

Драгана Башић

Економски факултет,
Универзитет у Бањој Луци,
БиХ

✉ dragana.basic@efbl.org

ДУЖНИЧКА КРИЗА И ЊЕНО РЈЕШАВАЊЕ

DEBT CRISIS AND ITS SETTLEMENT

Резиме: Финансијска криза системског карактера, окарактерисана као дужничка, од свог почетка 2008. године до данас мотивисала је земље и економске стручњаке широм свијета да изнађу адекватна рјешења како би се стабилизовала свјетска економија и довела у фазу раста.

Овај рад представља краћу систематизацију подузетих мјера у погледу стабилизације кризе, постигнутих резултата и преглед могућих подухвата и имплицираних ефеката.

Научно је доказано да сваки економски поремећај неминовно производи неки нови квалитет, било да се ради о иновацији, новом тржишту, процесу, али и новом политичком, економском, односно финансијском поретку.

Признавање истине о новом финансијском поретку је једнако болно као и дужнички колапс, пораст незапослености и социјалних немира, слом влада и кризе монетарних унија. Да ли је у врхунцу свјетског дужничког колапса мултифакторског карактера капитал нових финансијских моћника кључна карика и једини способан да стабилизује општи економски тренд, хипотеза је коју ћемо у овом раду, циљано методолошки, покушати доказати.

Кључне ријечи: дужничка криза, државни интервенционизам, кружно кретање капитала, либерлна економија, нови финансијски поредак.

ЈЕЛ класификација: G01, F36

Summary: The financial crisis has been characterized as a systematic character of its debt early 2008. until today the country is motivated and economic experts around the world to find adequate solutions to stabilize the world economy and led the growth phase.

This paper presents a brief systematization taken a Prime Minister in terms of stabilization of the crisis, achieved results and review the possible effects of implicit and enterprise.

It is scientifically proven that every economic disruption will inevitably produce a new quality, whether it be on innovation, new markets, process, and the new political, economic and financial order.

Recognition of the truth about the new financial order is as painful as the debt collapse, rising unemployment and social unrest, the collapse of the government crisis and monetary unions. Is the height of World debt collapse multifactorial character of the new financial capital of the powerful and the only key link is able to stabilize the overall economic trend hypothesis is that we targeted in this paper a methodological attempt to prove.

Key words: debt crisis, state interventionism, the circular movement of capital, liberal economy, a new financial order

JEL Classification: G01, F36

1. УВОД

Аксиом фазе експанзије сваког економског циклуса је, по дефиницији, појава општег економског поремећаја са веома наглашеном финансијском дубиозом. Од првих озбиљнијих економских поремећаја у прошлости, па све до недавно имплициране крајем 2008. године, уочавамо диференцију узрока, али не и посљедица и дјелимично подузетих мјера.

Независно од карактера узрока, посљедице економских, односно финансијских криза, кроз историју се готово идентично рефлектују кроз инфлацију и пад куповне

моћи становништва, пад привредне активности, колапс тржишта хартија од вриједности, повећање незапослености, опште социјално незадовољство и хронични буџетски дефицит.

Кључни проблем истраживања је да ли подузете мјере у рјешавању текуће финансијске кризе имплицирају побољшању општих економских перформанси и воде новом финансијском поретку.

Истраживање је проведено са *основним циљем* да се дефинишу основе подузетих мјера у рјешавању банкарских криза кроз историју, модели рјешавања дужничке кризе 2008. године и уоче њене импликације на будући развој глобалног финансијског система.

У истраживању се полази од *хипотезе* да је дужничка криза довела до новог реструктурирања у општем финансијском поретку. Капитал националних фондова нових финансијских актера је значајна карика у стабилизацији укупних економских перформанси и покретању општег привредног развоја.

2. ХРОНОЛОШКИ ПРЕГЛЕД ПОДУЗЕТИХ МЈЕРА НАЈЗНАЧАЈНИЈИХ ЕКОНОМСКИХ ПОРЕМЕЋАЈА

Прва значајна банкарска криза *октобра 1907. године у Сједињеним Америчким Државама* је била узрокована немилосрдним и неконтролисаним шпекулацијама највећих трустова на Wall Street-у ради обезвређивања акција и међусобних преузимања у индустрији бакра, рудника и жељезница. Епилог њихових активности је био између осталог и неконтролисани пад акција самих трустова и катастрофални пад цијена акција на Wall Street-у уопште.

Вашингтон је био огорчен на понашање тзв. *злотвора великог богатства* и није био спреман да спаси трустове у пропадању. Међутим, под утицајем убрзаног ширења кризе Министарство финансија на челу са министром финансија (George B. Cortelyou) се ипак састаје са банкарима на челу са J. Pierpont Morganom, власником тада највеће банке у Сједињеним Америчким Државама и одобрава му 25 милиона долара средстава федералне владе како би овај могао одобрити кредите широм Wall Street-а ликвидно угроженим банкама и трустовима. Показало се да та средства нису довољна па је Морган уз помоћ других банака обезбиједио још додатних 25 милиона долара након чега је паника јењала, а стање на Њујоршкој берзи се постепено стабилизовало. Морган је поново интервенисао са још 30 милиона долара за спас града Њујорка, јер обећане инвестиције европских инвеститора нису биле реализоване због страха да криза није заустављена.

Велика економска криза (1929–1933) је била криза хиперпродукције која је захватила банкарски и финансијски сектор, а била је детерминисана поремећајима у реалном сектору економије. Само у Сједињеним Америчким Државама је у вријеме ове кризе затворено близу 10.000 банака, односно 9.765 (Божић 1999: 7).

Од I свјетског рата до 1929. године биљежи се динамичан развој инвестиционог банкарства који је карактерисао неодговарајући регулаторни оквир и недовољна регулисаност банака и финансијског тржишта уопште. Са аспекта своје дјелатности, банке су биле универзалног карактера и бавиле су се истовремено примањем депозита, одобравањем кредита, преузимањем и пласирањем емисија хартија од вриједности емитената и других компанија. Значи, банкарском сектору је било дозвољено да слободно дјелује, али нису постојали квалитетни институционални механизми одржавања његове солвентности и ликвидности.

