отписом 21% њихових потраживања, нигдје није потврђено да ће се они конкретно одрећи својих потраживања, или да ће грчки дуг бити смањен за тај износ. Многи познати аналитичари<sup>8</sup> сматрају да ове тврдње ИФ-а нису тачне и да приватни инвеститори не губе значајан износ њихових иницијалних потраживања кроз пролонгирање рока отплате потраживања или њиховом продајом као дисконтованих бескупонских обвезница. Грчкој неће бити смањен износ који треба вратити, већ ће бити пролонгирано вријеме отплате и ублажено тренутно оптерећење, док ће временом дужнички притисак на Грчку поново расти. Прорачун отписа потраживања приватних инвеститора од 21% више је рачуноводствене природе, гдје у првим годинама може доћи до отписа одређеног износа потраживања у билансима великих финансијских институција. Имајући у виду да су периоди отплате пролонгирани, накнадне уплате по основу ових потраживања ће

<sup>7</sup> Удружење највећих свјетских банака. Представља њихову најснажнију лоби групу и највјернијег заступника њихових интереса.

<sup>8</sup> Eichengreen, B., Flandreau, M. (2008). *The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency*, prepared for the conference in honor of Peter Temin, Cambridge, May 9th.



бити укључене у њихове будуће билансе. Самим тим је дискутабилан успјех оваквог елиминисања дужничког притиска на Грчку и искреност учешћа приватних повјерилаца у репрограму кроз одрицање дијела њихових потраживања (поседно процјена ИФ-а од 21%). Комплетан програм помоћи Грчкој ће надгледати радна група састављена од представника Европске комисије, Европске централне банке и специјалних представника Њемачке и Француске<sup>9</sup>. Основни циљ програма је стабилизација грчке економије, оживљавање финансијског тржишта и побољшање конкурентности земље.

Европска централна банка је дала чврсте гаранције за нове емисије грчких државних обвезница и обећала гарантовање ликвидности грчких банака до 2020, што је нагнало премијера Папандреуа да изјави да је добијена кључна битка за будућност Грчке, да Грци сада сами одлучују о својој судбини и да се нада да ће се његова земља већ 2013. вратити на међународна финансијска тржишта као конкурентна и просперитетна држава. Европски лидери су подржали чврсти реформски курс грчког премијера и пружили „појас за спашавање“ најрањивијом земљи еврозоне. Реформе ће захтијевати боље управљање „Атине“ јавним финансијама и приватизацију државних компанија.<sup>10</sup> Ово је апострофирао њемачки министар финансија Волфанг Шојбле, истичући да је учешће државе у грчкој економији сразмјерно бившим социјалистичким државама. Он, такође, наводи неопходност повећања оперативности грчког пореског система, пошто се сматра да велики број привредних субјеката не плаћа порезе, а као разлог се наводе родбинске везе, традиционална неефикасност порезника и њихова корумпираност.<sup>11</sup> Битно је истаћи да је наведеним пакетима помоћи и усвојеним реформама направљен велики напредак у напорима спашавања евра: како од свих чланова еврозоне, тако и од саме Грчке, али коначан успјех ће зависити и од многих других фактора. Многи су се тада питали да ли ће за крајње рјешење грчког проблема требати и трећи пакет помоћи, јер се сматрало да је то једини начин да се предвиђени ниво јавног дуга од 150% БДП током наредних 10 година смањи 80-90% БДП. Ипак, тензије око

<sup>9</sup> Иако су Њемачка и Француска највећи донатори програму помоћи Грчкој, битно је истаћи да су њихови интереси за спас Грчке највећи узимајући у обзир изложеност њихових великих банака грчким дужничким хартијама од вриједности и имовини у грчким банкама. Наиме, Француска изложеност је око 32%, Њемачка 19%, док је заједно са осталим чланицама еврозоне тај износ преко 70%.

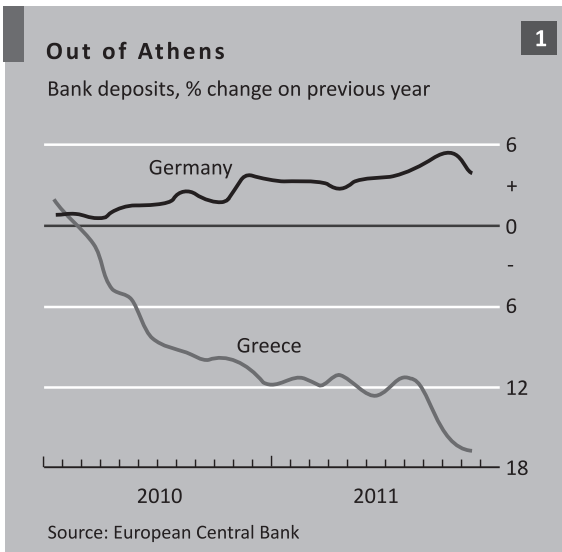
<sup>10</sup> Плате у Грчкој су од 1999. до 2010. расле за око 106%, што није пратио сразмјеран економски напредак, тврди предсједник Еврогрупе Жан Клод Јункер. Он сматра да грчки политичари и економисти требају прихватити „експертску помоћ својих европских пријатеља који примјењују „добра и провјерена искуства“, тј. „гвоздени заграда“ из Брисела и Вашингтона који ће значити дјелимичан губитак суверенитета грчких државних институција, али и излаз из зачараног дужничког лавиринта.

<sup>11</sup> [www.economist.com](http://www.economist.com)

случаја Грчке и њених дугова и даље не јењавају без обзира на реформе и пакете помоћи. Почетком 2012. воде се тешки преговори између власти у Атини, међународних и европских институција (ЕЦБ, ЕК, ММФ и други) и приватних институционалних инвеститора око исплате друге транше помоћи Грчкој. Од приватних инвеститора је затражен отпис дугова у износу већем од 50% потраживања, што је предсједник Дојче банке Јозеф Акерман окарактерисао као немогуће. Крајем 2011. тржишта капитала су показала највеће осцилације још од почетка кризе у 2008, а сматрало се да је тражени отпис дугова довољан да доведе грчки дуг тек на 120% БДП. Дошло је и до промјене на челу владе Грчке, гдје је премијер Папандреу замијењен експертом Лукасом Пападемосом, бившим директором Европске централне банке и банке *Goldman Sachs*. Он је задужен да спроведе договорене мјере штедње и пореске реформе без референдума грађана о тим одлукама. Реформе у Грчкој, без обзира на снажну активност новог премијера, дају изразито слабе резултате, што је OECD оцијенио као неспособност грчких министара и државне администрације да изнесе процес трансформације. Синдикати у Грчкој не желе да расправљају о могућностима укидања 13. и 14. плате, уклањању механизма аутоматског повећања плата загарантованог колективним уговором и смањење минималног личног дохотка за 20% без обзира на оштра упозорења из Брисела да је то неопходно. Утопијски изгледа и зацртани циљ да се обезбиједи 50 милијарди евра приватизацијом државних компанија, поготово имајући у виду садашње кризне услове и неликвидност на свјетским финансијским тржиштима. Грчки БДП ће се смањити већ четврту годину заредом, што укупно од 2008. чини пад БДП за 12,5% а предвиђање за 2012. износи око 3% контракције БДП-а. Пападемосу је неопходна исплата већ договорених 130 милијарди евра другог пакета помоћи, што неће бити лако обезбиједити имајући у виду тензије испуњавања захтјева међународних кредитора и тензија на почетку 2012. Незапосленост је на нивоу од 19%, што је око 900.000 незапослених Грка и очекује се губитак додатних 150.000 радних мјеста у 2012. Око 470.000 радника који су изгубили посао од 2008. чине радници из приватног сектора. Ниједан радник није отпуштен из државне администрације, а њима је смањења плата за само 13,5% и укинуте поједине повластице на радном мјесту. Ионако слаба продуктивност државног сектора је још више пала, док су радници из привреде, који чине мотор развоја, на улици. Још је гора ситуација са запошљавањем младих људи, пошто је незапосленост међу њима преко 47%, а многи се одлучују да напусте Грчку у потрази за бољим условима живота. Један од могућих будућих проблема за Грке је и најава да неће бити испуњен пројектовани ниво буџетског дефицита од 9% за 2011. Чак и поједини политичари из ЕУ позивају остале европске лидере да се престану бавити са Грчком која чини око 2% БДП Европске уније и да се почну бавити

рјешавањем важнијих проблема. Ово је изјавио гувернер Централне банке Чешке Мирослав Сингер, сматрајући да је једино рјешење за Грчку да напусти еврозону, врати у оптицај националну валуту драхму и девалвира је у складу с околностима. Паника о изласку из еврозоне је захватила све грађане Грчке, број самоубистава се драстично повећао, а сиромаштво постаје свакодневица обичних грађана и сматра се да око три милиона Грка живи на ивици биједи, људи који нису навикли на овакве проблеме у посљедње три деценије.<sup>12</sup> Домаће штедише губе повјерење у грчки банкарски сектор, па се депозити грчких грађана у милијардама евра пребацују у банке широм свијета. То се најбоље може видјети на наредној слици испод која показује драстично повлачење депозита из грчких банака у 2011, док је у Њемачкој дошло до раста штедње у истом периоду.

Слика 2. Крећање вриједности дејозија у грчким и њемачким банкама током 2010. и 2011. године (Извор: European Central Bank, Франкфурт)



Поред тога, за еврозону се намеће питање успјешности смањивања каматних стопа Републици Ирској и Португалији на претходно одобрене пакете помоћи (bail-outs)<sup>13</sup>, који су усвојени на Самиту земаља еврозоне

<sup>12</sup> [www.politika.rs](http://www.politika.rs)

<sup>13</sup> Пакети помоћи Републици Ирској (децембар 2010) и Португалији (мај 2011) су одобрени у износу од 85 и 78 милијарди евра. Поред тога, ЕЦБ је више пута интервенисала на тржишту обвезница (откупљивала ирске и португалске обвезнице) да би снизила трошкове задуживања ове двије земље. Међутим, наведене износе треба посматрати са изразитим опрезом, јер је сам механизам помоћи компликован и многобројни актери на различите начине учествују у акцији спасавања финансија Републике Ирске и Португалије. [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

21.7.2011. На примјер, Ирска ће на тај начин годишње уштедјети око 900 милиона евра на каматним стопама. Спредови (размак) на ирске и португалске државне дужничке обвезнице су се смањили након Самита, док је исти случај био и са кипарским обвезницама пошто су банке са Кипра снажно улагале у грчке дужничке хартије од вриједности. Ово би требало да буде довољно да се избјегне наредни талас кризе у овим земљама. Ирска већ показује знакове опоравка, тако да је ирски премијер Енда Кери на почетку 2012. изјавио да његовој земљи неће бити потребан нови пакет помоћи и да спроведене реформе већ показују позитивне резултате.

## 1.2. Потешкоће Шпаније и Италије као кулминација европског дужничког краха

Највећа претња заједничкој европској валути у наредном периоду могле би бити дужничке тешкоће великих европских земаља, Шпаније и Италије. Проблем се појавио када су финансијска тржишта почела негативно да процјењују способности Шпаније и Италије да извршавају њихове обавезе, што се манифестовало кроз велики раст трошкова задуживања на финансијским тржиштима. На примјер, принос петогодишње италијанске обвезнице је у јулу 2011. достигао 4,93%, што је њен највиши ниво од увођења евра и знатно виши у односу на претходну аукцију када је достигнут ниво од 3,9%. Након тога је тај износ премашио и 6 и 7%, доводећи Италију у категорију веома ризичних зајмопримаца. Главни узрочници су лоши економски индикатори наведених двију земаља који се већ дужи период погоршавају, док власти тих земаља нису имале храбрости да имплементирају реформске мјере које би водиле оздрављењу њихових економија. Средином 2011, *Шпанија је имала јавни дуџ од 68,1% БДП, дуџејски дефициј иреко 6%, годишњи расиј БДП од само 0,7%, кријичну сјоју незайосленосји од 20,6% и високу каматну сјоју на десетјогодишње државне обвезнице од 5,03%, док Италија одмах иза Грчке је имала друји највећи јавни дуџ у Евроји од 120,3% БДП, дуџејски дефициј од 4% БДП, годишњи расиј БДП од само 0,8%, сјоју незайосленосји 8,4% и веома високу каматну сјоју на десетјогодишње државне обвезнице од 5,12%.<sup>14</sup>*

Криза која је погодила Шпанију и Италију угрозила је функционалност заједничке европске валуте, па су европски лидери, посебно њемачка канцеларка и француски предсједник, и Европска централна банка<sup>15</sup> извршили велики притисак на ове двије земље да усвоје строге пакете штедње и ре-

<sup>14</sup> www.bloomberg.com

<sup>15</sup> У вријеме кризе све се више примјећује да је дошло до формирања новог евроског троугла власти и то на релацији Берлин, Парис и Франкфурт, тј. Њемачка, Француска и ЕЦБ. Најважније одлуке у садашњим кризним временима у Европи се доносе у уском интересном кругу актера који обухвата Ангелу Меркел, Николу Саркозија и Жан-Клод Тришеа. С друге стра-

Слика 3. Економски показатељи Шпаније и Италије средином 2011. године



Извор: Политика, Београд

формске законе у свим сегментима државног система. Тако је под утицајем ЕЦБ, Италија прво у јулу, а затим и у августу 2011. усвојила строге мјере штедње и пакет реформи у 16 тачака, које за циљ имају смањење јавног дуга и уравнотежење буџетског дефицита (довођење на ниво од 0%, тј. да га нема). Усвојене мјере обухватиле су смањење трошкова државне администрације и јавног сектора, укључујући и политичаре, подизање старосне границе за пензионисање, сет реформи у фискалном сектору, повећање издвајања за здравствену заштиту грађана, приватизацију државних предузећа и друге реформе које је највећим дијелом предложила ЕЦБ. Поред тога, Европска централна банка се укључила у откуп државних обвезница Шпаније и Италије, поред већ устаљене праксе откупљивања проблематичних дугова Грчке, Португалије и Ирске, што је довело до пада приноса на десетогодишње италијанске обвезнице на 5,58% са нивоа који је у августу 2011. премашивао 6% (пад за један дан од 0,58 постотних бодова). Укупан дуг Италије премашује 2 000 милијарди евра, док је њен укупан БДП око 1 200 милијарди евра. Сљедеће године Италији на наплату пристиже око 390 милијарди евра, док Шпанија мора да врати 142 милијарде. Каматне стопе на њихове хартије до вриједности од преко 6 и 7% не могу да обезбједе повјерење инвеститора на свјетским тржиштима капитала, тако да је потребна много шира акција свјетских лидера да би се проблем ријешило. Дошло је и до промјена лидера на челу влада ових земаља. Контрoверзни италијански премијер Силвио Берлускони је замијењен Мариом Монтијем, док је у Шпанији Сапато доживио дебакл на редовним општим изборима и његови социјалисти су постигли најгори парламентарни резултат у посљедњих 40 година. Одмах по комплетирању кабинета 29. новембра 2012.

