

POSLEDNJI TANGO U EVROZONI? PUKOTINE U EVRO KONSTRUKTU³

Last Tango in the Euro Area: Cracks in Foundations of the Euro Construct

ABSTRACT *The crisis of sovereign debt and banking system in the Euro Area seriously endanger not only economic stability of the Old continent, but also of the world economy as a whole. In this study, we identify causes of the crisis and point towards plausible solutions aiming at a provisional overcoming of the recession. If, on the other hand, central European countries continue to insist on further implementation of deflationary oriented economic measures in peripheral European economies the break-up of the Euro Area is likely. Final, potentially devastating consequences of this possible grim event are at this moment very hard to predict.*

KEY WORDS *Euro Area, euro, crisis, deficit, debts*

APSTRAKT *Kriza suverenog duga i bankarskog sistema u Evrozoni predstavljaju veliku potencijalnu opasnost ne samo po privrednu stabilnost Starog kontinenta već celokupne svetske ekonomije. U radu se razmatraju uzroci krize i ukazuje na moguća kratkoročna rešenja koja imaju za cilj prevazilaženje recesije. Ukoliko pak, centralne evropske zemlje nastave da insistiraju na implementaciji deflacionističke ekonomske politike u perifernim evropskim privredama, moguć je raspad Evrozona sa nizom pratećih negativnih efekata čije krajnje posledice u sadašnjem momentu nije moguće sagledati u celosti.*

KEY WORDS *Evrozona, evro, kriza, deficit, dugovi*

Uvod

Davnih tridesetih godina prošlog veka čuveni engleski ekonomista John Maynard Keynes (1936) je upozoravao svet na opasnosti koje dolaze iz pravca inherentno nestabilnih finansijskih tržišta i potrebu da ekonomske vlasti snažno kontraciklično reaguju kada tržišni sistem zahvati recesija. U suprotnom, kolaps ekonomskog sistema ima za posledicu dubok pad u ekonomskoj aktivnosti,

¹ oradonji@f.bg.ac.rs

² mzec@f.bg.ac.rs

³ Ovaj naučni rad je deo projekta broj 179035 koji finansira Ministarstvo za prosvetu, nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

investicijama, potrošnji, zaposlenosti i, na kraju krajeva, u ljudskom dostojanstvu. Kako danas stvari stoje ova davno ispredavana i bezbroj puta ponovljena lekcija nije naučena. Insistiranje vodećih zemalja Evrozone na restriktivnoj monetarnoj i fiskalnoj politici u momentu kada se nad svetom nadvila finansijska tama, potencijalno tamnija od one koja je harala svetom tokom Velike depresije će, po nama, proizvesti kontraefekte. Neće biti rešeni problemi ni snažnih ni slabih ekonomija. Štaviše, moguće je da će voditi raspadu Evrozone. Nisu realne pretpostavke nekih stručnjaka i medija da će slabijim ekonomijama izlazak iz monetarne unije doneti više koristi nego troškova. Naprotiv, u ovom momentu, posledice ovakve odluke po zemlju koja odustaje mogu biti nesagledive. Ovaj rad ima za cilj da identifikuje ključne uzroke krize u Evrozoni i da, u skladu sa dijagnozom problema, ukaže kreatorima ekonomske politike kako centralnih tako i perifernih ekonomija monetarne unije na posledice insistiranja na deflacionističkoj politici dok kriza traje i na moguće ekonomske efekte raspada Evrozone. Kompleksnost problematike upozorava na opasnosti donošenja ishitrenih odluka.

Ples u tami

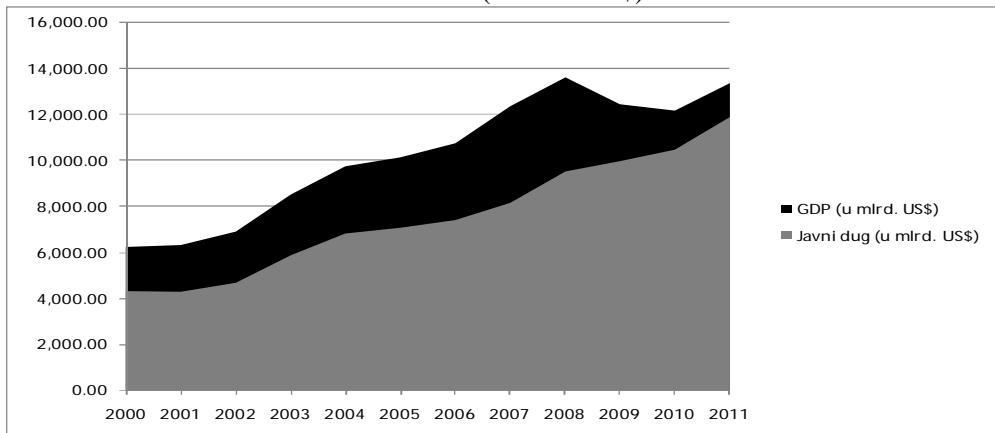
U 12. glavi svoje Opšte teorije kamate, zaposlenosti i novca (1936), John Maynard Keynes je izrazio sumnju da će moderna finansijska tržišta za ishod imati stabilan tok preduzetništva koji će nadvladati vrtlog špekulacija. Posledično, ukoliko kapitalni razvoj neke ekonomije postane nusproizvod „...aktivnosti kockarnice, onda je verovatno da će posao biti loše urađen.“ Stoga, ako „...se stane na gledište da je pravi društveni cilj efektne berze da novo investiranje kanališe u najpovoljnijim pravcima, sa stanovišta budućeg prinosa, onda se ne može tvrditi da ona vrsta uspeha koju je ostvario Wall Street predstavlja jednu od značajnih pobeda *laissez-faire*-a kapitalizma.“ (Keynes, 1936: 198).