Као посљедица куповине хартија од вриједности лоших компанија, високог степена ризика, депозитима клијената од стране инвестиционих банака и њихове дистрибуције преко својих филијала, 1929. године, је усљед рецесије дошло до пада

цијена хартија од вриједности, колапса берзи. Угрожена солвентност и ликвидност банака је изазвала већ познати синдром јуриша депонената на банке, који је довео до драматичне нагле ерозије банкарског сектора. Лудило шпекулација на берзи акција је довело до слома Њујоршке берзе. За само неколико недјеља вриједност акција је пала за готово 16 милијарди долара, отпуштени су милиони људи, извоз је опао за 50%.

Док је америчка привреда тонула у све већи јаз, амерички политичари, вођени *теоријом о слободном тржишту без мијешања државе*, надали су се успостављању равнотеже дејством капиталистичког закона понуде и потражње. Урушавање привреде ће доћи до тачке када ће незапосленост бити толика да ће људи радити буквално све бесплатно, што ће мотивисати послодавце да их почну поново запошљавати. Оваква политика није дала резултате.

Док су амерички политичари и економисти лутали у мраку у потрази за рјешењем Велике економске кризе, на сцену ступа Џон Мејнард Кејнс (John Maynard Keynes, 1883–1946), економски теоретичар чије ће идеје помоћи окончавању велике депресије и поставити темеље за изградњу нове свјетске економије. 1936. године Кејнс објављује радикално виђење кризе и нуди рјешење које је назвао „Општа теорија запошљавања, камата и новца“ тврдећи да једино *мијешање државе, односно интервенционистичка политика* може донијети резултате. Предлагао је обарање цијена, пореза и каматних стопа како би се привредници мотивисали за инвестирање у ширење пословања. Такође, залагао се за јавне радове које би плаћала држава и који би смањили незапосленост. Држава би требало да преузме на себе подстицање потражње у економији кроз кредитирање градње путева, болница, унапређивање животне средине и развој телекомуникационих система како би директно утицала на отварање нових радних мјеста и смањење незапослености.

Ради санирања настале кризе, осим подузетих мјера интервенционистичког карактера, настојао се елиминисати још један од кључних узрока њеног настанка, односно поставити адекватан *регулаторни оквир за банкарски и финансијски сектор* како би се исправиле посљедице потпуне либерализације, односно слободног дјеловања финансијских институција на финансијском тржишту.¹

Ови закони и формиране институције су у периоду до 1970. године донијели резултате у погледу регулисања пословања с хартијама од вриједности, јачања националне валуте, ниске инфлације, стабилности каматних стопа и пословања инвестиционих банака са смањеним ризиком. Седамдесетих година прошлог вијека десничари су почели да критикују Кејнсову економију, упоређујући је са марксистичким принципима и истичући да ће угњетачки утицај државе елиминисати здраво и слободно надметање за добит, не узимајући у обзир да је управо Кејнсова економска мисао својевремено спасла капитализам од пропадања и замјене за комунизам.

Оваква политика је управо индиректно окарактерисала *кризу седамдесетих година XX вијека* која је била карактеристична по стагфлацији, односно енормном порасту цијена који истовремено прати пад производње. Као кључни узрок се сматра пораст цијена нафте које на тржишту није било у довољним количинама, што је угрозило производњу и подигло цијене на виши ниво. На сцену су ступиле идеје *монетаризма* чији су се заступници залагали, између осталог, и за *рјешавање стагфлације контролом количине новца у оптицају*.

¹ Доношење Закон о хартијама од вриједности (The Securities Act of 1933), Закон о банкама (The Banking Act of 1933, Glass-Steagel Banking Act), Закон о берзама (The Securities Exchange of 1934, SEA), те формиране су Савезна агенција за осигуравање индивидуалних банкарских депозита (*FEDIC, Federal Deposit Insurance Corporation*) и Комисија за хартије од вриједности савезне владе (*Securities and Exchange Commission – SEC*).

И у периоду великог економског успона било је неколико *мањих или средњих криза*² које су углавном биле краткорочне и ограниченог регионалног домета, као што су: крах акција из 1987. године, прва нафтна криза 1973. године, друга нафтна криза 1979. године и рецесија из доба Роналда Регана од 1981. до 1982. године, урушавање економске суперсиле Јапана након 1990. године, мексичка дужничка криза 1994, односно 1995. године, азијска криза 1997. године, руска дужничка криза 1998. године, колапс LTCM хеџинг фонда због пословања са високо ризичним финансијским дериватима, крах нове економије и берзански слом технолошких вриједности након 2000. године, дужничка криза у Турској и Аргентини 2001. године и криза америчких хипотекарних позајмица 2006. године (Макс Оте 2009: 26).

Глобална финансијска криза почетком XXI вијека настала у Сједињеним Америчким Државама је прије свега хипотекарна криза, изазвана енормним растом хипотекарног тржишта. Од Велике економске кризе 1929. године америчко друштво и остале западне цивилизације су систематски спроводиле политику развоја *повећањем обима кредита и новца*. Типична карактеристика америчког друштва је оријентисаност ка потрошњи и задуживању, али и рефинансирање, односно затварање једног кредита другим (Башић 2011: 149).

Највећи хипотекарни кредитори у Сједињеним Америчким Државама су у својој понуди кредита имали тзв. *piggy back кредите са хипотеком другог реда* код којих клијенти нису имали обавезу да плаћају учешће у куповини куће или стана путем кредита и *subprime* кредите клијената лошег кредитног рејтинга. Кредитна политика хипотекарних кредитора је чак дозвољавала одобравање хипотекарних кредита и клијентима који су каснили са отплатом постојећих. Сви ти кредити су касније постајали материјалом за формирање кредитних пулова у сложеном процесу секјуритизације кредита.

Раст каматних стопа и утицај повремених енергетских поремећаја (раст цијене нафте и сл.) значајно је утицао на кашњење у отплатама хипотекарних кредита и поремећај новчаних токова према повјериоцима колатерализованих дужничких облигација које је додатно оптерећавала смањена потражња за некретнинама на тржишту некретнина и немогућност продаје некретнина по реалним тржишним цијенама у поступку сервисирања хипотекарног дуга, чиме је било угрожено даље сервисирање продатих колатерализованих дужничких облигација.

Осим раста дугова, међу главним узрочницима кризе се наводе *финансијски деривати* који су 2005. године били за 5 пута већи од укупног свјетског друштвеног производа и развој финансијских тржишта (Оте 2009: 29).