не, у многим европским државама већ се стварају снажни отпори и незадовољство њиховом утицају.

Монти је објавио нове мјере штедње и повећања пореза у износу од 30 милијарди евра. То су први потези нове „технократске владе“ Марија Монтија, у којој већи дио кабинета припада експертима без политичког ангажмана. Сам Монти је поред премијерске задржао и функцију министра финансија, а његов замјеник је постао директор трезора – Виторијо Грили.<sup>16</sup> Кључна критика Монтијеве владе је незнатно учешће младих и жена у министарствима, па је тако ова влада најстарија у Европи и у историји Италије, с просјеком година од 64. Поред тога, само три министра од 18 су жене. Остаје сумња колико „енергије“ оваква влада има да би вратила Италију на колосијек привредне експанзије и смањења огромних дуговања, имајући у виду да је сам италијански трезор предвидио пад БДП од 0,5% у наредној години и да ће им недостајати додатних 25 милијарди евра за испуњавање будућих обавеза. Италијани су суочени са поновним увођењем пореза на некретнине за прву кућу, поштравање услова за пријевремено пензионисање и јединствену стопу за порез на имовину. Финансијска тржишта с нелагодом очекују резултате од нове италијанске владе, што најбоље доказује масован бијег међународних инвеститора с Миланске берзе и драстичан пад цијена хартија од вриједности. Цијена на аукцијама италијанских обвезница је крајем новембра остала изузетно висока, па је тако каматна стопа на трогодишње обвезнице износила 7,89%.<sup>17</sup> Међутим, имајући у виду менталитет Италијана, многи аналитичари тврде да је једина могућност Монтија да изврши „тешке структурне реформе“ уколико су каматне стопе на позајмице италијанске владе неиздрживе. Сматра се да је средњорочно неодрживо за државу да позајмљује новац по цијени изнад 7%. С друге стране, крајем 2011. Шпанија добија нову владу под вођством Маријана Рохоја, која има огромну надмоћ у државном и покрајинским парламентима, с могућношћу да спроведе захтијеване реформе. Проблем који проузрокује велике проблеме за Рохоја је то што ће буџетски дефицит Шпаније, с планираним дефицитом од 6% који је договорен са европским партнерима, износити око 9%. Ова чињеница додатно компликује позицију Шпаније, јер је договорено смањење буџетског дефицита на ниво од 4,4% у 2012, док свако прекорачење буџетског дефицита за један процентни поен у 2011. захтијева додатно прикупљање 10 милијарди евра у 2012. Стога је прва одлука Рохоја била да министарство финансија подијели на два дијела, од којег се једно бави перспективама привредног раста а друго се бори с државним дуговима и дефицитом. Највећи проблем владе су изгледи за економски напредак имајући у виду рекордну незапосленост у Шпанији од 23%, а приноси на

<sup>16</sup> Функција коју обављају професионалци у владама и своди се на техничке послове без превелике могућности политичког уплитања.

<sup>17</sup> The Economist, Italy's new government – Mountains still to climb, December 3rd – December 10th, London, 2011, p. 31.

државне дужничке хартије од вриједности су највећи у еврозони. *Први реформски приоритети* су потпуна трансформација тржишта радне снаге с првенственим циљем подизања слабе конкурентности Шпанаца, укључујући кључну улогу Владе у договору радничких синдиката с послодавцима. *Друго*, реформа финансијске индустрије је неопходна јер шпанске банке и финансијске институције имају велике скривене и латентне губитке у својим билансима, који могу у потпуности ескалирати и довести до још једног пада цијена некретнина. Иначе, цијена некретнина у Шпанији је већ једном драстично пала 2009, велики број објеката је празан и њихови власници су постале банке усљед немогућности њихових клијената да враћају хипотекарне кредите. *Треће*, рецесија у еврозони је још један битан фактор који може уништити Рохојове напоре да спаси шпанску привреду од потпуног краха. Нови шпански премијер је исказао снажну спремност да сарађује с Бриселом, тј. Њемачком и Француском, у циљу превазилажења кризе у Шпанији и Европи. Истовремено, изражена је спремност европских лидера, посебно њемачке канцеларке Ангеле Меркел, да искрено помогне што је од кључне важности за спас економског чуда с Пиринејског полуострва из деведесетих година прошлог вијека.

### 1.3. Француска борба за врхунски кредитни рејтинг

*Самим лидером земаља еврозоне 21.7.2011.* је донио одређено олакшање на финансијским тржиштима у вези са будућношћу евра, али није успио у потпуности одагнати сумње у могући крах еврозоне и то посебно када је у петак 5. августа америчка кредитна агенција *Standard & Poors*, по први пут у историји, смањила кредитну оцјену Сједињених Држава. Наведени разлог имао је кључни утицај на нестабилност финансијских тржишта, па су се лидери Њемачке и Француске хитно састали у Паризу 16. августа и донијели кључне одлуке за осигурање стабилности еврозоне у наредном периоду. Састанак је сазван пошто је вриједност акција француских банака драстично опала на берзама, и пошто су почела да пристижу озбиљна упозорења да би и Француска могла да изгуби најбољи могући кредитни рејтинг (AAA). Очекивања многих аналитичара од састанка су била повећање Европског стабилизационог фонда (EFSF) и емисија еврообвезница као одговор на веома снажне осцилације на финансијским тржиштима. Ипак двоје лидера су само потврдили своје већ познате ставове уз обећање интензивнијег управљања еврозоном, увођење пореза на финансијске трансакције, хармонизовање корпоративних пореза, инкорпорирање клаузуле о ограничавању буџетских дефицита у уставе држава и редовно одржавање самита еврозоне у будућности да би се предупредиле кризе (минимум два пута годишње). Ове одлуке нису значајније умирале тржишта, која су очекивала снажније

реакције двоје лидера, па је ЕЦБ морала интервенисати куповином шпанских и италијанских обвезница у износу од 22 милијарде евра током наредне седмице. Лоши показатељи привредног раста земаља еврозоне за друго тромјесечје 2011. године, као резултат пореских оптерећења, дјелимично су допринијели негативној реакцији међународних и националних берзи. Предсједник Француске је задужио министра финансија да припреми сет мјера штедње и пореских реформи, који би допринијели избјегавању дужничких проблема с којима су суочене Шпанија и Италија и сачувала репутација Француске као земље с кредитном оцјеном троструко А. По њему, уколико би Француска упала у сличне недаће које тренутно имају Шпанија и Италија то би сигурно уздрмало свјетска финансијска тржишта до темеља и крах евра би био извјестан и не би га могла спријечити ни интервенција Њемачке, као једне од најснажнијих економија у свијету. Стога је и Самит лидера земаља ЕУ одржан 8. и 9. децембра имао посебну важност за Француску и њену борбу за одржавање врхунског кредитног рејтинга. Од свих шест земаља еврозоне са ААА рејтингом, Француска је тада била најугроженија имајући у виду највећи ниво јавног дуга у односу на БДП, изложеност њених банака дуговима проблематичних земаља са периферије Европе<sup>18</sup>, рекордно висок спред (распон) француских и њемачких обвезница од стварања Економске и монетарне уније и посебан третман надзора Француске од Moody's и осталих кредитних рејтинг агенција. Забрињавајући знак за Француску је била промјена процјене раста њеног БДП од OECD-а са 2,1% на само 0,3%, што је знатно испод 1% на бази којег је Влада креирала планове за излазак из кризе. Француске компаније нису имале више непресушан извор кредита које су им обезбјеђивале њихове банке, баш због потешкоћа које саме банке доживљавају и нових прописа о адекватности капитала банака. Поред тога, многи економисти су тада предвиђали повратак рецесије, како у Француској тако и на подручју цијеле еврозоне. Чак је и кредитна агенција *Fitch*, која је иначе у већинском француском власништву, истакла да се ААА рејтинг Француске показао као угрожен приликом њиховог тестирања у различитим кризним ситуацијама („a stress scenario“). Пад кредитног рејтинга Француске директно угрожава и кредитни рејтинг Фонда за стабилност (EFSF), али и кредибилитет француског предсједника Николе Саркозија. Саркози је велики дио своје кампање за сљедеће предсједничке изборе у Француској базирао на објашњавању јавности колика је важност врхунског кредитног рејтинга земље, ниских трошкова позајмљивања, успјешног кризног менаџмента његовог тима и недостатак практичног искуства његових противкандидата у турбулентним временима. Поред тога, он и Ангела Меркел су постали главна покретачка снага за доношење тешких одлука унутар Европске уније, чиме је Француској обезбијеђена ли-

<sup>18</sup> Као што су то Грчка, Португалија, Република Ирска, Италија, Шпанија и остали.



дерска позиција у ЕУ, заједно с Њемачком, која јој по величини и припада. Француска се снажно супротставила традиционалним антиевропским тежњама Енглеске. Стога би Никола Саркози могао да буде квалитетан избор Француза за њиховог предсједника, без обзира на велике пропусте у његовом првом мандату на Јелисејским пољима. Ипак, одлука агенције *Standard & Poors* од 13. јануара да снизи кредитни рејтинг Француске на АА+ је значајно погоршала Саркозијеве шансе да буде поново изабран и уздрмала финансијска тржишта. Сигурно је да ће се Француска, заједно са институцијама ЕУ и осталим европским партнерима, снажно одговорити на ову одлуку америчке кредитне агенције. Тако се већ чују гласови из Европе о потреби стварања нове непристрасне кредитне агенције, која би реално сагледавала развој економских догађаја у читавом свијету и не би била пристрасна као што су то америчке агенције. Треба истаћи да Француска од 70-их година 20. вијека нема балансиран буџет и да је до сада показала велико менаџерско умијеће у контролисању буџетског дефицита, не доводећи ни у једном тренутку у питање испуњавање обавеза према њеним повјериоцима. То је још један разлог за сумњу у оправданост и непристрасност одлука приватних агенција за оцјењивање кредитног рејтинга, које су углавном са сједиштем у САД и под снажним утицајем америчке финансијске индустрије.