Po Keynesu, trgovci na finansijskim tržištima nisu zainteresovani za dugoročnu prognozu prinosa koji će generisati preduzete kapitalne investicije za njihovog veka trajanja (preduzetništvo) jer je daleko lakše formirati kratkoročnu prognozu prosečnog mišljenja investitora (špekulativna aktivnost): „Oni se ne bave pitanjem šta neka investicija stvarno vredi čoveku koji je kupuje sa namerom da je trajno zadrži, već kako će je tržište procenjivati, pod uticajem masovne psihologije posle tri meseca ili godine dana.“ (Isto: 193, 194).

Da bi ova igra nadmudrivanja u predviđanju tržišne procene investicije u nekoj bliskoj budućnosti opstala, nije neophodno postojanje „...naivčina među publikom koje bi napunile želudac profesionalaca“ (Isto: 194) jer ovu igru igraju i profesionalci međusobno. Takođe, da bi igra opstala, nije neophodno da bilo ko veruje da tržišna procena ima bilo kakav dugoročan značaj jer je „...ovo takoreći igra Šnipšnap, Crnog Petra i Muzičke stolice – rasonode u kojoj je pobedilac onaj ko kaže šnip ni suviše rano ni suviše dockan, ko preda Crnog Petra svom susedu pre

nego što se igra završi ili ko osigura sebi stolicu u času kada muzika prestane da svira.“ (Isto: 195). U toj situaciji „...ove igre se mogu da igraju uzbudljivo i veselo iako svi igrači dobro znaju da Crni Petar ide iz ruke u ruku ili da će, kada muzika prestane da svira, neki od igrača ostati bez stolice.“ (Isto: 195).

Grafikon 1. Bruto domaći proizvod i vrednost javnog duga zemalja članica Evrozone (u mlrd. US\$)



Napomena: za 2011. je data procena.

Izvori: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 i proračun autora.

Pitanje koje se dalje postavlja je šta se dešava kada neko od igrača ostane bez stolice? Jasno je da glavnu reč na finansijskim tržištima ne vode „naivčine među publikom” već profesionalci, to jest moćne finansijske institucije. U tom smislu, bankrot „naivčina” ne predstavlja sistemski problem pošto su njihovi finansijski resursi, pa samim tim i pozicije na tržištu pojedinačno gledano beznačajne. To, sa druge strane, nije slučaj sa finansijskim institucijama. Naime, svet finansijskih relacija je izrazito kompleksan i dinamičan i sastoji se od mreže međusobno povezanih i zavisnih bilansa stanja domaćinstava, korporacija, finansijskih institucija i države. Bilansi stanja se sastoje od aktive, obaveza i tokova novca koji služe, između ostalog, za isplatu dugova. Kada jedna strana želi da preduzme neku investiciju ili da zauzme poziciju na finansijskim tržištima ona to retko može da učini na bazi interno generisanih sredstava. Dakle, neophodna su joj sredstva iz eksternog okruženja. Problem je u tome što u momentu ugovaranja kreditno-poverilačkog odnosa ni zajmodavac ni zajmoprimac ne mogu biti sigurni da će preduzeta investicija ili kupovina finansijske aktive generisati dovoljno novca za isplatu obaveza na ime duga. Ukoliko zajmoprimac bankrotira, zajmodavac se susreće sa problemom nenaplativih potraživanja što otvara problem da li će

zajmodavac biti u mogućnosti da isplati dugove svom zajmodavcu i tako u krug: „U višeslojnoj finansijskoj strukturi, jedinica koja daje sredstva u zajam možda ima svojih obaveza i njena sposobnost da vrati svoje dugove zavisi od novčanih tokova koje generiša aktiva u njenom posedu koja je istovremeno obaveza drugih jedinica.” (Minsky, 1975: 84). Tako, u slučaju značajnog nivoa duga u sistemu, bankrot pojedinačnog zajmoprimca (zemlje, velike korporacije ili finansijske institucije), može izazvati lavinu bankrota u celom sistemu. Da li je to scenario budućih događaja u Evrozoni u kojoj je 2009. tango prestao da svira?

Naravno, dok je tango svirao svi su plesali i dugovi su rasli. Tako, na primer, na grafikonu 1 se vidi da je u periodu od 2000. do 2011. javni dug zemalja članica Evrozone porastao za 174%, dok je istovremeno bruto domaći proizvod (GDP) porastao svega 113%.