Према мишљењу Јована Б. Душанића висока профитабилност шпекулација на финансијском тржишту довела до нерентабилног инвестирања у реални сектор економије. Поготово се то десило у Сједињеним Америчким Државама са највећем инвестиционим могућностима, како због скупе радне снаге, тако и високих трошкова за задовољавање веома високих еколошких стандарда (Душанић 2010: 163).

Велика финансијска криза се одразила на банкарски сектор преко банкротства пет највећих инвестиционих банака у Сједињеним Америчким Државама које је преузела држава и десетине банака и других финансијских институција широм свијета, енормни раст јавног дуга земаља у региону и нагли пораст незапослености.

Дужничка криза XXI вијека је врло сложен комбинаторички сплет развоја економских циклуса, енергетских фактора и политичких утицаја који је усљед пораста трошкова и цијена и смањења обима производње и промета, те драстичног пораста

² Послије II свјетског рата јавиле су се банкарске кризе у Израелу (1977–1983), Шпанији (1978–1984), Аргентини (1980–1982), Турској (1982–1985), Норвешкој (1987–1989), Чилеу (1981–1983), Естонији (1992), Шведској (1991–1993), Финској (1991–1993), Индонезији (1994), Мађарској (1991–1995), Венецуели (1994–1995), Бразилу (1994–1995), Сједињеним Америчким Државама (1984–1991) и поново у Сједињеним Америчким Државама (2008) која је ескалирала до кризе свјетских размјера.

неликвидности држава, привреде и становништва успорио економски раст широм свијета, повећао стопу незапослености и оборио животни стандард америчког и европског грађанина (Башић 2011: 168).

3. ДУЖНИЧКА КРИЗА И МОДЕЛИ РЈЕШАВАЊА

Историјски посматрано, економски поремећаји заиста представљају одређени природни слијед интензивног економског успона, али у различитим околностима и временским интервалима.

Узроци општих економских поремећаја су монетарне, техничке и политичке природе, у зависности да ли су узроковани дерегулацијом финансијског система, цикличним осцилацијама у реалном сектору економије, неконтролисаним кредитним задужењем, неадекватном реалокацијом финансијских ресурса, отвореним шпекулацијама интермедијара на финансијском тржишту, развојем технике и технологије или манипулацијама у погледу спољнотрговинских односа, енергетских фактора, као што су: испорука гаса или нафтне резерве, или тежњом за економском и политичком надмоћи земаља или политичких блокова (Башић 2011: 148).

Паралелно са активностима Система федералних резерви у погледу континуираног обарања основне каматне стопе и купопродаје дугорочних обвезница на отвореном тржишту, амерички Конгрес, на приједлог тадашњег предсједника Џорџа Буша (George W. Bush) и Представничког дома, почетком 2008. године одобрава *подстицајни економски пакет* у вриједности 168 милијарди америчких долара, како би се потрошачи и привредници стимулисали на већу потрошњу и тиме подстакли економски раст.³

Међутим, ова мјера јачања куповне моћи америчких породица и пореских подстицаја привредницима ради отварања нових радних мјеста није значајно утицала на квалитет животног стандарда преко смањења кредитних задужења, те цијена горива и хране, нити је значајно утицала на енормни раст незапослености.

Пропадање великих банкарских ентитета⁴ у повоју велике финансијске кризе у Сједињеним Америчким Државама средином 2008. године био је знак упозорења на могућност тихог јуриша депонената и могуће урушавања финансијског система, те потребу хитног активирања раније пројектованог модела америчког рјешавања банкарских криза, а који је подразумијевао сљедећих пет опција (Koch, MacDonald 2003: 457):

- *Куповину и преузимање банке са тешкоћама од стране здраве банке.* Здрава банка преузима добре кредите и другу имовину лоше банке.
- *Подришку отвореној банци.* Аквизирајућа банка добија финансијску помоћ од FDIC-а у припајању проблематичне банке.
- *Трансфер или преузимање осигураних депозита од FDIC-а* ради директне исплате депонентима од стране здраве банке.
- *Bridge bank.* Уколико се не може извести преузимање проблематичне банке од других банака, FDIC може да је преузме на кратак рок и да њоме управља у периоду од пет година док се не пронађе адекватан купац (варијанта стварања банке за премоштавање – Bridge bank). Државна агенција непосредно контролише процес реструктурирања проблематичне банке за вријеме њеног

³ План за оживљавање економије је подразумијевао да ће преко 100 милиона Американаца добити од државе рабат од 600 до 1.200 долара у готовини, а привредници пореске олакшице. Новац ће добити индивидуални порески обвезници који зарађују до 75.000 долара годишње и брачни парови са зарадом до 150.000 долара. Људи који не плаћају порез, али зарађују најмање 3.000 долара, укључујући државне пензионере и ратне инвалиде, добиће по 300 долара.

⁴ У релативно кратком временском периоду банкротирало је скоро 80 америчких банака.

санационог процеса. У овом случају сви осигурани депоненти и даље имају своје рачуне у банци.

– *Опција исплате (Payout option)*. Одмах, у првој седмици, FDIC исплаћује депонентима пун износ њихових осигураних средстава, преузима потраживања депонената и постаје генерални кредитор банке. Ова државна агенција добија улогу судског извршитеља и ликвидира имовину банкротираних банке, а из тих средстава исплаћује власнике неосигураних депозита и остале кредиторе банке. Исплаћује укупно 60% до 80% потраживања, а исплата може бити одложена неколико година због судског процеса.

Аналогно овом програму, Федерална влада је обезбиједила хитан кредит посрнулом инвестиционом гиганту „Бер Стернсу“ (Bear Stearns) те посредовала у његовој продаји једној ривалској корпорацији и преузела двије приватне хипотекарне институције које су пословале под државним покровитељством, „Фани Меј“ и „Фреди Мек“, како би их спасила од сигурног банкротства.