#### 1.4. Улога Европског фонда стабилности (European Financial and Stability Facility – EFSF)

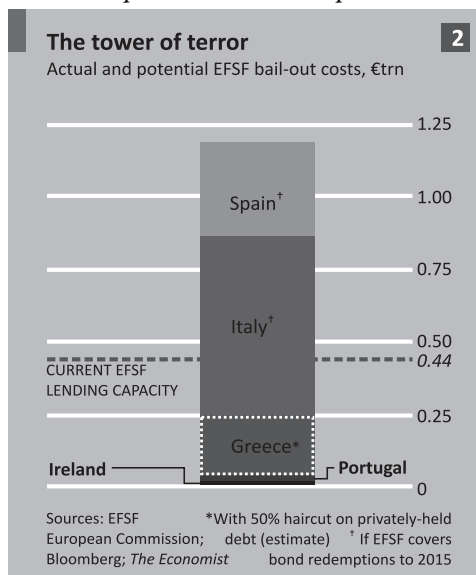
Европски фонд стабилности је институција која је формирана 9. маја 2010. под окриљем Савјета ECOFIN-а са сједиштем у Луксембургу.<sup>19</sup> Фонд је уз EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism), ВоР (Balance of Payments) и ММФ дио широке мреже за обезбјеђивање стабилности државних финансија у кризним временима за земље еврозоне и Европске уније.<sup>20</sup> Наведена комплетна мрежа има укупан буџет за помоћ земљама еврозоне од 750 милијарди евра (EFSF – 440 милијарди евра, EFSM – 60 милијарди евра и ММФ – 250 милијарди евра). EFSF има могућност да емитује обвезнице гарантоване од ЕАМС-а (скраћеница за израз земље еврозоне - *euro area Member States*) у износу од 440 милијарди евра и може их користити за позајмљивање земљама које пошаљу захтјев за пакет помоћи („bail-out“),

<sup>19</sup> Званично је инкорпориран у правну регулативу Луксембурга 7. јуна 2010. [www.efsf.europa.eu/](http://www.efsf.europa.eu/)

<sup>20</sup> EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism) је механизам помоћи који је укључен у Уговоре о оснивању ЕУ и помоћу њега се може било којој чланици ЕУ позајмити до 60 милијарди евра. Ова средства обезбјеђује Европска комисија (ЕК) и гарантовани су буџетом ЕУ. ВоР (Balance of Payments) је облик подршке земљама у кризи које су чланице ЕУ, али нису дио еврозоне. Средства су прикупљена од стране ЕК и гарантована буџетом ЕУ. До сада су од овог фонда највише користи имале Румунија, Латвија и Мађарска, пошто су успјеле да искористе та средства за стабилизацију њихових државних финансија. [www.efsf.europa.eu/](http://www.efsf.europa.eu/)

рекапитализацију банака и откуп државних дугова („sovereign debt“). Битно је истаћи да су земље чланице издале гаранције за буџет Фонда у износу од 440 милијарди евра. Земље еврозоне су издале гаранције у износу 120% вриједности имовине Фонда да би се осигурао највиши кредитни рејтинг EFSF-а и нису директно уплаћивале новац. EFSF има могућност да се задужује код институционалних инвеститора на финансијским тржиштима. За остваривање својих циљева Фонд користи подршку Њемачке канцеларије за ујрављање дугом (*German Debt Management Office*), што је доказ снажног утицаја Њемачке у функционисању EFSF-а. Да би се пласирао зајам EFSF-а неопходно је провести компликовану процедуру његовог одобравања кроз постизање сагласности о самим условима кредитирања са Европском комисијом, ЕЦБ, ММФ и уз директно одобрење Еврогрупе. Сваки зајам Фонда мора бити усклађен стриктним политичким и реформским условима за зајмопримца. EFSF је у септембру 2010. оцијењен најбољим могућим кредитним рејтингом (троструко А) од свих најпознатијих кредитних агенција у свијету. Прва емисија петгодишњих обвезница EFSF-а је обављена 25. јануара 2011. у износу од пет милијарди евра као дио заједничког ЕУ и ММФ пакета финансијске подршке Републици Ирској. Интерес инвеститора широм свијета је био огroman пошто су понуде достигле 44,5 милијарди евра, што је скоро девет пута већи износ од вриједности понуђених обвезница. Трошкови задуживања EFSF су износили 2,89%.

Слика 4. Тренутни и потенцијални издаци EFSF-а за помоћ проблематичним европским земљама



Извор: The Economist, Лондон

Међутим, главна стрепња за успјешно функционисање EFSF-а је питање да ли ће износ од 440 милијарди евра бити довољан да ријеша сва могућа кризна жаришта у еврозони. Према предвиђањима стручњака из Дојч банке, спас Шпаније би захтијевао издвајање од 290 милијарди евра, док би за Италију било потребно чак 490 милијарди. Узимајући у обзир да је до сада искориштено око 142 милијарде евра из Европског стабилизационог фонда, остатак од 298 милијарди би био довољан да помогне Шпанији, али не и Италији. Наведени сценарио који би угрозио заједничку европску валуту је у ствари главни страх који се шири финансијским тржиштима и проузрокује њихову нестабилност. Значај врхунског кредитног рејтинга је кључан за успјешно прикупљање неопходних средстава у Фонд, па су европски лидери крајем 2011. озбиљно разматрали могућност да се гаранције за Фонд од земаља чланица повећају са 120 на 130% од његовог укупног буџета. Међутим, кредитна агенција *Standard & Poors* је смањила кредитни рејтинг фонда на AA+ средином јануара 2012. Ипак треба имати у виду да EFSF није једина институција која има могућност да обезбједи помоћ, већ је само дио широке мреже различитих актера (EFSM, ЕЦБ, ММФ и остали) који осигуравају доступност значајних финансијских средстава земљама у кризи.

## 2. Политички конфликти у Сједињеним Државама и Европи као узрок ширења нестабилности

### 2.1 Дугови Сједињених држава и тензије у вашингтонској политичкој арени

Највећи свјетски зајмопримац био је на ивици да постане неликвидан и да по први пут у историји не исплати доспјеле обавезе према домаћим и страним повјериоцима. Лимит задуживања од 14,345 милијарди долара требао је бити премашен 2. августа<sup>21</sup>, износ који ће амерички дугови до краја године достићи је 15,476 милијарди долара и 3. августа амерички Трежери требао је да исплати 23 милијарде давања за социјалну заштиту, док 4. и 15. августа на наплату је доспијевало 90 и 30 милијарди по основу главнице и камата власницима државних обвезница. Од укупног дуга од 14,3 билиона, 4,5 милијарди се односи на стране повјериоце и то на Кину око 1,2 милијарди долара, Јапан 907 милијарди, Британију 333 милијарде и остале.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Наведени лимит задуживања достигнут је још 16. маја, али је Трежери (амерички пандан министарствима финансија у другим земљама) одређеним фискалним маневрима успио да одложи сучељавање са тим проблемом до 2. августа. [www.economist.com](http://www.economist.com)

<sup>22</sup> [www.treas.gov](http://www.treas.gov)

Слика 5. Дугови Сједињених Америчких Држава и кључни рокови за доношење одлуке о задуживању



Извор: Политика, Београд

Кључни проблем се појавио на релацији између демократија и републиканаца приликом састављања плана за рјешавање растућег јавног дуга и буџетског дефицита САД. Различити приступи методама изласка из кризе су произвели сукоб који је потресао свјетска финансијска и валутна тржишта. Без договора између демократа и републиканаца није могло бити ни повећања лимита задуживања, пошто једни имају већину у Сенату а други у Представничком дому. Алтернатива је била да Барак Обама искористи одредбу 14. Уставног амандмана, која налаже да Конгрес не смије да доведе земљу до несолвентности и једнострано повећа лимит задуживања. Међутим, Обама је неколико пута јавно одбацио ту идеју, сматрајући да би то могло озбиљно да угрози његове изгледе за побједу на сљедећим предсједничким изборима. С друге стране, републиканци нису жељели да

одобре Обамин план за рјешење дужничког проблема, док је он тврдио да се њиховим потезима ризикује да Американци постану колатерална штета политичког сукоба у Вашингтону. „Гласали смо за јојидијељену, али не и функционалну власт и компромис је јошшао ружна ријеч“ изјавио је председник САД Барак Обама, док је Џон Бајнер као представник републиканаца у Представничком дому САД изјавио да сва кривица лежи на Председнику и да он неће добити „бланко чек за шрошење државној новца“.<sup>23</sup> Бијела кућа је као свој приоритет најављивала нови систем опорезивања, који укључује већи допринос богатих људи који имају знатно ниже пореске стопе од осталих грађана. Тако је, на примјер, и најуспјешнији свјетски инвеститор Ворен Бафет предложио повећање стопе опорезивања за богате Американце, истичући да је нелогично да он који зарађује милијарде долара плаћа нижи порез (17,7%) од портира или чистачице (30%) који раде у његовој компанији у Охају. Демократе су у америчком Конгресу предложиле да се стопа опорезивања менаџера и власника инвестиционих и хец фондова приликом расподеле профита повећа са тренутних 15% на 35%. Наиме, главни протагонисти вашингтонског сукоба су конзервативни покрет код републиканаца „Чајанка“, који се сматра најзаслужнијим за добар резултат републиканаца на посљедњим изборима за Конгрес и председник САД Барак Обама. Републиканци су се снажно противили било каквом повећању пореза, поготово за богатије слојеве америчког друштва и укидању њихових постојећих пореских олакшица.<sup>24</sup> Они су чак предлагали и укидање одређених елемената опорезивања наслједства богатих породица којим се годишње прикупи 30 милијарди долара. Наведено опорезивање обухвата укупно 12 000 богатих америчких породица и републиканци су планирали да тај износ надокнаде повећањем пореза сиромашним и средњим слојевима друштва.<sup>25</sup> „Амерички ајетийи за услугама државе далеко нагмаиују ајетийије државе за порезе“, што према аналитичару Фериду Закарију представља суштину проблема у САД.<sup>26</sup>

Вртоглаве бројке најбоље илуструју тежину проблема: *влада САД свакој дана јојојамљује јетј милијарди долара да би мојла без јроблема исјуњавајти сојсјивене обавезе, од свакој јојшрошеној долара чак се 40 центији обездјеђује задуживањем, јодишњи буџетјски дефицитј на федералном нивоу*

<sup>23</sup> Руски рулеј у Вашингтону, www.politika.rs

<sup>24</sup> Чак 87 републиканаца изабраних у Представничком дому прошлог новембра је потписао обавезу да никад неће гласати за било какво повећање пореза. Сви су они изабрани уз подршку ултраконзервативног републиканског покрета „Чајанка“. С друге стране, за осам година владавине њиховог „идола“ Роналда Регана, на кога се често позивају, порез је повећаван чак 12 пута.

<sup>25</sup> <http://www.timesonline.co.uk/tol/money/tax/article1996735.ece>

<sup>26</sup> <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,2026916,00.html>

износи 1,6 милијарди УСД и то је око 9% БНП, јавни дуџ је достигао скоро 100% бруто националној производу, сваки Американца дуџује око 46.000 долара (дуџ per capita) и америчка влада је проишла фискалне године имала буџетски приход по глави становника од 7 000 долара а буџетски расход од 11 000 долара (per capita). Председник Обама је предложио смањење трошкова од 4 000 хиљаде милијарди током наредних десет година, што би свело дефицит на 2,3% и то кроз: смањење социјалних издвајања, повећање минималној животној годба за одлазак у пензију, замрзавање влада државне администрације, кресање војној буџета – издвајања за Пентагон, укидање популарних пореских олакшица (популарно олакшица за најбољих је Американца усвојених током председниковања млађеј Буша) и субвенција за поједине владине индустријске фирме (нпр. нафтне компаније, фармацеутичке компаније – субвенције за лијекове, опорезивање корпоративних авиона и слично), као и додатно опорезивање бољих Америчанаца које би доњело око 1 000 милијарди нових прихода у буџет. Чак су и поједини Обамини приједлози представљали излазак у сусрет републиканцима како би се лакше постигао договор о повећању задуживања.<sup>27</sup> Међутим, данашња аверзија републиканаца према дефициту и подизању лимита задуживања представља, по оцјени аналитичара, њихово политичко лицемјерство имајући у виду да је граница задуживања до сада повећавана укупно 90 пута, од 1980. чак 39 пута, од почетка новог миленијума 10 пута, а током председниковања Роналда Регана 18 пута. На примјер, републиканац Буш млађи је за осам година председничког мандата подизао ову границу седам пута, док је демократа Бил Клинтон то исто урадио само четири пута. Ипак „минус до 12“ дошло је до политичког споразума који је обезбједио повећање америчког лимита задуживања за 2,4 милијарде долара са дотадашњих 14,3 милијарде, уз истовремено смањење трошкова америчке администрације за 2,1 милијарду долара током наредних 10 година и оснивање двостраначке комисије у Конгресу. Основни задатак новоформиране комисије је да размисли додатно умањење трошкова или повећање пореза у износу од 1,2 до 1,5 милијарди долара. Међутим, неријешен проблем остаје суштинско реструктурирање америчког дуга и пореског система, пошто наведеним договором Америци је фактички само повећан дозвољен „минус у банци“ и тиме избјегнути технички банкрот, док јој стварни још увијек виси над главом. Иако сам договор представља значајно олакшање за све актере на

<sup>27</sup> Барак Обама је још у фебруару 2011. основао двојпартијску Националну комисију за фискалну одговорност и реформу, са циљем да предложи план за благовремено смањивање америчких дужничких проблема. Упркос идеолошким разликама чланова Комисије она је на крају успјела да састави план, али га ипак није усвојила, јер је од 18 чланова само 11 гласало за његово прослијеђивање Конгресу на одобрење. Неопходно је било да 14 чланова Комисије гласа „за“. [www.ft.com](http://www.ft.com)

међународним финансијским и валутним тржиштима, он је назван „*твр-лим компромисом*“ и критикован је како од конзервативних републиканаца тако и од либералних демократа. Такође, америчка јавност и грађани изразито су незадовољни односом политичара у Вашингтону према њиховим и општим друштвеним интересима и сматрају да су страначке и идеолошке циљеве ставили изнад интереса обичних грађана, тј. њихових гласача. На примјер, у анкетама СНН-а и Центра Пју више од 70% грађана оцијенило је понашање политичара приликом преговора о повећању лимита задужевања као „неозбиљно, разочаравајуће и веома често дјетињасто, смијешно и глупо“. Амерички медији су се прикључили критикама, док су спољни аналитичари изразили забринутост немарним односом америчких политичара према домаћим виталним интересима и поставили питање шта би се тек могло очекивати од њих приликом одлучивања о заједничким интересима међународне заједнице. Самим тим, финансијска тржишта убудуће ће и нефункционалност Вашингтона убрајати у факторе ризика, што ће значајно утицати на кредитни рејтинг САД. Поред тога, наведени сукоб се може посматрати и у свијетлу наредних предсједничких избора 2012. и заузимања што боље стартне позиције прије званичног почетка кампање. Иако се сматра да је Обама доживио дјелимичан пораз, а чланови покрета „Чајанка“ непотпуну побједу, спремност Предсједника на споразум са опозицијом и избјегвање „диктаторске“ употребе 14. амандмана Устава САД показују његову оријентацију на компромис за којим „вапи“ већина грађана Америке у данашња кризна времена. Стога, исход ових преговора би могао ојачати Обамину позицију, док републиканци нису успјели у својој намјери да униште његову репутацију способног лидера у кризним ситуацијама.