Prvi igrač koji je ostao bez stolice je najslabija karika u sistemu - Grčka.⁴ Zatim su sledile Irska, Španija, Portugal i Italija. Pandorina kutija je otvorena čime su u prvi plan izbili dugovi i međusobno povezani bilansi privatnih banaka, domaćinstava, preduzeća i država. Iz tabele 1 možemo jasno videti da bankrot Grčke direktno ugrožava opstanak francuskih i nemačkih banaka, dok potencijalni bankrot francuskih i nemačkih banaka dalje dovodi u opasnost bankarski sistem Velike Britanije i Italije što bi dalje vodilo bankarskoj krizi u Španiji, Japanu, SAD-u itd.

Pitanje koje se postavlja je kako su „problematične” zemlje evropske monetarne unije i Evrozona u celini dospeli u ovu situaciju? Po nama, ključni razlog leži u neravnomernom ekonomskom razvoju i konstruktivno evro valute.

⁴ Grčka je zemlja koja se suočava sa ozbiljnim strukturalnim problemima u poslednje tri decenije. Pati od niske produktivnosti, konkurentnosti, nedovoljnosti produktivnih kapaciteta, nedovoljne efikasnosti u sakupljanju poreza i ogromne evazije poreza, rigidnog tržišta rada, neefikasnih javnih preduzeća, skupe i neefikasne administracije, visoke korupcije itd. Budžetski deficiti i visok nivo javnog duga već decenijama muče grčko društvo. I ne samo to. Prilikom pristupanja Evrozoni grčke vlasti su u saradnji sa Goldman Sachsom lažirale makroekonomske pokazatelje. Tako su grčke vlasti objavile da je u 2000. deficit budžeta iznosio 2% GDP-a, 2001. i 2002. 1,4% i 2003. 1,7%. Nekoliko godina po pristupanju Grčke u Evrozonu, Eurostat je objavio da je deficit budžeta Grčke 2000. iznosio 4,1%, 2001. i 2002. 3,7% i 2003. 4,6% GDP-a. Javni dug je, kako se kasnije ispostavilo, 2000. iznosio ogromnih 114% GDP-a. (Polychroniou, 2011).

Tabela 1. Konsolidovana ino potraživanja i druge izloženosti rizicima banaka po zemljama i sektorima, jun 2011 (u mlrd. US\$)

Potraživanja vis-a-vis		Ukupno svet	Evrop.banke	Francuska	Nemačka	Italija	Španija	V.Britanija	Japan	SAD
Francuska	Ino potraživanja	1355	925	/	223	51	33	305	107	272
	Od čega: Javni sektor	255	173	/	31	2,4	7	56	44	25
	Banke	702	457	/	116	30,3	11	149	26	192
	Nebank. priv. sektor	395	291	/	75	18	15	100	37	55
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	1015	556	/	91	78	42	198	22	413
Nemačka	Ino potraživanja	1758	1329	277	/	273	60	235	146	235
	Od čega: Javni sektor	508	351	61	/	53	5,5	60	85	60
	Banke	544	361	104	/	57	5	131	29	131
	Nebank. priv. sektor	696	607	112	/	163	50	45	32	45
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	1092	654	123	/	116	29	400	15	401
Grčka	Ino potraživanja	131	121	56	21	4	1	13	1,4	8,4
	Od čega: Javni sektor	39	37	11	12	2	0,5	3,3	0,1	2,3
	Banke	10	7	1,6	2	0,2	0,03	1	0,4	2,5
	Nebank. priv. sektor	82	77	44	7	2	0,7	8	0,8	3,5
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	64	24	8,4	4,4	2	0,4	4	47	40
Irska	Ino potraživanja	467	380	32	111	15	9	141	21	54
	Od čega: Javni sektor	17	14	3	3,4	0,6	0,2	4	1	1,9
	Banke	78	63	10	22	4,4	1	17	1,9	12
	Nebank. priv. sektor	371	302	19	86	10	8	120	18	40
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	207	143	27	36	13	3,4	50,4	1,2	58
Italija	Ino potraživanja	939	837	416	162	/	40	74	44	47
	Od čega: Javni sektor	289	237	107	48	/	11	17	31	13
	Banke	164	139	45	48	/	4	9	4,3	19
	Nebank. priv. sektor	485	460	265	66	/	24	47	9	15
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	504	233	92	61	/	18	30	5,9	263
Portugal	Ino potraživanja	205	197	26	36	4	89	25	2,2	5
	Od čega: Javni sektor	32	30	6	9	0,5	7	2	1	1
	Banke	36	34	6	13	2	5	4	0,3	2
	Nebank. priv. sektor	136	133	13	14	2	76	20	0,9	2
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	104	54	5	17	3	22	4	0,5	49
Španija	Ino potraživanja	742	643	151	177	30	/	101	27	67
	Od čega: Javni sektor	107	87	30	29	6	/	8	11	8
	Banke	228	192	39	69	7	/	18	5	28
	Nebank. priv. sektor	408	364	82	79	17	/	75	11	31
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	337	153	39	46	15	/	31	5	177
V. Britanija	Ino potraživanja	3056	1888	283	511	48	427	/	165	780
	Od čega: Javni sektor	233	100	12	10	0,4	42	/	38	69
	Banke	940	603	160	169	20	47	/	44	219
	Nebank. priv. sektor	1867	1167	110	332	27	338	/	83	492
	Druge potencijalne izloženosti rizicima	2202	1306	328	242	187	143	/	28	764

Napomena: U evropske banke pored banaka iz 17 članica Evrozone ulaze i banke iz Andore, Danske, Islanda, Linhenštajna, Norveške, Švedske, Švajcarske, Velike Britanije i Vatikana.