Због инвестирања у ризичне хипотекарне кредите и губитка од више милијарди долара, услиједило је и банкротство једне од највећих америчких инвестиционих банака „Лиман Брадерс“ (Lehman Brothers), пошто је америчка Федерална влада одбила да гарантује за њене дугове што је потенцијалне купце додатно стимулисало да одустану од њене куповине. У развоју кризе услиједио је и банкрот једне од највећих америчких банака Вашингтон Мјучела (Washington Mutual), у финансијском свијету популарну као WaMu, због енормних дугова акумулираних због неправилности у одобравању стамбених кредита. По хитном поступку банку су преузеле америчке федералне финансијске власти, а затим продале за око двије милијарде долара инвестиционој банци „Џеј Пи Морган Стенли“ (JP Morgan Chase) која је у марту 2008. године преузела још једног америчког гиганта инвестиционог банкарства, „Бер Стернса“.⁵

Вијест о банкротству највећих америчких инвестиционих банака и другим проблемима у америчком финансијском сектору убрзо је изазвала панику на тржиштима капитала широм свијета, што се одразило на пад вриједности берзанских индекса. Највеће свјетске централне банке у Европи и Азији, предвођене Системом федералних резерви, удружиле су се у намјери да спријече глобални финансијски крах и кренуле су са упумпавањем стотине милијарди долара у свјетска финансијска тржишта, како би повратили повјерење инвеститора и стимулисале банке да и даље позајмљују новац.

Услиједила је нова стабилизација финансијског тржишта преко тада једне од *највећих интервенција државе* у економској историји Сједињених Америчких Држава, преузимања највеће свјетске осигуравајуће компаније, Америчке интернационалне групе (AIG – American International Group) због глобалне ширине и свеобухватности њеног пословања. Одобравањем кредита Америчке централне банке AIG-у у износу од 85 милијарди долара са каматном стопом 11%, држава постаје њен највећи власник са 80% капитала.

Концепт државног интервенционизма, у почетку окарактерисан као својеврсна пријетња капитализму, добија своју логику и постаје главним инструментом борбе против општег урушавања глобалног финансијског система у готово свим најразвијеним земљама свијета.

По угледу на амерички модел, ради ублажавања све већег сиромаштва због наглог раста цијена и ниских примања, Европска комисија средином 2008. године издваја 500 милиона евра за куповину и дистрибуцију хране преко бројних хуманитарних

⁵ И сама инвестициона банка „Џеј Пи Морган Стенли“ није била заштићена од утицаја кризе, па је већ у септембру продала 49% свог власничког капитала Кинеском државном стабилизационом фонду (CIC).

организација широм Европе, а руска Влада чак 20 милијарди долара за стабилизацију домаћег финансијског тржишта.⁶

Исте године услиједила је највећа интервенција америчке Федералне владе у приватном сектору од периода Велике депресије 1929. године, према ранијем приједлогу америчког предсједника Џорџа Буша. Због изузетно великог системског ризика, амерички Конгрес одобрава 700 милијарди долара за консолидацију финансијског сектора. Од тога, 250 милијарди долара се издваја за куповину акција посрнутих америчких банака уз најаву формирања федералне агенције за преузимање ненаплативих хипотекарних кредита комерцијалних банака⁷, чиме је дословно призната *дјелимична национализација америчког банкарског сектора*. Љествица гарантовања осигураних депозита је подигнута са 100.000 на 250.000 долара.

Избором америчког предсједника Барака Обаме (Barack Hussein Obama II) са ескалацијом кризе подузимане су углавном мјере у духу свеобухватног државног интервенционизма. Одобреним новим стимулативним економским пакетом од 787 милијарди долара новоизабрани амерички предсједник се zaloжио за опоравак америчке економије преко најсвеобухватније интервенције у историји. Овај пакет се, с једне стране, односио на пореске олакшице појединцима и компанијама и упумпавање средстава у инфраструктуру, повећање плата просвјетног особља и изградњу школа, реформу здравственог система и финансијску подршку индустријском и финансијском сектору, стављајући акценат на улагање у обновљиве изворе енергије попут сунца и вјетра и отварање радних мјеста у еколошком сектору. С друге стране, захтијеване су паралелне уштеде у погледу буџетске потрошње, најчешће у области домаће потрошње, буџета за одбрану, скупих социјалних програма и здравственог осигурања старијих и сиромашних и поштравање регулативе финансијског сектора.

Као и на америчком континенту, глобална финансијска криза је погодила и европске банке због драстичног раста цијена некретнина и куповине америчких хартија од вриједности, у чијој основи су хипотекарни кредити.

Кључне основе *европског модела рјешавања кризе* су представљале:

- национализација и рекапитализација европских банака,
- дјеловање Европске централне банке на пољу снижавања основне каматне стопе,
- стимулативни пакети помоћи владама финансијски угрожених земља уз ригорозне мјере штедње,
- формирање Фонда за европску финансијску стабилност и економску контролу,
- реформа у погледу финансијске регулације и супервизије банака (Базел III).

Владе европских земаља су у почетку реаговале индивидуално не чекајући став Европске уније преко индивидуалних пакета финансијске помоћи посрнутим банкама и њиховом потпуном или дјелимичном национализацијом, а забиљежени се и покушаји продаје државне имовине, као нпр. у Грчкој, како би се дошло до новца за смањење дуговања.⁸

⁶ Овим програмом је било обухваћено 19 држава Европске уније, међу којим највише Италија, која је користила чак 70 милиона евра, затим Шпанија и Француска. Аустрија, Кипар, Велика Британија, Данска, Шведска, Њемачка, Словачка и Холандија су биле изван овог програма.

⁷ По узору на компанију Resolution Trust Corporation коју је почетком 1990. године прошлог вијека основала америчка Влада, како би извукла земљу из штедно-стамбене кризе.

⁸ *Британска влада* је одобрила план од 88 милијарди долара за дјелимичну национализацију великих банака и обећала да ће са 438 милијарди долара гарантовати банкарске позајмице. *Ирска* је објавила да гарантује све банкарске депозите, као и позајмице које друге банке одобре ирским банкама. *Њемачка* је предложила пакет од 69 милијарди долара за спасавање банке Нуро Real Estate из Минхена која одобрава комерцијалне хипотекарне кредите и бави се финансирањем некретнина, инфраструктуре и инвестиционим банкарством, која је тешко погођена садашњом финансијском кризом, а већ је примила

Већ код првих наговјештаја финансијске кризе, Европска централна банка је реаговала смањењем основне каматне стопе до прихватљивог нивоа како би утицала на одржавање кредитног портфолија банака и узлазно кретање каматних стопа на финансијском тржишту.