Међутим, суштински проблеми који муче Америку односе се на спори темпо опоравка њене привреде. Економски показатељи су катастрофални, а велики ударац америчкој привреди задало је откривање чињеница да су статистичке бројке о рецесији и кретању привреде од 2008. биле погрешне и далеко изнад реалног стања. Нетачност и неповјерење у званичне статистичке информације САД могле би произвести девастирајуће ефекте по њену економију, инвестиције и сам програм опоравка. Стога најновије најављивање стимулисања америчке економије кроз процес откупљивања обвезница (енг. „QE3“ – quantitative easing 3) од предсједника FED-а Бена Бернаркеа, није изазвало позитивне реакције инвеститора и јачање тржишних индекса, као што је то био случај са „QE2“ августа 2010. године у износу од 600 милијарди долара, а који је укључивао и пореске олакшице у износу од око једну милијарду долара. Пошто су током кризе 2008. године подаци о стању у привреди били погрешни, самим тим се може закључити да су и мјере које је предузимала америчка влада биле погрешне. Као резултат,

криза није превазиђена, него је само пролонгиран њен врхунац, тако да је сада оправдана сумња у могућност позитивних ефеката „QE3“.<sup>28</sup> Тренутна дужничка криза у Сједињеним Државама своје коријене вуче из лошег рјешавања финансијске и економске кризе из 2008. и представља само њен други талас, а не нову кризу као што неки тврде. У то вријеме новоизабрани предсједник Америке Барак Обама је 16. децембра 2008. сазвао састанак свог економског тима да би донио хитне мјере за излазак из најгоре финансијске и економске кризе послје Другог свјетског рата. Уред за статистику рада (Bureau for Labour Statistics) је само двије седмице прије извијестио о повећању незапослености у новембру 2008. за 533 хиљаде радника, након што је та бројка у октобру износила 302 хиљаде.<sup>29</sup> Од новембра 2008. до јануара 2009. је око 1,8 милиона радника остало без запослења. Уколико не би био усвојен пакет помоћи тадашње пројекције о паду броја запослених су предвиђале могућност да тај износ буде испод 134 милиона запослених радника, док је на самом врхунцу рецесије из 2008. та бројка била око 138 милиона.<sup>30</sup> Стопа БНП за трећи квартал 2008. је опала за 0,5%, а у четвртном чак 3,9% према извјештајима званичних америчких институција. План помоћи владе Сједињених Држава прављен је у складу са овим извјештајима и на крају је усвојен у износу од око 830 милијарди долара („QE1“). Са свим осталим видовима подршке посрнулој америчкој привреди до краја године је тај износ премашио и билион америчких долара. Међутим, накнадни статистички подаци су показали да је америчка економија у трећем и четвртном кварталу 2008. године опала не за 0,5% и 3,9%, већ за 3,7% и 8,9%, док је број радника који је изгубио посао од новембра 2008. до краја јануара 2009. износио 2,2 милиона.<sup>31</sup> Тако је у јануару 2009. реална запосленост у САД била око један милион испод званичних статистичких података релевантних институција, а да то нико тада није знао. Стога се намеће питање о адекватности 830 милијарди долара вриједног плана помоћи америчке владе и утицај њене неинформисаности о стварном стању сопствене привреде приликом доношења неодговарајућих одлука. Анализе појединих стручњака који су се специјализовали за Велику депресију из 30-их година прошлог вијека и рецесије, као што је Кристина Ромер, наглашавају да је неопходан пакет подршке за превазилажење ове кризе око 1,2 милијарде долара. Ове процјене су рађене у складу са првобитним и погрешним званичним економским индикаторима Сједињених Држава. Америчка администрација је

<sup>28</sup> The Economist, The world economy, September 24th – September 30th, London, pp. 44-45.

<sup>29</sup> The Economist, America's Economy, August 6th – August 12th, London, p31.

<sup>30</sup> Студија о могућим ефектима пакета помоћи у износу од око 830 милијарди долара (аутори: C. Romer и J. Bernstein). The Economist, America's Economy, August 6th – August 12th, London, 2011.

<sup>31</sup> www.economist.com



имала довољно новца на располагању за финансирање још обимнијег пакета помоћи почетком 2009, јер је њен нето дуг у односу на БНП износио око 50%, годишњи приноси на десетогодишње обвезнице Трезора били су око 2% и све остале свјетске економије су се налазиле у кризи па је и заинтересованост за улагање у САД била снажна. Дилема која је везана за амерички план помоћи тиче се начина и метода спашавања економије САД, издашна помоћ великом броју приватних финансијских институција и спровођење реформских процеса. Забрињавајућа чињеница је да и поред сада објављених стварних димензија кризе из 2008, перцепција јавности је углавном фокусирана на неуспјешност пакета помоћи иако је очигледно да је његова висина била неадекватна. Политичари су очигледно веома лоше реаговали на кризу 2008, дјелимично и због недостатка тачних података о стању сопствене економије, што је касније проузроковало претапање дужничке кризе из приватног сектора у јавни. Ово се посебно огледа повећањем јавних дугова и буџетског дефицита САД и земаља Европске уније.

Тренутни проспекти америчке привреде су забрињавајући. Предсједник FED-а Бен Бернарке најављује могућност повећања понуде новца у оптицају кроз „QE3“. FED је објавио да ће референтну каматну стопу задржати на нивоу од 0% све до 2013, а предвиђања о кретању привреде Сједињених Држава у ММФ-овом економском погледу за свијет, издатом 2011, јесу:

1. раст привреде испод 3% у наредне двије године и то 2,8% у 2011. и 2,9% у 2012, док је у 2010. износио 2,8%,
2. инфлација ће се кретати од 2,25% у 2011. до 1,6% у 2012, док је у 2010. износила 1,6%,
3. дефицит текућег рачуна у 2011. ће износити 3,2% БДП, у 2012. смањиће се на 2,8%, док је у 2010. био 3,2%,
4. стопа незапослености ће се смањивати са максимално достигнутог нивоа од 9,6% из 2010. на 8,5% у 2011. и 7,8% у 2012,
5. буџетски дефицит пројектован за ову годину износи 10,8% у односу на БДП, у 2012. се очекује његово смањење на 7,5%, док је у 2010. износио 10,6%,
6. укупан јавни дуг непрестано се повећава, и то са 91,6% БДП у 2010. на 99,5% у 2011. и 102,9% у 2012, док се очекује да у 2016. достигне чак 111,9%.<sup>32</sup>

Овдје се посебно истиче неопходност кредитбилне политике стабилизације јавног дуга у средњем периоду, тренутно обуздавање раста буџетског дефицита и структурна реформа пореског система уз фискалну консолидацију. Иако је почетком августа 2011. предсједник FED-а најавио нови пакет стимулација економије („QE3“) очекивања по привредни раст нису

<sup>32</sup> IMF (2011). World Economic Outlook 2011 – Tensions from Two-Speed Recovery, pp. 181-212.

велика, пошто је и претходни пакет из августа 2010. имао скроман утицај доприносећи само 0,5% укупном расту БДП у тој години. Ефекти наведене мјере огледају се у аутоматском отклањању ризика од дефлације, повећаним инфлаторним очекивањима и ниском нивоу очекиваних приноса на дугорочне хартије од вриједности. Важан фактор за остварење наведених циљева америчке администрације је ефикасна имплементација новоусвојене финансијске регулативе, процеса супервизије и надзора у области пословања хартијама од вриједности и дериватима. Америчке власти су Сенату предложиле и реформу финансирања на стамбеном тржишту, као што је то прописано *Dodd-Frank Act*. Председник Сједињених Држава је 8. септембра 2011. одржао говор у америчком Конгресу гдје је предложио нови план помоћи од 447 милијарди долара, који би требао да спаси привреду од поновног понирања у рецесију. Велики проблем за спровођење овог плана су већ претходно споменут забрињавајући ниво буџетског дефицита и снажно противљење републиканаца повећању пореза кроз фискалну реформу и консолидацију. Поред тога, конгресни „Комитет“ који је основан приликом августовског договора о подизању лимита задуживања с циљем да обезбједи додатних 1,5 милијарди долара само отежава имплементацију нових програма и реформских процеса у Америци.<sup>33</sup>

## 2.2. Утицај кредитног рејтинга САД на свјетске економске процесе

Историјско смањење кредитног рејтинга Сједињених Држава са ААА на АА+ од агенције *Standard & Poors* је из фундамента промијенило функционисање међународног финансијско-валутног система и утицало на међусобне односе између земаља у свијету.<sup>34</sup> Главни разлог за ову одлуку је сама суштина договора о повећању лимита задуживања САД, затим политичке несугласице и неизвјесности које су пратиле његово доношење и на крају неадекватност мјера штедње и реформи које би требале да донесу излаз из ове кризне позиције образложио је директор S&P Дејвид Бирс. Реакција Вашингтона на ову одлуку била је веома оштра и Обама је у првом реаговању истакао да финансијска тржишта и инвеститори широм свијета и даље вјерују да је амерички кредитни рејтинг врхунски. *„Што год рекла нека агенција за кредитни рејтинг, увијек смо били и бићемо земља широкотруког А. Проблем није у самом дућу и америчкој несposодности да га плаћа, већ у спосодности политичког система да ријешити најомилани буџетски*

<sup>33</sup> The Economist, From deficits to jobs, and back – The jobs plan, September 17th – September 23rd, London, 2011, p. 40.

<sup>34</sup> У петак 5. августа, приватна агенција за оцјену кредитног рејтинга је по први пут у историји снизила кредитни рејтинг Сједињених Америчких Држава са врхунског троструког А на АА+. Кредитно рангирање је уведено још давне 1917. и Америци је тада агенција Мооду'с дала најбољу могућу оцјену.

дефициј у дужем року.<sup>35</sup> Америчко министарство финансија (US Treasury) је снажно критиковало агенцију S&P истичући да су одлуку донијели на основу грешке у прорачунима државног дуга од 2 билиона долара, док је агенција саопштила да је она само извршила своју грађанску дужност. Не дуго затим је Дејвид Бирс напустио мјесто директора агенције и самим тим био „кажњен“ за своју одлуку, тј. „пропуст“. Остале приватне агенције за оцјену кредитног рејтинга нису казнили Америку због драме око лимита задуживања, али је то урадила главна кинеска агенција за оцјену кредитног рејтинга „Dangong“. Она је већ била снизила кредитни рејтинг САД у новембру прошле године на „А плус“, да би сада био снижен на „А“. Кинеске власти су изразиле незадовољство „неодговорним понашањем“ америчких политичара и захтијевају од њих ефикасно рјешавање дужничких проблема, сматрајући августовски договор само краткотрајним рјешењем. Гувернер Народне банке Кине Жу Сјаочуан је затражио од САД да воде рачуна о будућности међународног монетарног система и глобалног привредног раста, уз напомену да је америчко тржиште обвезница кључно за стабилност свјетских финансијских тржишта.<sup>36</sup> Кина у свом посједу држи преко 70% девизних резерви у доларима и највећи је купац трезорских хартија од вриједности, а садашњи амерички проблеми ће само убрзати процес диверзификације кинеских девизних резерви и улагања у обвезнице. Иако криза „дрма“ еврозону, Кина и даље преферира заједничку европску валуту и обвезнице деноминоване у еврима и то је тренд који ће се наставити и у наредном периоду.