Izvor: Bank for International Settlements, Consolidated Banking Statistics, Ultimate Risk Basis.

Evro konstrukt i kumulacija deficita

Prvi očigledan problem koji upada u oči je da zajedničku valutu poseduju ekonomije koje su strukturno različite i koje su u različitoj meri konkurentne. Zemlje kao što su Grčka, Portugal i Španija su izrazito nekonkurentne u poređenju sa zemljama perjanicama Evrozone kao što su Nemačka, Francuska i Holandija koje su ili/i produktivnije ili/i imaju niže troškove radne snage. Zbog toga što deficitarne evropske privrede kao zvanično sredstvo plaćanja koriste nesuverenu valutu, to jest valutu koju ne emituju, one nisu u mogućnosti da je depreciraju i na taj način postanu cenovno konkurentne. Posledično, neefikasne ekonomije imaju vrlo malo validnih opcija koje mogu primeniti kako bi se izvukle iz krize.

Da bismo preciznije utvrdili gde zapravo leži suština problema moramo krenuti od poznatog identita izvora dohotka gde je

$$GDP = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

Drugim rečima, bruto domaći proizvod (*GDP*) je iz perspektive izvora potrošnje jednak zbiru finalne potrošnje domaćinstava (*C*), privatne investicione (*I*) i državne potrošnje (*G*) i bilansa tekućeg računa (*X - M*).

Ako sa druge strane pogledamo upotrebu *GDP*-a videćemo da je

$$GDP = C + S + T \quad (2)$$

Dakle, dohodak (*GDP*) privređuju domaćinstva koja troše (*C*), štede (*S*) i kada se izvrši proces raspodele na bazi njega plaćaju poreze (*T*). Dalje, direktno proizilazi da je

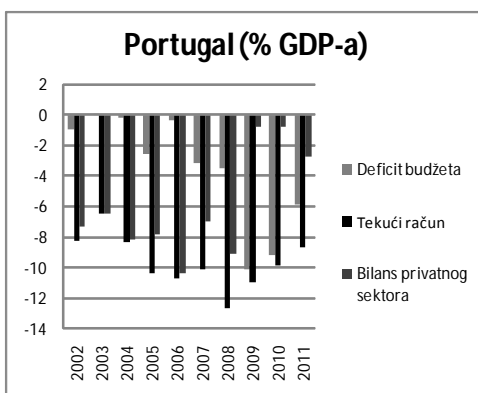
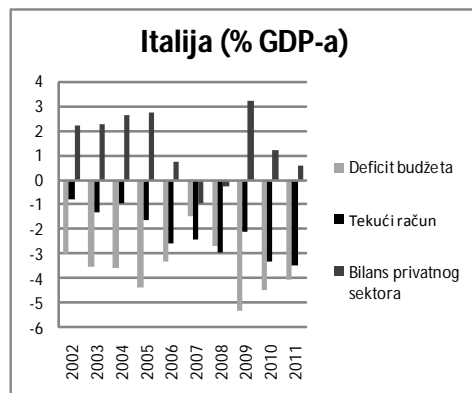
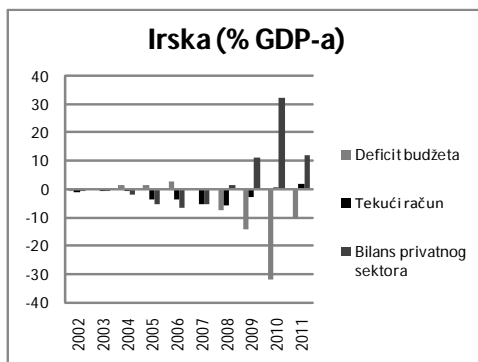
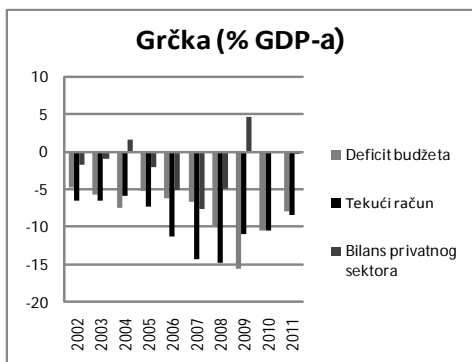
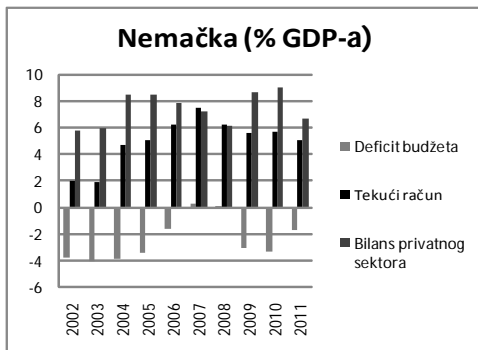
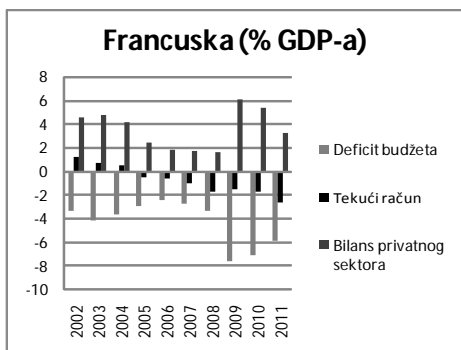
$$C + S + T = GDP = C + I + G + (X - M) \quad (3)$$