Тек 2009. године чланице Европске уније су за наредну годину усвојиле стимулативне мјере у вриједности од преко 500 милијарди долара. Послије дужег преговарања Европска унија је на челу са Њемачком, Француском и Великом Британијом одлучила да кредитно помогне земљама чланицама да се изборе са огромним буџетским дефицитом и јавним дугом.⁹

Ради спасавања европских националних економија, лидери 17 европских земаља које користе евро као заједничку валуту, опредјељују се за оснивање *Фонда за европску финансијску стабилност* чији је приоритетни циљ био помоћ државама чланицама које су суочене са финансијском кризом. Према постигнутом договору, капацитет овог Фонда се увећавао са 350 на око 600 милијарди долара, до предложених 1 трилион долара, односно око билион евра. Имајући у виду да је предложени капацитет Фонда изнад садашњих могућности улагања земаља чланица Европске уније и ММФ-а, главни инвеститор ће у будућности бити земље са економијама у наглom успону, односно земље BRICS-а (Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужноафричка Република) преко улагања у обвезнице Фонда.¹⁰ Фонд за европску финансијску стабилност би могао бити повећан кроз понуду осигурања купцима дуга еврозоне на примарном тржишту, али и кроз могућност инвестирања за специјалне намјене.

Уочавамо да раст међународног кредитирања у финансијском кризом угроженим земљама рефлектује двоструку слику. Са једне стране, ствара се слика интензивне бриге Европске уније за своје чланице у рјешавању њиховог дужничког проблема, а са друге стране земље захваћене финансијском кризом западају у још веће дужничко ропство, овај пут од економско-политичког савеза којем припадају и међународних инвеститора, јер због присутног веома високог ризика земље, односно презадужености њихових влада, каматне стопе на њихове државне обвезнице имају узлазну путању. Рецимо, каматне стопе на грчке десетогодишње државне обвезнице су средином 2011. године достигле ниво од готово 15%, а на двогодишње обвезнице чак 23%, док су на португалске десетогодишње државне обвезнице преко 9,5%.

Паралелно са финансијском, односно кредитном помоћи, Европска унија је повукла и значајне потезе у погледу снажније контроле финансијског сектора и

помоћ од 102 милијарде евра због кључне улоге коју има у 800 милијарди евра вриједном домаћем тржишту обвезница. *Шведски парламент* је одобрио пакет помоћи финансијском сектору од 200 милијарди долара. *Аустријска влада* је одобрила пакет за спровођење мјера стабилизације банкарског сектора од 100 милијарди евра од чега 15 милијарди евра се односи на куповину акција посрнуних банака, а 85 на гаранције за међубанкарско задуживање. Двије највеће *француске банке* објавиле су намјеру да се уједине. *Швајцарска влада* је спријечила колапс једне од своје двије највеће банке.

⁹ *Грчкој* је од Европске уније и ММФ-а одобрен кредит од 110 милијарди евра, а новим планом је предвиђен отпис 50% дуга (око 100 милијарди евра) који је у рукама приватних повјерилаца уз задовољавање оштрих мјера штедње и унутрашње контроле Европске уније у свим грчким министарствима, ради праћења спровођења реформи, што је изазвало незадовољство и позив на референдум и пад владе Јоргоса Папандреуа. Након дужничког колапса *Ирска* је од Европске уније и ММФ-а добила кредит од 85 милијарди евра, уз ригорозне мјере буџетске штедње, уз национализацију највећих банака, на чију рекапитализацију је утрошила 70 милијарди евра. Због посрнуле економије и великог буџетског оптерећења, *Португал* је од Европске уније и ММФ-а добила кредит у износу 89,5 милијарди евра у двије транше, уз оштре мјере буџетске штедње. *Шпанија* и *Италија* су такође погођене пропашћу тржишта некретнина, огромном незапосленосту и гомилањем дугова. Међутим, пошто су ове земље исувише велике за спасавање (само Италија има највећи укупни дуг у еврозони, процијенен на 1,9 билиона евра), Европска унија се определијелила за смањење трошкова њихових позајмица и ригорозне планове буџетске уштеде од 45 милијарди евра и рекапитализацију њихових комерцијалних банака.

¹⁰ Постоје неслагања око уређења Фонда. Званични Париз предлаже да се овај Фонд трансформише у банку за финансирање држава еврозоне, са чим се не слажу званични Берлин и Европска централна банка.

формирања снажне економске управе у Европи, која би подразумијевала снажан утицај на економску и монетарну политику земаља чланица, преко учешћа у јавном финансирању, раној детекцији економских поремећаја и корективним мјерама.

Лидери G20 најразвијенијих земаља свијета 2009. године су се обавезали на јачање финансијске регулације и реформу међународних финансијских институција, да би спријечили понављање актуелне кризе. Ради јачања финансијског система успоставили су Одбор за финансијску стабилност (Financial Stability Board – FSB) чије ће чланице бити земље G20, најважнији представници националних финансијских органа, Шпаније и Европске комисије. FSB би требало да ближе сарађује са ММФ-ом у циљу раног упозоравања на макроекономске и финансијске ризике и подузимања акција ради елиминације узрока и посљедица тих ризика.

Јануара 2011. године ступио је на снагу међународни споразум између три европске стране, парламента, комисије и министара финансија чланица Европске уније око заједничког предупређења будућег финансијског поремећаја путем подузимања заједничких мјера које би заштитиле Европу од понављања глобалне финансијске кризе. Истовремено је постигнут и споразум о заједничкој контроли финансијских институција, преко успостављења три специјалистичке агенције за праћење рада великих европских банака и осигуравајућих организација¹¹ и посебног Управног одбора за надгледање кризних финансијских ситуација, на чијем челу је постављен садашњи предсједник Европске централне банке са мандатом од пет година. Међутим, није постигнут договор како, колико и на који начин ће се заједничка контрола спроводити, а да се чланице не осјећају контролисаним.

Смисао оснивања ових институција је пројектовање „контролног торња и радара“ могућих финансијских криза у будућности, а захтјев за формирање таквих институција је услиједио послје финансијског колапса Грчке, који је угрозио стабилност европске валуте и привреду других земаља Европске уније.