Посљедице наведеног потеза агенције S&P се првенствено односе на могуће повећање трошкова позајмица америчке владе, компанија и потрошача који представљају највећег свјетског зајмопримца. Аутоматски би се то одразило и на поскупљивање кредита за све остале зајмопримце широм свијета, што би могло проузроковати снажније ширење дужничке кризе. Снижење кредитног рејтинга не дешава се често, али је до сада било више случајева да најразвијеније земље изгубе врхунску кредитну оцјену. На примјер, то се десило и Јапану, Италији и Ирској. С друге стране, поједине земље су успијевале да поново завриједу врхунски кредитни ниво, као што је то било са Аустралијом и Канадом које су то постигле за мање од 10 година. Сљедећи могући проблем може се појавити у земљама са вишком капитала, великим девизним резервама и државним инвестиционим фондовима јер највећи свјетски дужници, као што су Сједињене Државе, Јапан и Италија, имају рејтинге ниже од идеалних, а они своје инвестиције, у складу са националним законодавствима, углавном морају да пласирају у неризичне инструменте. Стога се појављује оправдана сумња у основе теорије

<sup>35</sup> [www.politika.rs](http://www.politika.rs)

<sup>36</sup> [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

о финансијама, пошто се у сваком удбенику америчке државне обвезнице представљају као неризична актива. Наведени аксиом је сада доведен у питање, тј. уколико не постоји безризична актива не вриједи ни многе теорије и формуле из области финансија. Научници и аналитичари ће морати да ревидирају концепт управљања ризицима и позицију рејтинг агенција, док пресудну улогу могу да одиграју регулатори прихватајући кредитни рејтинг АА+ као безризичан. У супротном, власници вишка новца би морали да бирају друге инвестиционе мете и улагали би само у обвезнице земаља са врхунским кредитним рејтингом, што би их излагало њиховим валутним ризицима. Истовремено би раст тражње за валутама тих земаља угрозио њихову извозничку конкурентност, као што је то случај с Швајцарском и њеном валутом франком.<sup>37</sup>

Међутим, смањење кредитног рејтинга САД може да донесе и позитивне ефекте за америчку и свјетску привреду. *Прво*, сама одлука ће утицати на отржењење многих политичара и банкара у САД и свијету. Дуго времена је улагање у трезорске хартије од вриједности сматрано безризично и портфолио менаџери широм свијета су у њих пласирали огромна средства, правдајући их својим клијентима као максимално сигурно улагање. Сада су и ти клијенти упознати са одређеним степеном ризичности тих улагања, а и портфолио менаџери неће више моћи „без труда“ да остварују зараде. *Друго*, Сједињене Државе су већ неколико година убрзано повећавале своја дуговања и смањење кредитне оцјене представља аларм да то више није могуће. Америчка администрација ће морати веома озбиљно да се позабави рјешавањем њеног *укујної јавної дуја, іалойирајућеї дуцетїскої дефициїта и ниских сїюја іривредної растїа*. Узбуна је подигнута и у редовима највећих заштитника богатих Американаца, конзервативним републиканцима. *Треће*, отвара се могућност и другим земљама које воде кредибилне економске и монетарне политике да привуку вишак слободних новчаних средстава из цијелог свијета. До сада је Америка била првенствени циљ скоро свих свјетских инвеститора, али се сада и земље у развоју са снажним стопама раста квалификују као озбиљна инвестициона уточишта. На примјер, Бразил, Русија, Кина, Индија и остали постају све привлачнија подручја за пласирање великих количина новца. Тако Русија планира да утростручи свој јавни дуг до 2014, а очекује се да њене стопе привредног раста буду изнад четири посто у наредним годинама.<sup>38</sup> *Четврто*, без обзира на смањење кредитне способности Сједињене Државе остају највећи свјетски зајмопримац, без озбиљног конкурента за примат у глобалним оквирима. Инвеститори су приморани да вишкове средстава пласирају негдје, а ниједна земља нема развијене инструменте и капацитете као што то има Америка. Поред тога,

<sup>37</sup> [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)

<sup>38</sup> [www.politika.rs](http://www.politika.rs)

географска и демографска величина, као и економска и војна моћ је тренутно сврставају у неприкосновеног чувара свјетског богатства.

Као резултат, тренутни приноси на америчке дугорочне обвезнице су на изразито ниском нивоу од око 2%, док је понуда средстава приликом аукција Трежерија у сталном расту. Слична су предвиђања и за наредни период, а америчке дугорочне обвезнице црпе повјерење и из донесених мјера америчке централне банке, као што је и посљедњи програм FED-а под називом „*Operation Twist*“.<sup>39</sup> Упркос политичким препирањима и одлукама агенције *Standard & Poors* инвеститори широм свијета вјерују у Америку и њену способност измирења својих обавеза према повјериоцима.

### 2.3. Агонија спасавања заједничке европске валуте

Европски лидери непрестано покушавају да се изборе са нестабилношћу евра и неповјерењем инвеститора са свјетских финансијских тржишта у дужничке хартије од вриједности европских земаља. У складу са тим циљем су организовани многобројни самити земаља еврозоне и ЕУ током претходне двије године, али на њима нису постигнута структурна и коначна рјешења која би требала да врате повјерење у европску економију и заједничку валуту. Посљедњи у низу самита је одржан 8. и 9. децембра 2011. и био је означен као кључни за спас Економске и монетарне уније. Међутим, самит је показао све различитости и неразумијевања која тренутно владају европским континентом и доказао постојање „двје Европе“, једне на острву коју чини Велика Британија и друге на континенту коју репрезентују све остале земље са главним играчима попут Њемачке и Француске.

*Шта су то, у сивари, кључна досијешнућа Самита?* Кључни резултат Самита је конфликт између Велике Британије и остатка еврозоне, посебно Француске и Њемачке. Остаће упамћен гест Николе Саркозија, председника Француске, који није желио да поздрави британског премијера Дејвида Камеруна, претходно иритиран његовим одбијањем да учествује у заједничким мјерама за спас евра. Током расправе о могућим рјешењима, Саркози је чак упитао Камеруна „зашто би ми вама (Великој Британији) требали да платимо да би спасили нашу валуту“.<sup>40</sup> Земље чланице ЕУ (26

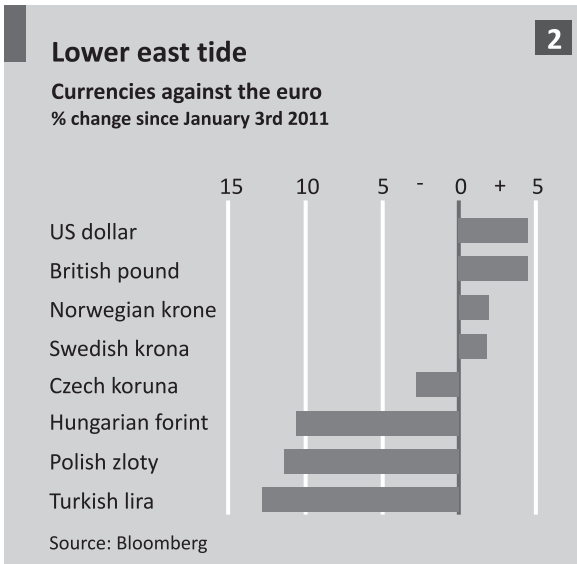
<sup>39</sup> Покушај да се смање каматне стопе на десетогодишње трезорске обвезнице, које су ионако на историјски ниском нивоу од 1,8%. С једне стране, операција се састоји у продаји средњорочних државних обвезница које доспијевају за неколико година и чији приноси су већ сада скоро нула, и с друге стране у откупу десетогодишњих државних хартија од вриједности. Повећањем тражње за десетогодишњим обвезницама покушаће се смањити њихове каматне стопе и стимулирати привредни раст. Слично је FED покушао 1960. кроз тзв. Chubby Checker Hit, али су ефекти на каматне стопе и привредни раст били минорни. [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) и [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

<sup>40</sup> The Economist, *The European Union and the euro – Game, set and mismatch*, December 17th – December 30th, London, 2011, p. 43.

земаља), изузев Велике Британије, сагласиле су се да направе неопходне реформе за спас еврозоне. *Прво*, земље су прихватиле да поостре фискална правила тако што ће у њихове уставе укључити одредбе о дозвољеном нивоу јавног дуга и буџетског дефицита. Европски суд правде у Луксембургу ће оцјењивати да ли је национална легислатива усклађена с постигнутим договором, док је оперативност санкционисања прекршилаца правила ефикасније уређено. Њемачка је инсистирала на промјени „Уговора или Споразума о оснивању ЕУ“ и да наведена клаузула буде њихов саставни дио, што је и прихваћено. Било је и других приједлога, као што је председник Европског савјета Херман Ван Ромпеј предлагао промјену протокола 12 у Споразуму о оснивању ЕУ, али је њемачка канцеларка Меркел сматрала да је то недовољно да би обезбједило фискалну дисциплину чланица ЕУ. Договорена фискална ограничења су на нивоу Пакта за стабилност и раст, који је подразумијевао да земље морају одржавати дефицит буџета у односу на БДП на нивоу до 3% и да њихов јавни дуг не смије премашити 60% БДП. *Друго*, договорено је да EFSF буде замијењен до јуна 2012. са ESM (European Stability Mechanism) и он је створен као аутоматски механизам за помоћ земљама еврозоне. ESM почиње да функционише годину дана прије него што је раније било планирано, а повећање његовог буџета од 500 милијарди евра неће бити разматрано прије априла 2012. *Треће*, земље ЕУ су одлучиле да уложе око 200 милијарди евра у ММФ-ов фонд који би помагао земљама еврозоне кризним моментима. Пошто ЕЦБ није у могућности да директно финансира владе земаља, договорено је да централне банке земаља уплате новац ММФ-у који би онда директно помагао у спречавању банкрота и немогућности финансирања доспјелих обавеза. Овај начин финансијске помоћи је прихватљив и за Њемачку, пошто ММФ има репутацију строгог зајмодавца који заузврат захтијева рационално понашање дужника. ММФ има кредибилитет да привуче и друге заинтересоване инвеститоре који траже сигурна улагања у кризним временима, као што су улагачи из земаља у развоју и Сједињених Држава, па би и ММФ-ов фонд за помоћ земљама еврозоне могао да се значајно повећа током времена.

Поред тога, ЕЦБ је смањила референтну каматну стопу са 1,25% на 1% и објавила да би могла помоћи „ограниченом куповином“ обвезница проблематичних земаља еврозоне уколико се земље договоре о стриктнијем поштовању фискалних ограничења. Без обзира на то, вриједност евра у односу на долар је у децембру 2011. пала испод 1,30, а инвеститори нису показали да имају повјерења у дужничке папире европских земаља, посебно Грчке, Италије, Шпаније и сличних.

Слика 6. Крепање вриједности евра у односу на  
групе националне валуте у 2011. години

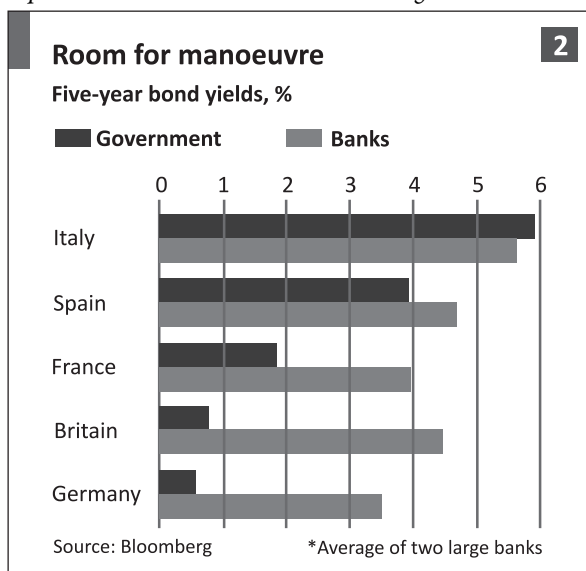


Извор: Bloomberg

Које су то кључне детерминанте које проузрокују неовјерене инвестиционог и несигурности финансијских тржишта у Европи? Основни узрок је „нефункционалност“ „a lender of last resort“ у оквиру еврозоне. Не може се рећи да оно не постоји, пошто је ЕЦБ класичан примјер „a lender of last resort“ али званично не користи те могућности. Разлог за то је снажно противљење Немачке због њене одбојности према високој инфлацији, коју би проузроковале еврообвезнице. Самим тим, немачка канцеларка Ангела Меркел блокира било какву могућност да се емитују заједничке хартије од вриједности које би служиле за покриће дугова свих европских земаља. Сигурно је да би еврообвезнице умирале тржишта капитала и инвеститоре, али Немачка није спремна да плаћа дугове недисциплинованих европских земаља. Нијемци још увијек осјећају посљедице интеграције сиромашне Источне Немачке и јавно мијење није благонаклоњено сличним подухватима њихових политичких лидера. Стога, није реално очекивати стварање еврообвезница којим би се дугови проблематичних земаља еврозоне расподјелили свим чланицама. С друге стране, ЕЦБ већ дуже вријеме откупљује дужничке хартије од вриједности проблематичних европских земаља, попут Италије, Шпаније или Грчке, али то не објављује и не пропагира. Стога, ЕЦБ већ обавља функцију „a lender of last resort“ за подручје еврозоне и ЕУ, али то јавно не истиче и не поставља као приоритет њене политике. Француска је прихватила овакво стајалиште Немачке, али заузврат је затражила

да Њемачка одступи од става да и приватни кредитори морају поднијети дио терета за крах финансијских тржишта. Разлог за то је дојазан Француза да би могли изгубити врхунски кредитни рејтинг који би фундаментално уздрмао њихове државне финансије али и финансијске и приватне корпорације. Француске банке су највише изложене обвезницама Грчке, Италије и осталих. Тако су оне позајмиле Грчкој 41,9 милијарди евра, а Италији чак 319 милијарди<sup>41</sup> па би њихов отпис уздрмао француске банке и финансијске институције. Поред тога, њемачке финансијске институције и банке су на другом мјесту по изложености дуговима проблематичних европских земаља<sup>42</sup>, па и не чуди највећа заинтересованост Француске и Њемачке за спас Грчке, Италије, Шпаније, Ирске, Португалије и осталих. Самим тим, може се закључити да је Самит европских земаља 8. и 9. децембра оставио много неријешених питања неопходних да се конкретизују да би се дошло до коначног рјешења за спас ЕМУ.

Слика 7. Приноси на на петгодишње државне обвезнице европских земаља почетком 2012. године



Извор: Bloomberg)

Финансијска тржишта, инвеститори, али и грађани Европске уније, нестрпљиво чекају одлуке европских лидера које би требале довести структурних реформи, подизање конкурентности европских пословних људи и стварање потпуног и квалитетног банкарског система у Европи. Наведени

<sup>41</sup> [www.economist.com](http://www.economist.com)

<sup>42</sup> [www.ft.com](http://www.ft.com)



Самит није успио достићи тај ниво успјешности, али би могао бити још један степен ка коначном успјеху. Засигурно, још пуно Самита ће бити одржано док се не ускладе све различитости, нејасноће и интереси на којима почива ЕУ и ЕМУ. Међутим, то не мора да буде недостатак, већ се може претворити и у предност која би требала омогућити европском континенту да буде оно што је кроз историју и био, а то је оличење сигурности, стабилности, конкурентности, просперитета и технолошког напретка.