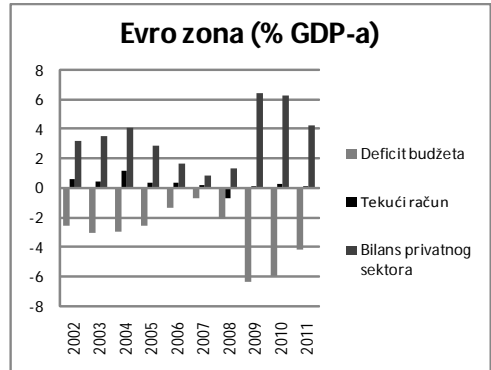
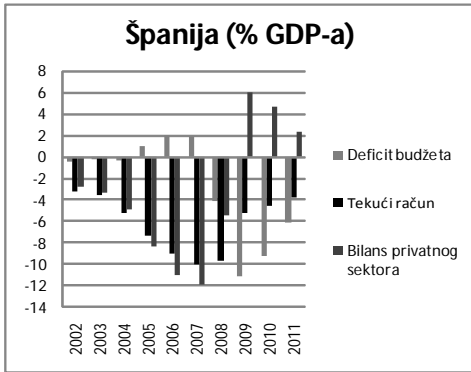
Odnosno da je

$$(S - I) = (G - T) + (X - M) \quad (4)$$

Bilans privatnog sektora ili neto štednja domaćinstava i preduzeća (*S - I*) jednaka je zbiru državnog bilansa (*G - T*) i bilansa tekućeg računa (*X - M*). Ukoliko je neto štednja pozitivna to zapravo znači da je država u deficitu i/ili da je spoljni sektor u plusu. Javni deficit se direktno ubrizgava u privatni sektor što podupire rast dohotka pa samim tim i štednje. Isto tako, suficit tekućeg bilansa pozitivno deluje na dohodak, pa stoga i na štednju domaćeg privatnog sektora. Kod Grčke, na primer, uporan javni deficit koji je iznad deficita tekućeg računa vodi pozitivnoj štednji ili smanjenju u dugu privatnog sektora. Sa druge strane, u Nemačkoj, pozitivan saldo privatnog sektora je u periodu 2002-2006. i 2009-2011. bio posledica umerenog deficita budžeta i suficita tekućeg računa. U 2007. i 2008. je neto štednju nemačke privrede generisao snažan suficit tekućeg računa koji je bio znatno iznad suficita državnog budžeta (grafikon 2).

Grafikon 2. Bilans budžeta, tekućeg računa i privatnog sektora u izabranim zemljama Evrozone (% GDP-a)





Napomena: za 2011. je data procena.

Izvori: : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 i proračun autora.

U Italiji je pozitivna neto štednja privatnog sektora rezultat budžetskog deficita koji je bio iznad deficita tekućeg računa, dok je u Francuskoj do 2004. rezultat kombinacije budžetskog deficita i pozitivnog tekućeg računa i od 2004. posledica budžetskog deficita koji je bio iznad deficita tekućeg računa. U Irskoj do 2007. i Portugalu i Španiji do 2008. je negativna neto štednja privatnog sektora bila posledica visokog deficita tekućeg računa i relativno uravnoteženog bilansa države. Od 2007. u Irskoj i 2008. u Španiji se pozitivna neto štednja javlja kao rezultat budžetskog deficita koji je iznad deficita tekućeg računa, dok je u Portugalu negativna neto štednja posledica deficita tekućeg računa koji je iznad deficita budžeta.

Dalje, na grafikonu 2 se jasno vidi da je tekući račun zemalja Evrozone uravnotežen. Dakle, u okviru Evrozone nemoguće je za jednu stranu da ima suficit tekućeg računa, a da istovremeno neka druga zemlja članica nema deficit – igra sa nulta sumom. Znači, Nemačka je generisala suficite zahvaljujući tome što su Grčka, Španija i Portugal vodile uporne i visoke deficite tekućeg računa. S obzirom da deficitarne članice Evrozone ne mogu da depreciraju valutu, jedna mogućnost koja im stoji na raspolaganju kako bi zadržali ili povećali nivo ekonomske aktivnosti je ili da generišu fiskalne deficite i na taj način povećavaju javni dug i/ili da povećaju privatno zaduženje. Brži rast javnog u odnosu na privatni dug je primarna karakteristika Grčke. Sa druge strane, u Irskoj do 2007. i Portugalu i Španiji do 2008. brže je rastao privatni u odnosu na javni dug. Od 2007. u Irskoj i javni i privatni dug rastu ubrzano, dok u Portugalu i Španiji od 2008. rast javnog duga počinje da sustiže rast privatnog duga. Italija je kombinacija visokog javnog i privatnog duga.

Druga mogućnost, o kojoj će kasnije biti reči, a koju bi trebalo izbeći po svaku cenu dok recesija traje, je deflacija čime bi deficitarne zemlje teoretski postale cenovno konkurentne na međunarodnom tržištu.