Затим, свјетски финансијски званичници, односно представници највећих централних банака, укључујући и Европску централну банку и Систем федералних резерви, су у Базелу у септембру 2010. године усвојили нове стандарде банкарске регулације са акцентом на јачање стандарда глобалног капитала и управљању ризицима, ради јачања дугорочне финансијске стабилности, назване Базелом III. Банке ће морати да посједују више капитала као сигурност за ризичне пласмане или трговину хартијама од вриједности.¹² До сада подузете мјере Европске уније, тзв. мјере спашавања земаља под снажним буџетским дефицитом и јавним дугом, очигледно су усмјерене у неколико праваца.

Одржавање високог привредног раста водећих развијених земаља у економско-политичком савезу Европске уније тј. Њемачке и Француске. Напоменимо да је БДП Њемачке у 2010. години порастао за 3,6%, незапосленост је на нижем нивоу него прије почетка финансијске кризе 2008. године, без утицаја најављених мјера смањења буџетског дефицита за 2014. годину у износу од 80 милијарди евра, а 60% укупне вриједности извоза се односи управо на земље Европске уније. Спашавањем Грчке и других земаља на тзв. другом степену чланица Европске уније, фактички *Њемачка и Француска спашавају своје банке* које су кључни инвеститори у њихове државне обвезнице, односно кључни приватни повјериоци њиховог јавног дуга.

¹¹ Предвиђено је оснивање Европског одбора за процјену системског ризика са сједиштем у Франкфурту, који ће надгледати финансијска тржишта и упозоравати чланице Европске уније на потенцијалне финансијске опасности. Затим, предвиђено је оснивање Одбора паневропских финансијских супервизора који, између осталог, има овлашћења да уколико процијени неопходним присили банке на смјену лошег менаџмента, одврати их од ризичних улагања и у случају крајње нужде организује преузимање спорних банака од стране „поузданих институција“.

¹² Нова правила су изазвала негодовање код банака јер би, по њиховом мишљењу, могла да угрозе њихову профитабилност, смање њихов кредитни портфолио неопходан за економски раст и развој, а тиме успоре општи економски посткризни опоравак.

Покретање огромних стратешких пројеката у земљама обухваћених дужничким колапсом, под изговором раста БДП-а ради смањења дуга, као што је пројекат „Helios“ (назив према древном грчком богу сунца) вриједан милијарду долара изградње највећих у свијету поља соларних панела широм земље омогућиће доминантним земљама у Европској унији, као што је Њемачка, рјешавање својих кључних националних питања на рачун других земаља, проблема електричне енергије, нафте, изласка на море и еколошких проблема.¹³ Према томе, потпуно је разумљив став тадашњег предсједника Европске уније, контраверзног Чеха Васлава Клауса (Václav Klaus), у једном интервјуу „...да је већина мјера уведених у сврху превладавања економских криза почела давати резултате тек након што би те кризе завршиле“.

4. НОВИ ФИНАНСИЈСКИ ПОРЕДАК И КРУЖНО КРЕТАЊЕ КАПИТАЛА

Поново на свјетску економску сцену ступа снага државних, односно националних фондова, у свијету познатих под називом суверени фондови. Незванично се сматра да је први национални фонд формиран у Кувајту 1953. године, под називом Kuwait Investment Authority, на основу прихода од извоза нафте, а данас у свијету представљају кључни извор финансијске моћи.¹⁴ Према званичним подацима The International Forum of Sovereign Wealth Funds чак 60% извора финансирања свих националних фондова у свијету потиче од извоза нафте, док 40% представља финансирање из извоза других природних богатстава и роба, пореза и др. Апсурдно је да се ради управо о финансијској снази националних фондова која потиче од оствареног *екстра профита* управо у земљама којима је данас та финансијска помоћ и потребна.

Кључна потврда ове констатације су изузетни напори челника Европске уније, између осталих и Клауса Реглинга (Klaus Regling)¹⁵, да управо кинеске званичнике убиједи у улагање у већ значајно *испражњен* Фонд за европску финансијску стабилност како би се подржале мјере за превазилажење дужничке кризе у Европи, одржала стабилност заједничке валуте и економске интеграције уопште.

Табела 1: Имовина најзначајнијих националних фондова у билионима америчких долара према подацима крајем 2010. године

Земља	Национални фонд	Крај 2007.	Крај 2010.
Аустралија	The Future Fund	44,9	70,3
Канада	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16,7	15,5
Чиле	Economic and Social Stabilization Fund	14,0	12,7
Чиле	Pension Reserve Fund	1,5	3,8
Кина	China Investment Corporation	200,0	409,6
Ирска	National Pensions Reserve Fund	31,1	30,3

¹³ Предвиђеним пројектом „Helios“ произведена електрична енергија би се продавала сјеверној Европи и Њемачкој (извоз до 15 хиљада мегавата) због одлуке да се затворе нуклеарне електране (због познате хаварије у Фукушими у Јапану) и одређене за алтернативне изворе енергије. Према извјештају Међународне агенције за енергију, предвиђања су да ће до 2035. године потражња за енергијом порасти за 40%, што би могло да утиче на пораст цијене барела нафте изнад 200 долара. Препорука ове Агенције је подстицање кориштења алтернативних извора обновљиве енергије (биомаса, сунце, вјетар и други).

¹⁴ До њиховог наглог раста је дошло управо захваљујући порасту цијена сировина на свјетском тржишту. Националним фондовима се управља одвојено од текућих резерви и искључиво се употребљавају за инвестирање у иностране компаније и друге развојне програме широм свијета, преко улагања у акције, обвезнице, реалну имовину, племените метале и друге финансијске инструменте.

¹⁵ Директор Фонда за европску финансијску стабилност.