### **3. Криза као „изговор“ за дубље политичке интеграције и наставак процеса глобализације**

Да би се схватила суштина наведене „велике кризе“ с почетка 21. вијека, потребно је у потпуности сагледати систем функционисања и стање интернационалног финансијског сектора, историјске чињенице и догађаје, затим већ исказане глобализацијске тежње и кључне међународне актере у свјетским интеграционим процесима, као и инструменте које они користе да би остварили зацртане циљеве.

#### **3.1. Улога банака и осталих институција глобалног финансијског система**

Банкарски и финансијски сектор представља окосницу функционисања капиталистичког привредног система како у свијету, тако и у Европи. Кључни проблем текуће кризе се огледа у обезбјеђивању стабилности и рјешавању нагомиланих губитака наведеног сектора. Криза је почела 2008. године када је дошло до пропасти неких од највећих финансијских институција, као што је на примјер *Lehman Brothers*, и државне финансијске помоћи великом броју банака. Ова државна помоћ је финансирана путем задуживања на финансијским тржиштима и новцем пореских обвезника. Као резултат, дошло је до драстичних повећања буџетског дефицита и јавног дуга код најразвијенијих земаља, као што су Сједињене Државе, Француска, Италија и остали. Међутим, ове мјере нису дале очекиване резултате и финансијски сектор није „излијечен“ већ је само купљено додатно вријеме за наставак функционисања постојећег система. На примјер, једна од највећих европских банака Dexia је примила огроман новац од белгијске државе да би избјегла банкрот 2009, али се није опоравила и 2011. је потпуно крахирала. Белгија, Француска и Луксембург су се договориле да је подијеле на три дијела и спроведу мјере за реструктурирање банке и њених обавеза. Разлог за крах система помоћи финансијском сектору, а посебно у Европи, лежи у чињеници да од самог почетка кризе није се „искрено“ пришло структурном рјешавању проблема и да финансијски сектор није усвојио адекватна пра-

вила пословања. Као резултат, након кратког опоравка финансијског сектора у 2010. и почетком 2011, за који су заслужне интервенције влада земаља, долази до поновног наглог пада ликвидности и расположивог новца код банака. Тако на примјер, према изворима из инвестиционе банке *Barclays Capital* тврде да је до јуна 2011. продано само 17 милијарди евра необезбјеђених обвезница европских банака, док је прошле године у истом периоду тај износ био 120 милијарди. За разлику од 2008. године, када су владе позајмљивале новац банкама сада банке не могу да прикупе довољно капитала на финансијским тржиштима да би помогле земљама у исплаћивању обавеза по основу доспјелих обавеза. Најснажније европске банке у Италији и Шпанији, као што су *Unicredit* банка или *Santander*, имају потешкоће да прикупе новац од инвеститора пошто су приноси на трогодишње обвезнице ових земаља достигле ниво од неодрживих 7,9% на дан 29. новембар 2011. Чак и велике банке из „језгра“ ЕУ, као што су то Њемачка и Британија, имају отежан приступ „свјежем“ новцу на тржиштима капитала и то је оно што брине више него високи приноси на државне обвезнице. Алтернативни извори финансирања банака су представљени кроз краткорочно међубанкарско тржиште и позајмљивање на тржишту новца. Оба ова извора постепено „пресушују“ имајући у виду да банке нису спремне да посуђују велике суме новца међусобно због неповјерења у кредибилност система и да је у посљедњих шест мјесеци дошло до смањивања расположивих средстава за Европу од стране великих америчких фондова новца. „Банке су још увијек спремне да позајме једна другог милијарде долара захваљујући међусобним познанствима банкара и њиховој свијести да би они веома брзо могли доћи у проблеме с ликвидношћу, па ће им требати услуга њихових колега“ тврди банкарски извор за лондонски *Economist*. Поред тога и ЕЦБ врши снажан притисак на највеће банке у еврозони да позајмљује малим банкама на међубанкарском тржишту. Опасност да ће штедише почети да повлаче своје депозите из банака на периферији ЕУ „лебди“ у ваздуху, иако то није тренутно реална могућност. Проблеми који пријете да допринесу и убрзају наведени развој догађаја круже Европом. *Прво*, банке су смањиле своју кредитну активност према фирмама, посебно малим и средњим, што ће директно утицати на проспекте привредног раста у Европској унији. Сматра се да ће се позајмице малим предузећима смањити чак за 40%. Усљед недостатка новца и великих губитака, банке су се одлучиле за велику распродају имовине (акција, некретнина, обвезница и остало) да би довели у ред своје билансе и повратили поштовање инвеститора.

Слика 8. Крећање цијена акција европских банака у 2011. години



Извор: *Thomson Reuters*)

Друго, ЕВА (European Banking Authority) је у децембру 2011. објавила резултате стрес теста који је показао да европске банке морају прикупити додатних 115 милијарди евра капитала, да би надокнадили губитак на вриједности државних обвезница проблематичних земаља са периферије Европе које имају у власништву. Највећи јаз у капиталу имају банке из Шпаније, Италије и Грчке којима је потребна помоћ државе, док с друге стране држава очекује да ове банке буду купци њихових обвезница. Стога, наведена ситуација представља „зачарани круг“ у коме се врте банке и држава. На примјер, највећој италијанској банци, *Unicredit*, недостаје скоро 8 милијарди евра капитала, а она посједује око 40 милијарди евра италијанских обвезница, док шпанске банке требају додатних 26 милијарди евра. Чак и друга по величини њемачка банка *Commerzbank* ће морати да попуни „рупу“ у капиталу од 5,3 милијарде евра. *Treffe*, финансијске институције у Европи које имају новца имају велики проблем са потенцијалима за улагање због нестабилности која влада у еврозони. Стога се банке одлучују за најсигурније чување новца у виду депозита код Европске централне банке. На примјер, само је током божићног викенда код ЕЦБ било положено рекордних 412 милијарди евра у виду банкарских депозита, што показује неповјерење у међубанкарско тржиште и припреме за испуњавање строжих критерија адекватности капитала прописаних од ЕВА. Оволика сума расположивог новца у оптицају код банака је посљедица мјера ЕЦБ на анимирању актив-

ности и стабилности европског финансијског тржишта. Прва мјера коју је ЕЦБ урадила је било обезбјеђивање ликвидности кроз понуду једногодишњих позајмица банкама. Међутим, банке нису биле охрабрене да интензивирају кредитирање предузећа и грађана јер су те позајмице дужег рока трајања, па би њихове обавезе према ЕЦБ доспијевале знатно прије него њихова потраживања од клијената. Недостатак дугорочнијих извора финансирања су допринијели повећању несигурности цијелог финансијског система пошто су банке биле ослоњене само на краткорочне изворе финансирања. Тако је аукцијско тржиште државних обвезница у Европи у јулу 2011. било скоро мртво, па је ЕЦБ морала да интервенише куповином проблематичних обвезница европских земаља с периферије. Самим тим је ЕЦБ била принуђена да понуди помоћ у ликвидности за преко 500 европских банака у износу од 489 милијарди евра у облику трогодишње позајмице 21. децембра 2011. Велика тражња за овим новцем међу европским банкама је показала колико је критична ситуација, јер је на овај начин рок доспијећа ЕЦБ позајмица комерцијалним банкама повећан са 10 недеља на 21 мјесец. Према *Morgan Stanley* банци, овај пакет помоћи ће обезбиједити 235 милијарди евра додатних средстава за банке имајући у виду да ће се остатак од 254 милијарде искористити за замјену већ повучених краткорочних позајмица ЕЦБ. Коначна сума досадашње помоћи Европске централне банке европском финансијском и банкарском систему износи око 979 милијарди евра, али крај агоније се још увијек не назире.

### **3.2. Улога Велике Британије у процесу спашавања заједничке европске валуте**

Позиција Велике Британије у Европској унији је увијек била контроверзна. Позната чињеница је да је приликом стварања ЕЕЗ 1957. године, које је било иницирано од Американаца, било понуђено Британцима да заједно с Француском и Њемачком буду окосница заједнице која би требала обезбиједити просперитет Европи и спријечити понављање крвавих сукоба као у случају Првог и Другог свјетског рата. Британци су то одбили, али је успјех Заједнице приморао Британце да се прикључе 1973. након година одбијања од предсједника Француске Чарлс де Гол. Иако су постали пуноправни чланови увијек су тражили изузеће од одређених заједничких политика за које су сматрали да им угрожавају националне интересе, као што су поврат новца из европског буџета (*budget rebate*) који је обезбиједила Маргарет Тачер, Економске и монетарне уније који им је осигурао Џон Мејџор, Шенген зоне, недовољна сарадња у области судских и полицијских послова, блокирање снажније интеграције у одбрамбеној и вањској политици и изузеће и одређених дијелова социјалне политике и политике запошљавања. Кључ-

ни и многи сматрају једини интерес Британије у ЕУ је заједничко тржиште због којег су и постали чланови. Самит ЕУ 8. и 9. децембра је показао да још увијек Велика Британија није спремна да буде у потпуности дио Европе и да ризикује да остане изолована. Британски премијер Дејвид Камерун је одбио приједлоге осталих европских лидера за излазак из кризе у којој се наша еврозона и остао усамљен у одбрани националних интереса. *А шта је то што је Камерун изражио од својих европских њаршнера и шта је одбио у име Бришаније?*

Прво, Британски премијер Дејвид Камерун се фокусирао на одбрану интереса финансијске индустрије смјештене у дијелу Лондона под називом Сити (City), који представља један од главних свјетских финансијских центара. Значај Ситија се огледа у томе да је извозни суфицит Велике Британије у финансијским услугама и осигурању износи 2,6% БДП, а када се укључе и услуге од правних послова, рачуноводства и консалтинга та цифра превазилази 3% БДП. У свијету не постоји нити једна земља која има сличне ефекте у области финансија и нити један индустријски кластер није способен да пружи толико велике користи за извоз једне земље. Његов значај је поготово важан за Велику Британију, која има катастрофално привредно стање без квалитетне алтернативе за будући економски развој. Основна пријетња је усмјерена на строжу и свеобухватнију регулативу финансијског пословања у ЕУ од стране Брисела, имајући у виду да већина аналитичара и грађана сматрају да су финансијски шпекуланти главни кривци за садашњу кризу. Увођење пореза на финансијске трансакције су предложили Саркози и Меркелова, имајући у виду да би изузетно ниска стопа пореза на финансијске трансакције годишње доносила између око 55 милијарди евра. Око 60 до 70% од ове суме би се обезбјеђивало на тлу Велике Британије, а овај новац би се користио за помоћ земљама еврозоне у кризи и омогућио стабилизовање заједничке европске валуте. Такође, *дугеи Меркози* је предложио да све клириншке куће које обављају послове поравнања и чувања евроденоминованих деривата морају имати сједиште у земљи чланице еврозоне. То би значило угрожавање лондонског тржишта деривата и пребацивање одређеног дијела пословања у Париз и Франкфурт. *Друіо*, инсистирање Њемачке на укључивањем клаузуле о ограничавању јавног дуга и буџетског дефицита у Споразум о оснивању ЕУ, с ингеренцијама Европског суда правде (ЕСЈ) да надгледа да ли је национална регулатива у складу нормама Европске уније. Циљ је да се поштри фискална дисциплина да би се избјегла евентуална наредна криза, а Њемачка је увела скоро исту клаузулу (Schuldebremse) у свој устав 2009. Прва је то урадила Швајцарска 2001, док Пољска има уставну одредбу да њен јавни дуг не смије прећи 60% БДП све док не постане чланица ЕМУ. Циљ Нијемаца је да смање јавни дуг од 83%

БДП, што је слично француском нивоу, затим да федерална влада смањи буџетски дефицит на 0,35% БДП до 2016. и да покрајине (Landers) морају да успоставе потпуну буџетску равнотежу до 2020. Сличне мјере су усвојиле Шпанија и Аустрија али мало у другачијем облику и интензитету.<sup>43</sup> Треће, Британија је захтијевала да се врати могућност вета на четири питања из области финансијске регулативе, које су сада предмет већинског гласања, и да се та измјена угради у протокол новог Споразума о ЕУ. Сагласност није постигнута пошто су Французи и Нијемци одмах исказали незадовољство према британској намјери да заштити финансијске интересе Ситија. Ионако већина у Британији и Европи сматра „англосаксонске“ спекуланте најодговорнијим за кризу, па њихова заштита је изразито непопуларна. Тако је и холандски премијер *Mark Rutte* истакао да Велика Британија тражи превелику компаративну предност у односу на све друге чланове ЕУ, а Саркози оптужио да желе створити „off shore“ зону за финансијске послове у срцу Европе. *Четврто*, Камерун је одбио и да учествује у повећању буџета EFSF-а и да допринесе уплати новца у фонд ММФ-а за помоћ проблематичним земљама заједничке европске валуте.