Koncentrišimo se na prvu mogućnost. Kako „problematične“ zemlje finansiraju deficite? Pošto zemlje Evrozone imaju nesuverenu valutu i pošto Evropska centralna banka ne sme da kupuje državne obveznice članica što direktno ograničava njihovu javnu potrošnju, deficitarne zemlje su primorane da prodaju svoje državne obveznice tržištu. Dakle, tržišna percepcija rizika ograničava fiskalnu potrošnju članica Evrozone, a ne ugovor iz Mاستrihta. Dosledno, umesto da koriste državni budžet sa ciljem generisanja relativno stabilnog ekonomskog sistema sa visokim novoom zaposlenosti, zemlje Evrozone su se odlučile za ekonomsku politiku niskog budžetskog deficita i nivoa javnog duga bez obzira na posledice ove politike po nivo proizvodnje i zaposlenosti. Stoga, kao što se može videti u tabeli 2, ne čudi da su sve zemlje osim Estonije, Finske i Luksemburga prekoračile standarde deficita budžeta 2009. i 2010, i da je samo šest zemalja (Kipar, Finska, Luksemburg, Slovačka, Slovenija, Španija) ispunilo uslov nivoa javnog duga propisanog Mاستrihtskim sporazumom 2009. dok je ovaj uslov 2010. ispunilo svega pet zemalja (Estonija, Finska, Luksemburg, Slovačka, Slovenija).

Sa druge strane, za razliku od ekonomija koje koriste nesuverenu valutu (evro) ili valutu čija je vrednost fiksirana za čvrstu valutu (Srbija), emitent suverene valute se ne suočava sa rizikom solventnosti jer je država uvek u mogućnosti da preko centralne banke kreditira račune banaka zajmodavaca i na taj način izađe u susret svojim obavezama na ime kamate i glavnice (Wray, 2003). To je i jedan od glavnih razloga zašto su zemlje kao što su SAD i Japan u mogućnosti da imaju javni dug koji je i dva puta veći od GDP-a, a da se istovremeno zadužuju po niskim kamatnim stopama.⁵ Međutim, pitanje koje se dalje postavlja je da li mogućnost neograničenog štampanja novca navlači na vrat opasnost od jedne druge vrste ekonomske nemani – inflacije?

⁵ Takođe su važni razlozi što ove zemlje imaju jaku i veliku privredu, dok SAD emituju najvažniju svetsku rezervnu valutu. Svi ovi razlozi važe i za Evrozonu kao celinu.

Tabela 2. Bilans budžeta i javni dug zemalja Evrozone (% GDP-a)

		2008	2009	2010
Austrija	Bilans budžeta	-1.003	-4.14	-4.617
	Javni dug	63.753	69.627	72.154
Belgija	Bilans budžeta	-1.259	-5.892	-4.083
	Javni dug	89.601	96.195	96.671
Kipar	Bilans budžeta	0.912	-5.967	-5.302
	Javni dug	48.284	57.987	60.8
Estonija	Bilans budžeta	-2.323	-2.055	0.204
	Javni dug	4.603	7.152	6.559
Finska	Bilans budžeta	4.145	-2.846	-2.764
	Javni dug	33.943	43.285	48.385
Francuska	Bilans budžeta	-3.343	-7.574	-7.083
	Javni dug	68.208	79.011	82.326
Nemačka	Bilans budžeta	0.115	-3.061	-3.296
	Javni dug	66.449	74.143	83.964
Grčka	Bilans budžeta	-9.804	-15.514	-10.42
	Javni dug	110.721	127.1	142.757
Irska	Bilans budžeta	-7.339	-14.197	-31.976
	Javni dug	44.356	65.245	94.924
Italija	Bilans budžeta	-2.686	-5.302	-4.484
	Javni dug	106.305	116.066	118.995
Luksemburg	Bilans budžeta	2.956	-0.914	-1.707
	Javni dug	13.608	14.553	18.417
Malta	Bilans budžeta	-4.625	-3.697	-3.826
	Javni dug	61.276	67.256	67.149
Holandija	Bilans budžeta	0.44	-5.466	-5.344
	Javni dug	58.21	60.773	63.676
Portugal	Bilans budžeta	-3.536	-10.106	-9.138
	Javni dug	71.582	83.01	92.919
Slovačka	Bilans budžeta	-2.085	-7.965	-7.902
	Javni dug	27.794	49.501	48.903
Slovenija	Bilans budžeta	-0.275	-5.553	-5.278
	Javni dug	22.503	35.467	37.257
Španija	Bilans budžeta	-4.145	-11.13	-9.241
	Javni dug	39.848	53.259	60.117

Izvori: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 i proračun autora.