Кореја	Korea Investment Corporation	15,5	37,6
Нови Зеланд	New Zealand Superannuation Fund	10,7	14,0
Норвешка	Government Pension Fund-Global	373,1	525,1
Сингапур	Temasek	134,1	153,0
Тимор	Petroleum fund of Timor-Leste	2,1	6,9
Тринидад и Тобаго	Heritage and Stabilization Fund	1,8	4,0
Сједињене Америчке Државе	Alaska Permanent Fund	39,4	38,8

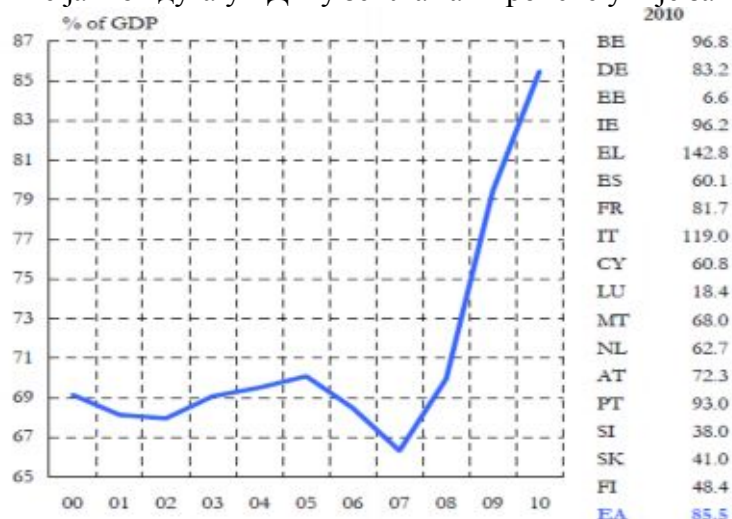
Извор: *International Monetary Fund*. 2011. *World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report*, Septembar, 2011. Washington DC.

Укупна вриједност имовине којом управљају национални фондови широм свијета у јулу 2011. године је износила 4,7 трилиона америчких долара.

Према подацима једне од четири најпознатије ревизорске компаније у свијету „Price waterhouse Coopers (PwC)“ у 2011. години 34% глобалног привредног развоја, односно БДП-а доприносе најразвијеније свјетске економије окупљене у групи G7, док само Бразил, Русија, Индија и Кина укупно учествују са 40%.¹⁶

Већ сада се слободно може констатовати да је кључна карактеристика развијених економија широм свијета, тако и земаља Европске уније у нашој непосредној близини, изузетно висока стопа јавног дуга која је растућег карактера и која је према посљедњим званичним показатељима у Европској унији достигла ниво од 85,5% БДП-а (слика 1).

Слика 1: Учешће јавног дуга у БДП у земљама Европске уније за 2010. годину¹⁷



Извор: *European Commission*. 2011. *Economic and Financial Affairs – DG-ECFIN: Key Indicators for the Euro Area*. Eurostat. European Union.

Према правилима Европске уније, од земаља чланица се захтијева да јавни дуг не смије прећи 60% БДП-а, односно буџетски дефицит мора бити испод 3%.¹⁸ У 2010.

¹⁶ Craren, Tom 2011. „Defining a new CEO agenda“. <<http://www.pwc.com/us/en/view/issue-14/defining-new-seo-agenda.jhtml>> (приступљено 16. 11. 2011. г.).

¹⁷ Објашњење: Белгија (BE), Њемачка (DE), Естонија (EE), Ирска (IE), Грчка (GR), Шпанија (ES), Француска (FR), Италија (IT), Кипар (CY), Луксембург (LU), Малта (MT), Холандија (NL), Аустрија (AT), Португал (PT), Словенија (SI), Словачка (SK), Финска (FI).

години највеће одступање од дефинисаног норматива у Европској унији имале су Грчка, Италија, Белгија, Ирска и Португал.

Експерти при International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) и Centre for Economic Policy Research су укупан очекивани јавни дуг у односу на БДП земаља Европске уније за 2012. годину процијенили према подацима датим у табели 2.

Табела 2: Процијењен укупан јавни дуг у земљама еврозоне за 2012. годину
% у односу на БДП

Еврозона	Белгија	Њемачка	Ирска	Грчка	Шпанија
88,5	97,5	81,1	117,9	166,1	71,0
Француска	Италија	Кипар	Луксембург	Малта	Холандија
86,8	119,8	64,3	19,9	67,9	64,0
Аустрија	Португал	Словенија	Словачка	Финска	Естонија
75,4	107,4	46,0	46,8	52,2	6,9

Извор: Eichengreen, Barry, Feldman, Robert, Liebman, Jeffrey, von Hagen, Jürgen and Charles Wyplosz. 2011. *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). London: Centre for Economic Policy Research.

С једне стране се уочава евидентан буџетски дефицит и недостатак капитала широм свијета, а с друге стране снажна финансијска моћ националних фондова економија у наглom успону. Разумљиво је да се стање општег финансијског еквилибријума може достићи само спонтаним *кружним кретањем капитала* у општем свјетском финансијском амбијенту, али заснованом на *принципима либералне економије*, а не изричитог државног интервенционизма.

Од почетка економске кризе Кина је, као водећа земља групације BIRCS-а, захваљујући растућим девизним резервама већ уложила милијарду евра у грчке луке и државне обвезнице, 3 милијарде евра у шпанске државне обвезнице, те милијарду евра за португалске обвезнице. Осим ових трансакција, кинески вицегувернер и водећи кинески привредници су почетком 2011. године у Њемачкој, Великој Британији и Шпанији склопили низ стратешких уговора за куповину популарних европских производа, попут вина, маслиновог уља, луксузних аутомобила за растућу средњу класу, али и послове у финансијском, енергетском и технолошком сектору. С друге стране, куповином европских производа и обвезница Кина спасава и саму себе због везаности кинеског јена за амерички долар. Када евро пада у односу на долар, кинески производи постају прескупи на европском тржишту у односу на домаће производе. Према томе, Кини је у интересу да евро буде јак, а европска привреда стабилна, али и укидање ембарга извоза оружја и високе технологије за кинески национални програм наоружања у Кини.¹⁹

Почетком септембра, 2011. године започело је и интензивно преузимање банака у централној и источној Европи од стране руског капитала када је руска Сбербанка купила Folksbank internacional (VBI).

Ако у анализу укључимо податке Међународног монетарног фонда из недавно објављене листе поретка земаља према оствареном БДП-у за 2010. годину и раније наведене чињенице, јасно се уочавају назнаке формирања „новог финансијског поретка“ чија је кључна карактеристика снажно присуство земаља BRICS-а у самом врху лествице финансијске моћи.

¹⁸ European Commission. 2011. Economic and Financial Affairs – DG-ECFIN: Public Finances in EMU. European Economy 3/2011. European Union. p. 2.

¹⁹ Укупне девизне резерве Кине почетком 2011. године су износиле 2.850 милијарди долара, а крајем октобра 2010. године Кина је у свом власништву имала 906,8 милијарди долара америчких државних обвезница.