Међутим, децембарски самит лидера ЕУ би могао представљати почетак периода изолације Велике Британије у Европи и њеним заједничким институцијама. Многи аналитичари, чак и британски, сматрају да је преговарачки тим британског премијера био изузетно лоше припремљен, неспреман да својим европским колегама раније достави приједлоге рјешења. Британци су били изненађени чињеницом да су све остале земље, па чак и оне изван еврозоне, брзо пристале на понуђена рјешења Француске и Немачке. Британцима сигурно не би одговарало да буду одсутни када се буде усвајала финансијска и остала важна регулатива у Бриселу, имајући у виду да би те одлуке могле значајно нашкодити њеним интересима. Без обзира на наведене чињенице, Сити је под великим притиском и његово пословање се угрожава на различите начине. Један од њих је увођење 50% пореза на зараде од лабуристичке владе у 2010, што га чини најопорезованијим финансијским центром у свијету с аспекта личних зарада менаџера. Затим, лоша политика британске владе у погледу строге имиграционе политике доприноси смањењу компаративних предности Лондона. Други региони у развоју, такође, развијају своје капацитете за финансијски сектор и ту предњаче Хонг Конг, Сингапур, Дубаји и остали. Једна од кључних предности Ситија у односу на све њих је временски и географски положај, пошто се радни дан у Лондону отвара у периоду када се затварају азијске и отварају америчке берзе. То га чини идеалном локацијом за свјетске менаџере који се баве алокацијом капитала, али погрешна национална политика регула-

<sup>43</sup> Аустрија је усвојила сличан закон, али није га уградила у устав земље, док је Шпанија усвојила мало блаже мјере за довођење државних финансија у ред.

ције, пореза и имиграције може неутралисати све те предности Ситија и навести га да изгуби деценијску лидерску позицију у свјетским финансијским пословима. Међутим, развој у другим регионима може бити и прилика за Сити уколико политичари препознају шансу. Као што је више од пола вијека свјетски центар за трговину доларима, тако би могао и да постане центар за трговину кинеском валутом јуан. Стога је британски министар финансија Џорџ Озборн договорио с Кинезима у Хонг Конгу почетком 2012. стварање конгломерата банака који би требали обезбиједити наведену позицију Ситију. У конгломерат су ушле с једне стране британске банке HSBC, Barclays, Chartered и с друге стране кинеска банка. Велика Британија има другачији поглед на ЕУ у односу на остале земље и сигурно ће покушати да изгради свој положај у односу на остале земље у развоју, у сарадњи са својим бившим колонијама, у Г8 или са својим најснажнијим партнерима Американцима. Саркозијево залагање за двије Европе, језгра Европске уније (core EU) и периферије (periphery EU) је дјелимично посљедица фрустрираности Европљана с енглеским неприхватањем континенталне Европе и њиховим окретањем ка другим партнерима.

### **3.3. Ставови других европских земаља поводом кризе еврозоне и перспективе европских интеграција**

Чланице Европске уније које нису конвертовале своје националне валуте у заједничку европску валуту се тренутно налазе у специфичној ситуацији. Имају разлога за задовољство, али и за забринутост. Дobar примјер, а значајно се разликује од Велике Британије је Шведска. Кључна супротност у односу на острвљане је то што су Швеђани већ два пута одржавали референдуме за приступање Економској и монетарној унији и сваки пут су грађани одбили да дају сагласност. Значи, Шведска је хтјела увести евро али није успјела да обезбиједи сагласност унутар земље. Поред тога, Шведска има за циљ у будућности да постане дио еврозоне, што је нагласио и шведски министар финансија Андерс Борг. С друге стране, Велика Британија и њени политичари јасно наглашавају да они немају исту такву намјеру. Многи политичари, пословни лидери и комплетна јавност који су снажно подржавали улазак у ЕМУ на посљедњем референдуму 2003. сада изражавају захвалност према 56% становника који су тада одлучно заокружили „не“. Дубока криза која је дрма ЕМУ већ дужи период, без коначног рјешења на виду, повећала је приносе на државне обвезнице земаља еврозоне, док је принос на шведске десетогодишње дугове износио само 1,7% почетком децембра 2011. То је износило скоро пола процентна поена испод приноса на њемачке државне обвезнице, које се сматрају најсигурнијим уточиштем за инвеститоре у Европи. Кључни аргумент заговорника евра на референдуму

је био да ће извоз ове мале земље бити угрожен остајањем изван европске монетарне уније. Међутим, сада се наглашава да је Шведска много добила тиме што је била приморана да се самодисциплинује и доведе у ред своје јавне финансије и унаприједи конкурентност. На тај начин се нису морале а и нису понашале земље еврозоне, као што су на примјер Грчка, Италија, Шпанија Португалија, Република Ирска, Француска и друге, јер су без фискалне дисциплине могле да се задужују по повољним каматним стопама на свјетским финансијским тржиштима. То им је омогућавао евро, јер су инвеститори били спремни да посуде новац проблематичним земљама узимајући у обзир кредибилитет комплетне Економске и монетарне уније. Шведска је водила ригорозну фискалну политику, при чему је имала буџетски дефицит од 0,1% и непрестано је смањивала јавни дуг. За ову политику је постојала потпуна сагласност свих политичких партија имајући још увијек у мислима сјећања на банкарску кризу и нестабилност тржишта некретнина с почетка деведесетих година прошлог вијека. Криза из 2008. је проузроковала краткотрајни пад извоза, али је интервенцијом шведске централне банке вриједност круне смањена и пословна активност је поново живнула. Прошле године је био раст БДП од 5,7%, а за 2011. се предвиђа раст од 4,4%, што је велика позитивна разлика у односу на земље у еврозони. Очекује се да ће проблеми у ЕМУ наштетити Шведској и да ће у 2012. раст привреде бити мањи за 1%. Без обзира на то влада Шведске планира да поштри критеријуме за своје највеће четири банке и то изнад строге регулативе познате под именом Базел III. На примјер, адекватност капитала у наведеним банкама ће морати бити у вриједности 12% ризичне имовине до 2015, што је 5 процентних поена изнад минимума који прописују Базелска правила. Међутим, опасност која пријети Шведској и осталим земљама које нису чланице евра је да би могле остати изоловане приликом доношења кључних одлука у Европској унији и да немају никога да им помогне уколико њихове јавне финансије и националне валуте упадну у проблеме. Стога је Шведска, иако није члан ЕМУ, солидарно пружила финансијску помоћ Ирској, Латвији и Исланду имајући у виду да би онда и она могла очекивати помоћ у проблематичним будућим временима. Она нема капацитет због своје мале величине да помогне земљама као што су Италија и Шпанија, али њен активни допринос сређивању „олује“ у еврозони говори о зрелости шведског друштва и политичке елите. У сличној је ситуацији и Данска, чија влада је одлучила да подржи план Француске и Њемачке за спасавање евра. Данци су се између блиских пријатеља Британаца и њиховог највећег извозног тржишта Њемачке одлучили за ово друго, тј. за економски интерес који уједно представља највећи интерес грађана сваке земље. Ионако британски премијер због своје ароганције и непрактичности може да нађе све



мање пријатеља у континенталној Европи. Чак и у тако блиским земљама као што су Данска или Шведска више нема вјерне савезнике. Данска влада планира да се још више интегрише у структуру ЕУ, па тако планира да се активно укључи у раније изборено право не учествовања у различитим европским интеграцијама, као што су то сарадња у одбрамбеној политици и судским и полицијским пословима ЕУ. Без обзира што су Данци на досадашњим референдумима гласали против увођења евра, политичари за дугорочан циљ имају чланство у еврозони. Они сматрају да више губе тиме што не одлучују о важним стварима за њихову економију, пошто је, а тако ће и остати, тржиште ЕМУ од кључног значаја за развој економије Данске. На примјер, тако је и француски предсједник Саркози на посљедњем Самиту ЕУ дао оштре опаске на данске приједлоге, сада предједавајуће ЕУ, истичући да су они изван ЕМУ и да немају право да дају никакве лекције. Данска премијерка је порекла овако груб рјечник Саркозија на званичним састанцима, али је истакла неопходност веће интеграције Данске у ЕУ да би се њен глас снажније чуо у институцијама ЕУ. Земље централне и југоисточне Европе, које су чланице ЕУ, традиционално су приврженије ставовима Француске и Њемачке него Велике Британије. Једина садашња разлика у односу на земље са сјевера Европе огледа се у њиховој неразвијености и мањку ресурса за интервенције у кризама.

Поред њих, и друге земље попут Швајцарске и Норвешке, које нису чланице нити Европске уније нити еврозоне, имају активне аранжмане с језгром интегрисане Европе. Иако Велика Британија може пронаћи пуно више заједничких тачака с посљедње двије наведене земље, пријети јој изолованост ако настави да слијепо штити интересе финансијског центра у лондонском Ситију. Норвешка и Швајцарска су много више везане за велико подручје еврозоне, неголи за британско острво првенствено због пословних, али и географских, традиционалних, културних и историјских разлога. За разлику од Британије, Норвешка је позната по великом нафтном богатству, а Швајцарска представља главно свјетско уточиште за новац и остале драгоцености. Ове двије земље су се интегрисале с ЕУ у одређеним областима, као што су Шенгенски споразум, приступ јединственом тржишту и слично. С друге стране, оне нису репрезентоване у органима Уније у Бриселу па не могу активно да се боре за заштиту својих националних интереса и већ поменутог богатства. Они улажу велика средства за лобирање унутар органа ЕУ, али је сигурно да не би зарад уских интереса Велике Британије ризиковали своју позицију у Бриселу. Стога, приврженост земља изван ЕМУ и ЕУ својим партнерима који су унутар њих је очекивана и Британци не треба да буду изненађени брзином којом су се приклонили њиховим опонентима пошто је та брзина одређена реалним националним интересима тих земаља.

### 3.4. Утицај америчке финансијске индустрије на ток процеса превазилажења кризе у Европи

Сумњичавост коју стварају последње политичке промјене широм проблематичних европских земаља се запањујуће брзо шири међу стручном и медијском јавношћу, али и обичним грађанима. Шпекулације о постављању подобних кадрова, који немају демократски легитимитет и представљају тзв. „технократе“;<sup>44</sup> све више постаје тема расправа стручне јавности. Тако и велика актуелна имена из свијета економске науке, као што су Штиглиц, Кругман и Рубини, наводе да размјере концентрисања моћи у одређеним уским круговима превазилази све границе толерантности. На примјер, Штиглиц и Кругман позивају на борбу против ових тзв. „вршилаца дужности“ премијера и министара финансија, јер сматрају да ће становништво довести до пропасти. Њихове методе су оштра штедња и повећање пореских стопа, што према економистима не може вратити Европу на здраве стопе економског раста које су неопходне да би се криза превазишла. Прва смјена се десила у Грчкој, када је тадашњи премијер Папандреу изјавио да би желио да се народ на референдуму изјасни о усвојеним реформским мјерама грчке владе. Партнери Грчке из Европе и приватни кредитори су били снажно против тога, тако да је Папандреу поднио оставку а на његово мјесто је дошла аполитична личност. То је Лукас Пападемос, који је био гувернер грчке Централне банке од 1994. до 2002, руководилац Европске централне банке и савјетник финансијске и инвестиционе групације *Goldman Sachs*. У том својству је, према неким изворима, учествовао у фалсификовању докумената приликом уласка Грчке у еврозону и остале малверзације које се тичу Грчке из тог периода. Он је изабран гласовима и позиције и опозиције, а кабинет је састављен од тзв. „технократа“, а посебна занимљивост је да је брига за сервисирање грчког дуга повјерена Петросу Христодулусу, некадашњем главном тржишном дилеру *Goldman Sachs-a*. Сличан развој догађаја се десио почетком децембра у Италији, када је Марио Монти постао премијер, а његове прве активности су се односиле на увођење строгих

<sup>44</sup> Пол Кругман истиче да технократе не узимају у обзир људске и културне факторе, да се издижу изнад политике и могу направити и тешке одлуке у кризним временима. Творце евра сматра псеудотехнокаратама који свој сан о заједничкој европској валути форсирају науштрб обичних радника и њихових породица, тако што намећу окрутне мјере штедње варајући се да ће то стимулирати привредни развој. Кругман, који каже да се веома често и сам налази у таквој улози, пише да технократе могу имати и позитивну улогу. Међутим, у случају садашњих водећих кризних лидера у еврозони и САД мисли да воде погрешну политику фискалне контракције која не може оживјети проблематичне економије и само ће погоршавати услове живота за обичне грађане. Зато сматра да је што прије потребно уклонити погрешне политике, али и људе који их промовишу и имплементирају. Сличне ставове истичу и Стиглиц, Рубини и други познати економисти. [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)