Kontraciklična fiskalna politika i (ne)opravdan strah od inflacije

Uloga državnog budžeta u ublažavanju efekata privrednog ciklusa je od ključnog značaja. U periodu krize, kada investicije proizvodnja, zaposlenost i potrošnja privatnog sektora značajno padaju i kada privatni sektor teži da se što više oslobodi dugova, uloga fiskalne potrošnje je da se nađe u ulozi kontratega (*spender of last resort*) i da na taj način ublaži posledice ovih negativnih kretanja (Minsky, 1986). Tako, zemlja koja poseduje suverenu valutu i koja se suočava sa recesijom uvek je u stanju da značajno poveća javnu potrošnju, pa samim tim i agregatnu

tražnju, tako što će prodati svoje obveznice centralnoj banci. U praksi to funkcioniše tako što se centralnoj banci povećava vrednost aktive u stavci državne hartije od vrednosti dok joj se istovremeno za isti iznos uvećava pasiva na računu države kod centralne banke. Država potom izdaje čekove na svoj račun u centralnoj banci i na taj način plaća svoje obaveze prema dobavljačima. Pošto su ovi čekovi legalno sredstvo plaćanja rast u iznosu računa države kod centralne banke na bazi prodatih hartija od vrednosti je ekvivalentan državnom štampanju novca. Ipak, sa druge strane nas ortodokсна ekonomska teorija upozorava da je novac neutralan, to jest da štampanje novca uvek ima za posledicu inflaciju jer „mnogo para juri malo roba“.⁶ Da li to uvek tačno? Po nama nije jer ukoliko je ekonomija velika i država troši novac u periodu recesije, to jest u periodu neiskorišćenih kapaciteta, i ukoliko je ovaj novac usmeren ka stimulisanju privatnog sektora da poveća zaposlenost i proizvodnju neće doći do inflacije. Dakle, sama logika nameće zaključak da će profitne prilike koje kreira država svojom potrošnjom u periodu recesije ohrabriti proizvođače da povećaju proizvodnju i potpunije iskoriste svoje kapacitete. Tako će povećano državno trošenje imati za posledicu rast u proizvodnji, pa će porast u količini novca biti iskorišćen za kupovinu povećane količine dobara (Davidson, 2009.). Na taj način neće doći do inflacije.⁷ Ipak, strah od inflacije je toliko ukorenjen u savremenim akademskim i poslovnim krugovima da se i danas čak i u uslovima recesije samo pominjanje mogućnosti ekspanzije agregatne tražnje kroz povećanu državnu potrošnju izjednačava sa jeresom. Stoga je, kontra zdravoj logici, osnovna preporuka deficitarnim zemljama od strane vodećih zemalja Evrozone da usred krize srežu fiskalne troškove.

Kriza, fiskalna kontrakcija i opasnosti od deflacije dugova u Evrozoni

Nažalost, Nemačka i Francuska su mišljenja da je deficitarnim zemljama neophodno nametnuti oštru fiskalnu kontrakciju kako bi se Evrozona izvukla iz krize. Ova ekonomska politika se temelji na hipotezi da će se kroz smanjenu javnu potrošnju i povećane poreze, pa samim tim i poreske prihode, značajno smanjiti deficit budžeta u kratkom roku i obezbediti suficit u dugom roku na bazi koga će dugovi bili vraćeni.

Međutim, problem sa rezanjem fiskalne potrošnje usred recesije je taj što se na taj način proizvodi suprotno od željenog – pad poreskih prihoda, pad u proizvodnji i zaposlenosti i dalji rast dugova. Naime, tokom recesije privatni sektor smanjuje dugove i povećava štednju što znači da državna potrošnja mora da

⁶ Klasična ekonomska škola na čelu sa Miltonom Friedmanom pretpostavlja da porast u količini novca u opticaju u dugom roku ne utiče na porast u zaposlenosti i proizvodnji. Jedini dugoročni efekat porasta u količini novca u opticaju je porast opšteg nivoa cena.

⁷ Opet, do inflacije može doći u malim ekonomijama pošto mali obim proizvodnje rezultira u povećanju jediničnih troškova proizvodnje. Sa druge strane, ovu zamku je moguće izbeći ukoliko proizvođači povećaju svoj udeo prodaje na inostranim tržištima.

nadomesti ovaj pad u agregatnoj tražnji. U suprotnom, povećanje poreza, rezanje plata u javnom sektoru, smanjenje penzija i produženje radnog veka građana zajedno sa smanjenjem plata u privatnom sektoru će smanjiti potrošnju i promet u maloprodaji pa samim tim i državne prihode.⁸ Na taj način će deficit javne potrošnje, suprotno od željenog, porasti. Sve ovo neizbežno vodi deflaciji dugova: povećanju u nezaposlenosti (grafikon 3), padu proizvodnje, daljem produbljivanje problema deficita tekućeg računa i porastu siromaštva, nasilja i kriminala.⁹