Табела 2: Дјелимична листа земаља према величини БДП-а Међународног монетарног фонда за 2010. годину

Ред	Земља	БДП (милиони US\$)
	Свијет	62.911.253
	Европска унија	16.242.256
1.	Сједињене Америчке Државе	14.526.550
2.	Кина	5.878.257
3.	Јапан	5.458.797
4.	Њемачка	3.286.451
5.	Француска	2.562.742
6.	Уједињено Краљевство	2.250.209
7.	Бразил	2.090.314
8.	Италија	2.055.114
9.	Индија	1.631.970
10.	Канада	1.577.040
11.	Русија	1.479.825
12.	Шпанија	1.409.946
13.	Аустралија	1.237.363

Извор: *International Monetary Fund*. 2011. *World Economic and Financial Surveys: World Economic Outlook*, April, 2011. Washington DC.

Видљиво је у табели 2. да Европска унија само као интегрисана економија може парирати надлазећој концентрацији финансијске моћи земаља BRICS-а и да је национални економски суверенитет заиста у другом плану. Међутим, битно је уочити циљ који се жели постићи у интегрисаним економијама, као што је Европска унија. Да ли је заиста циљ ријешити дужнички колапс задужених земаља или оснажити блок преко економске и политичке зависности чланица? Не постоји логичност у настојању што бржем и ефикаснијем рјешењу дужничке кризе европских земаља, с једне стране, и прихваћене методологије њеног рјешавања, с друге стране. Улагање расположивог капитала, прије свега националних фондова, прво у Фонд за европску финансијску стабилност, а затим Фонда у задужене земље чланице значајно поскупљују трошкове прикупљања капитала земаља чланица за износ гаранције коју нуди новоформирану Фонд Европске уније. Још увијек незваничан приједлог Њемачке о формирању Одбора за праћење и управљање земљама чланицама обухваћених дужничком кризом, а који је наишао на отворено негодовање Француске, поткрепљују претходно наведене тврдње.

Ако бисмо се сада осврнули на златно банкарско правило диверзификације ризика, слиједило би да само високо диверзификовани портфолио улагања у условима негативне корелације значајно смањује ризик укупног портфолија улагања, а и диверзификује принос. Руковођено старим банкарским правилом и теоријом капитала, те финансијским капацитетом новог финансијског поретка, кружно кретање капитала у оскудном пословном амбијенту трасира нови пут рјешавања системског дужничког колапса и узлазног глобалног економског раста.

5. ЗАКЉУЧАК

Дужничка криза 21. вијека је ујединила свијет у изналажењу нових модела њеног управљања преко међудржавног интервенционизма, оштрих мјера штедње и формирања специфичних фондова за финансирање финансијске стабилности региона.

Акумулација капитала у земљама, односно економијама у наглону успону која је проистекла из оствареног екстра профита због раста цијена нафте, сировина и хране на свјетском тржишту, постаје кључна карика у финансијској подршци мјерама рјешавања прве системске дужничке кризе новијег доба. Ова акумулација је довољна за покриће растућег јавног дуга задужених земаља и покретање економског раста ради

успостављања опште тржишне и економске равнотеже у свијету на здравим основама, руковођена природним законитостима ефекта кружног кретања капитала. С тим у вези, неминовност је адаптирање на *нови финансијски поредак* са земљама у наглом успону у непосредној близини традиционалних финансијских моћника, попут Сједињених Америчких Држава, Њемачке и Јапана.

Сваки општи економски поремећај неминовно производи неки нови квалитет, препознатљив у технолошкој или финансијској иновацији, новом тржишту, процесу, али и новом политичком, економском, односно финансијском поретку.

Рјешавање банкарских криза кроз историју, па све до данас, се углавном кретало у правцу државног интервенционизма и јачања регулације финансијског сектора. Сет подузетих мјера се кретао преко спонтаних утицаја кретања каматне стопе и количине новца у оптицају у домену теорије монетаризма, па све до различитих облика државног интервенционизма, као што су јавни радови, рестриктивне мјере штедње, смањење буџетске потрошње, повећање или смањење пореза ради растерећења привредних субјеката итд. Назире се нужност преласка са државног интервенционизма на тржишни либерализам и слободно кретање капитала, радне снаге и роба.

Благовременост и квалитет одабраних рјешења значајно опредјељује њихов ефекат и, што је веома битно, трајање општег економског поремећаја и враћање повјерања јавности у банкарски, односно финансијски систем као кључни стуб стабилности глобалних економских перформанси и предуслов општег привредног раста.

ЛИТЕРАТУРА

-
- Bašić, D.** 2011. „Uzročno-posljedična povezanost pojave finansijskih kriza i makroekonomskih faktora okruženja.“ *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu*: 147–170.
- Božić, R.** 1997. *Bankarske krize i restrukturiranje banaka*. Srpsko Sarajevo: Ekonomski fakultet.
- Van Hoose, D.D. and Roger Le Roy, M.** 1997. *Moderni novac i bankarstvo*. Zagreb: Mate.
- Vunjak, N. i Kovačević, L.J.** 2009. *Finansijska tržišta i berze*. Subotica: Ekonomski fakultet.
- Dušanić, B.J.** 2010. Identifikovanje suštinskih faktora globalne krize – uslov za preduzimanje adekvatnih mera za njeno prevladavanje. *Acta Economica*, 12 (VIII): 157–174.
- Eichengreen, B. et al.** 2011. *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). London: Centre for Economic Policy Research.
- European Commission** 2011: Economic and Financial Affairs – DG-ECFIN: Public Finances in EMU. *European Economy* 3/2011. European Union.
- European Commission** 2011: Economic and Financial Affairs – DG-ECFIN: Key Indicators for the Euro Area. Eurostat. European Union.
- International Monetary Fund** 2011: World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report. Washington D.C.
- International Monetary Fund** 2011: World Economic and Financial Surveys: World Economic Outlook, April, 2011. Washington D.C.
- Koch, W.T. and MacDonald, S.** 2003. *Bank Management*. USA: Thomson Learning. South – Western.
- Ote, M.** 2009: *Slom dolazi: nova svetska ekonomska kriza i šta vi sada možete da učinite*. Banja Luka: Romanov.
- Craren, T.** 2011. „Defining a new CEO agenda“. <<http://www.pwc.com/us/en/view/issue-14/defining-new-ceo-agenda.jhtml>> (pristupljeno 16. 11. 2011. g.).