мјера штедње и повећање пореза с циљем довођења државних финансија у нормалне оквири. Марио Монти је био међународни савјетник *Goldman Sachs-a* од 2002. до 2005. Ипак највећи значај међу бившим радницима ове америчке корпорације заузима нови гувернер ЕЦБ-а Марио Драги. Он је од 2002. до 2005. био потпредседник *Goldman Sachs-a* за Европу и директно задужен за дугове предузећа и суверених држава. Један од његових првих послова је била продаја финансијског свопа којим је омогућено да се дотјерају биланси Грчке приликом уласка у ЕМУ. Затим су ти свопови 2006. продани Националној банци Грчке, најснажнијој грчкој приватној банци. Њен главни челник био је Петрос Христулос који се сада налази на челу државног органа за управљање грчким дугом, а претходно је већ споменута чињеница да је био запослен у *Goldman Sachs-у* и то баш на пословима трговине државним обвезницама. Повезаност Драгија, Пападемоса и Христулоса је очигледна у процесу настајању грчких дугова, али и сада у њиховом спасавању. Дата чињеница ствара контроверзе око њиховог ангажмана у вођењу европских земаља и утицају инвестиционе банке *Goldman Sachs* на њих. Посљедњи у низу тзв. „америчких ђака“ и бивших руководилаца великих америчких финансијских корпорација је нови министар финансија Шпаније Луис де Гинтос и бивши шеф „*Lehman Brothers-a*“ за Шпанију и Португалију. Пропадање *Lehman Brothers-a* са ненаплативим дуговима од 450 милијарди долара се сматра званичним почетком велике кризе из 2008, а Луис де Гинтос је сад главни економиста Шпаније за коју ЕЦБ предвиђа да ће јој за нормално функционисање у 2012. недостајати додатних 26,2 милијарде евра. Имајући у виду да се сматра да амерички финансијски сектор потражује од Европе, кроз државне, корпорацијске и остале дугове, преко једног билиона евра, распоређивање „америчких људи од повјерења“ на водећим лидерским позицијама најпроблематичнијих европских земаља и ЕЦБ-а не чуди али забрињава. „Америчку мрежу кадрова“ широм Европе чине још и Отмар Исинг, бивши потпредседник Дојче банке, Џим О’Нил, отац концепта БРИКС за тржишта у успону, Ирац Петер Сатерленд, кључни човјек у акцији спасавања неодрживог дужничког стања Републике Ирске, Пол Дејтон, директор Организационог комитета Олимпијских игара у Лондону и многи други. Стога може се закључити да је судбина огромних европских дугова под строгим надзором америчких повјерилаца. Европски грађани и земље су дужни да своје обавезе измире да би очували своју кредитбилност на финансијским тржиштима и код својих традиционалних савезника преко Атлантика (Сједињеним Државама). Једино питање које презадужени Европљани могу себи поставити је: да ли је иста ситуација и с огромним америчким дуговима и да ли је државни апарат САД исто тако „под стриктном контролом“ њихових повјерилаца. Разлика између

Европе и САД је да су земље Европе и њени дугови под контролом страних повјерилаца, тј. америчких инвестиционих фондова, банака и фондова новца, док дугови Сједињених Држава су под контролом домаћих повјерилаца, који преко Сената и Конгреса имају преовлађујући утицај на одлуке државе. То се може видјети и из проблема председника САД Барака Обаме да прогура реформске законе, као што су здравствена реформа, повећање пореских стопа за богате слојеве америчког друштва и несугласице око смањења буџетског дефицита и јавног дуга. Сигурно је да су и дугови САД под контролом богатих америчких повјерилаца, а да ће средњи и сиромашни слој америчког друштва (обични порески обвезници) поднијети највећи терет плаћања доспјелих државних обавеза. У Европи богати амерички повјериоци немају разумијевања за њихове европске колеге, тј. за богати слој европског друштва, па их кроз раширену “мрежу својих кадрова” на најодговорнијим државним и европским функцијама приморавају да учествују у враћању државних дугова и буду солидарни с остатком европских грађана.

## Закључак

Цјеновне осцилације хартија од вриједности, дужнички проблеми држава и политичке несугласице су догађаји који тренутно доминирају глобалним финансијским тржиштима и пријете да доведу најразвијеније свјетске привреде на ивицу другог круга рецесије (енг. „a double dip recession“). Финансијска и економска криза је почела због преоптерећености приватног сектора дуговима и леверицом, а владе држава су то ријешиле финансијском подршком јавног сектора да би се спречило понављање стања као у „Великој депресији“ из 30-их година 20 вијека. *Дакле, криза је почела средином 2008. са дуговима приватног бизниса, затим су ти дугови подрушћивљени и постали су јавни дугови држава.*<sup>45</sup> Затим су државе, као што су, на примјер, Грчка, Ирска, Португалија, Шпанија, Италија и остале, дошле у проблеме с енормним повећањем јавног дуга и буџетског дефицита, који их директно води у банкрот уколико не би могле да монетизују наведене дефиците. Имајући у виду поставку монетарне политике у еврозони и раније изгубљене инструменте централног банкарства, ове земље су биле принуђене да затраже помоћ од наднационалних институција, као што су ММФ, ЕЦБ, ЕУ и приватних инвеститора. Ове институције имају могућност да спасу земље од банкрота, али је питање ко ће њима помоћи када они дођу у дужничке тешкоће. Дакле, ова криза није уобичајена рецесија која се често

<sup>45</sup> Roubini, N.(2010). Nouriel Roubini's view of the world in 2010.

јавља и веома брзо рјешава стандардним монетарним стимулансима,<sup>46</sup> већ криза која се појављује једном у 100 година, а њу је погрешно називати „Велика рецесија“. Стога је потребно користити адекватније термине као што су „Велика депресија“ или „Велика контракција“.<sup>47</sup> *Аверзија њрема ризику* код инвеститора и грађана је драстично порасла као посљедица потешкоћа у које су доспјеле Сједињене Државе, еврозона, Велика Британија, Јапан и остали, затим изразито високе цијене нафте и сировина, земљотреса и цунамија у Јапану и немира на Блиском истоку и Африци. Чак и земље у развоју, као што су Кина, Бразил, Индија, подручје Источне Азије, Латинска Америка, и извозно оријентисане и сировинама богате земље, као што су Њемачка, Аустралија и Русија, имају снажан пад економске активности и почињу да их брину проблеми јавних дугова, буџетских дефицита, раст незапослености и одржавање спољнотрговинске равнотеже. Политички ауторитети који доносе кључне одлуке очигледно ће морати да пронађу нове могућности за спас из тешког стања у коме се налази скоро читав свијет.

Међутим, проблем је недостатак све мање инструмената за реаговања у кризним ситуацијама:

- а) Фискална политика се показала као нефлексибилна за брзо дјеловање због великих отпора политичара, пословних лобија и богатијих слојева друштва.
- б) Пакети финансијске подршке су постали неприхватљиви за широку јавност због њиховог „мршаваг“ учинка на привредни раст у посљедње три године.
- ц) Ефикасност монетарне политике је упитна због веома ниског нивоа циљане инфлације коју спроводи ЕЦБ, FED и друге централне банке, па су и могућности нових стимуланса привредама („QE“) кроз откуп обвезница нереалне. Ипак у Америци се очекује трећа рунда „QE“ без обзира што се сматра да је сада прекасно за то и да ће њени ефекти бити минорни.
- д) Депресијација валута у развијеним земљама није реална опција иако све оне „вапе“ за слабијим валутама и бољим спољнотрговинским односима да би обновиле свој привредни раст. Међутим, није могуће све то остварити у кратком периоду, па веома брзо можемо очекивати нове „ратове

<sup>46</sup> Конвенционална рецесија се завршава у року од годину дана и након тога привреда поново прелази у периоду успона и има узлазни тренд. С друге стране, типична велика финансијска криза захтијева минимум четири године за повратак вриједности макроекономских показатеља који су били актуелни прије почетка кризе.

Rogoff, K. (2011). *The Second Great Contraction*.

<sup>47</sup> Eng. „Great Recession“ и „Great Contraction“ и „Great Depression“ су појмови које би требало међусобно разликовати приликом разматрања стања свјетске привреде. То се посебно односи на кризу која је почела 2008. и траје још увијек без назнака када би се могла завршити.

Rogoff, K. (2011). *The Second Great Contraction*.

валута“, као што су то већ започели Јапан и Швајцарска са циљем слабљења вриједности њихових националних валута и враћања конкурентске способности тих економија на свјетском тржишту.

Рјешење садашње кризе зависи од реалног сучељавања политичара с драматичношћу њених димензија, стварном реструктурирању дугова земаља и реформама које треба да допринесу ојачавању економских фундамената, како у Сједињеним Државама тако и у Европи. Прихватање реалности од стране државника, приватних и институционалних инвеститора да „Грчка нема ни „мајхематичке“ моћности за редовно измирење својих досијелих обавеза, да сви морају показати финансијску солидарност да би се сачувао евро и земље с дужничким недаћама, да требају на основу њихових будућих привредних усјеха очекивају повраћај уложених средстава у кризне програме, да морају водити рачуна да мјере штедње и смањења јавне потрошње не угрозе крајкорочне просјекте за привредни раст, хитна неопходност реформи у области опорезивања, пословања, регулативе и супервизије данкарских и финансијских институција и стабилизација међународној финансијско-валутној тржишћу“ представљају једини могући почетак изласка из дубоког мрачног тунела у који је свијет потонуо средином 2008. Поред тога, вријеме и будући развој догађаја ће показати да ли је циљ политичких турбуленција широм Европе крајем 2011. био да се стручно помогне земљама да превазиђу кризу која их је погодила, и за коју су тадашњи изабрани политичари показали да су неспособни да ријеше, или нешто друго. То се може посматрати у контексту постављања „технократа“, са снажном повезаности с глобалном финансијском индустријом, на лидерске позиције проблематичних европских земаља и кључних међународних институција. На примјер, Марио Монти, Лукас Пападемос, Марио Драги и остали су финансијски стручњаци који су имали ангажмане у најјачим инвестиционим банкама у свијету. Садашња криза широм отвара врата дубљих политичких и економских интеграција у Европи, које су биле заустављане одбијањем приједлога Устава ЕУ на референдумима у Француској и Холандији 2005. године. Традиционална опструистичка улога Велика Британија у европским интеграцијама је поново дошла на видјело, али су друге европске земље, као што су Шведска и Данска, показале снажну спремност да се одрекну дијела националног суверенитета. У свијетлу негативних ефеката велике кризе која потреса Европу, и јавно мијење у тим земљама је много више наклоњено европским интеграцијама него што је то било 2005. Стога, криза се показује као добар инструмент за промовисање заједничких европских идеја и „изговор“ за непопуларне политичке одлуке. Претходно анализирани дужнички проблеми у свијету су значајни и за Босну и Херцеговину, посебно за ентитете који имају капацитет задуживања,

или боље речено, би требали једини имати могућност позајмљивања. Поуке из дужничке кризе у еврозони би требале помоћи да се избјегну погрешне одлуке и да се спријечи да привреда и државне финансије дођу у стање неизмирења доспјелих обавеза. Исто тако и главни монетарни ауторитет у БиХ, тј. Централна банка БиХ, би морала константно пратити развој ситуације у Економској и монетарној унији, прије свега због велике количине њених депозита у европским банкама. Квалитетно управљање ризиком у условима кризе је кључни фактор за избјегавање великих губитака и спас националне економије.

## Литература

1. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2010). *Essentials of Investments*. New York: McGraw-Hill Education.
2. Cohen, B. (2008). *Global Monetary Governance*. London: Routledge
3. Domodaran, A. (2005). *Korporativne finansije – teorija i praksa*. Podgorica: Modus – Centar za statistička istraživanja i prognoze
4. De la Dehesa, G. (2008). *Will the Euro Overtake the Dollar as Dominant Currency?*. London: Centre for Economic Policy Research
5. ECB, The international role of the euro, July 2008.
6. ECB, 10th Anniversary of the ECB, Monthly Bulletin, 2009.
7. Eichengreen, B., Mathieson, D. (2000). The currency composition of foreign exchange reserves: retrospect and prospect. *IMF Working Paper*, 131
8. Eichengreen, B. (2006). *China's Exchange Rate Regime: The long and Short of It*. Berkeley: University of California Berkeley
9. Eichengreen, B., Flandreau, M. (2008). The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency, prepared for the conference in honor of Peter Temin, Cambridge, May 9th,
10. The Economist, *America's Economy*, August 6th – August 12th, London, 2011, p. 31.
11. The Economist, *From deficits to jobs, and back – The jobs plan*, September 17th – September 23rd, London, 2011, p. 40.
12. The Economist, *The euro-zone crisis*, September 17th – September 23rd, London, 2011, pp. 63-66.
13. The Economist, *The world economy*, September 24th – September 30th, London, 2011, pp. 44-45.
14. European Central Bank, Review of the international role of the euro, Frankfurt, 2007.

15. Frankel, J. (2009). *New Estimation of China's Exchange Rate Regime*, for Pacific Economic Review (Wiley) – special issue, Harvard University
16. IMF, *World Economic Outlook 2011 – Tensions from Two-Speed Recovery*, 2011.
17. Јовановић Гавриловић, П. (2010). *Међународно њсловно финансирање*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
18. Микеревић, Д. (2010). Значај тржишта капитала и институционалних инвеститора за превазилажење дужничке кризе у Грчкој и Европи. *Зборник радова 5. симпозијума о корпоративном управљању*. Финрар, СРППС,
19. Мишкин, Ф. (2006). *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*. Београд: Дата статус
20. Roubini, N. (2011). *The Eurozone's Last Stand*.
21. Roubini, N. (2011). *What awaits the US, the eurozone and Asia in 2011*.
22. Stiglitz, J. (2002). *Globalization and its Discontents*. W.W. Norton & Company and Penguin Books (UK)
23. Stiglitz, J. (2011). *A Contagion of Bad Ideas*
24. World Bank: *Annual Report 2011*.
25. <http://www.banka.hr>
26. <http://www.bankofengland.co.uk>
27. <http://www.bloomberg.com>
28. <http://www.boj.or.jp/en/en/>
29. <http://www.ecb.int>
30. <http://www.economist.com>
31. <http://www.efsf.europa.eu>
32. <http://www.federalreserve.gov>
33. <http://www.imf.org>
34. <http://www.pbc.gov.cn/english/>
35. <http://politika.rs>
36. <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff83/English/>
37. <http://www.rbi.org.in/home.aspx>
38. <http://treas.gov>