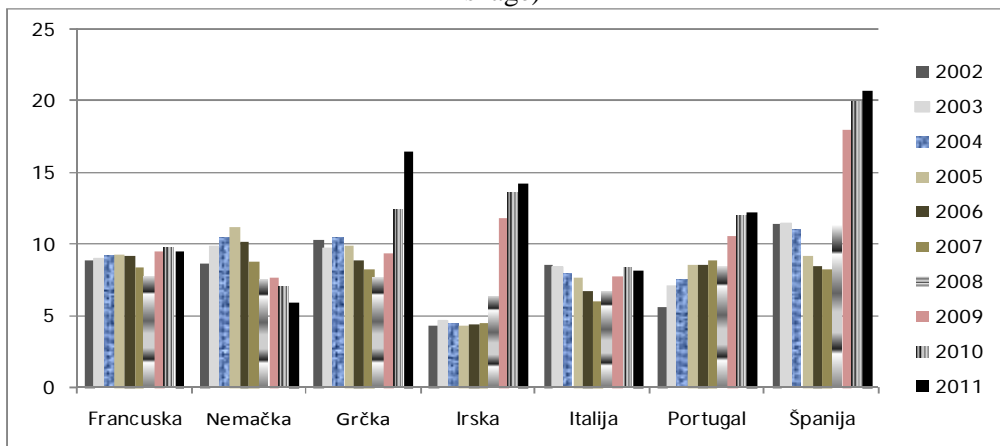
Po Fisher-u (1933) je fenomen deflacije dugova glavni faktor kojim je moguće objasniti zašto je Velika depresija koja je zahvatila svet tridesetih godina prošlog veka bila toliko duga i duboka. Deflacija dugova nastaje u doba krize kada optimistička očekivanja usahnu. Prezaduženim privrednim učesnicima postaje jasno da su profitna očekivanja bila preterano optimistična što implicira da je u toj situaciji poželjno osloboditi se dugova što pre prodajom svoje imovine. Ogromna ponuda imovine na tržištu (zalihe, hartije od vrednosti, nekretnine, realni kapital itd...) ima za posledicu pad u cenama. Pad u cenama dalje ima za posledicu rast u nominalnoj vrednosti novca pa samim tim i dugova koji su nominalno denominirani u novcu. Tako, privreda dospeva u paradoksalnu situaciju da što se zajmodavci više trude da smanje svoje dugove, dugovi više rastu. (Toporowski, 2005). U naporu da što više smanje svoje zaduženje proizvođači koji imaju kontrolu nad cenama svojih proizvoda će ih snižavati kako bi zadržali svoj udeo na tržištu. Posledično, kada jedan proizvođač u grani snizi svoje cene onda to isto čine i drugi kako bi sačuvali svoju konkurentnost. Međutim, preduzetnici sniženje cena svojih proizvoda u prvi mah kompenziraju i/ili smanjivanjem plata radnika i/ili njihovim otpuštanjem

⁸ Tako je, kako bi pospešili potrošnju lokalnog stanovništva, 60 prodavnica u španskom selu Murgados odlučilo marta 2011. da kao legalno sredstvo plaćanja prima pezetu koja je iz opticaja izbačena 2002. Uspeh ove akcije je očigledan pošto veliki broj građana hrli iz svih delova zemlje da potroši sitniš koji svojevremeno nisu uspeli da konvertuju u evro. Sa druge strane, prodavci koji primaju pezete ih konvertuju u evro kod Centralne banke Španije. Blic, dnevne novine (15-16 februar 2012).

⁹ U Grčkoj je u 2009. kao posledica krize i rastućeg siromaštva kriminal značajno porastao. Broj registrovanih narkomana je u Atini porastao sa 7400 u 2008. na 12000 u 2009. Zločini povezani sa drogom su takođe u značajnom porastu. Broj ubistava se u Grčkoj duplirao u 2009. u odnosu na 2006. dok je u prvih šest meseci 2011. ovaj broj porastao za 2,2%. Broj pljački domova je porastao na 90936 u 2010. sa nivoa od 72658 u 2009. Dodatno, u porstu su iznude, oružane pljačke, prevare, krađa automobila itd. (Der Spiegel Online, Greek Vexed By Growing Crime). Takođe, sve je veći broj pripadnika srednje klase koji postaju beskućnici i korisnici besplatne hrane i prenoćišta u glavnom gradu Grčke („new poor“ – novi siromasi). Tako je u 2011. u Atini broj beskućnika u odnosu na prethodnu godinu porastao za 20% (ima ih oko 25000). Tražnja za obrocima u narodnim kuhinjama je u 2011. porasla za 15%, dok je 2010. na granici siromaštva živelo 28% ili 3,03 miliona Grka. Prema rečima psihologa Eleni Bekiari vođe tima stručnjaka koji 0-24 primaju telefonske pozive od građana Atine koji razmišljaju o suicidu, 2010. je primljeno oko 2500 poziva dok se 2011. taj broj udvostručio. Od početka krize 2009. stopa samoubistava u Grčkoj je duplirana tako da je 2011. iznosila 6 samoubistava na 100 hiljada građana. U telefonskim razgovorima sa stručnjacima očajni ljudi koji razmišljaju da sebi oduzmu život često kao razlog navode ekonomsku krizu. (Der Spiegel Online, “New Poor“ Grows from Greek Middle Class).

stvarajući silaznu spiralu gde sa jedne strane cene guraju nadnice nadole, dok sa druge, smanjene nadnice (usled smanjene kupovne moći radnika) dalje vuku cene nadole. (Galbraith, 1975). Dakle, suprotno Sejovom zakonu tržišta, pad u cenama nema za posledicu rast u tražnji, već suprotno, dalji pad u tražnji. Takođe, proizvođači celu zaradu ako je ima, pretvaraju u štednju čime se drastično smanjuje investiranje, što dalje smanjuje profite, zaposlenost, potrošnju itd. Na taj način se potom kriza prenosi iz realnog u finansijski sektor jer preduzeća nisu u stanju da isplate svoja dugovanja. Rast udela nenaplativih potraživanja u portfolio banaka dalje tera banke da povećaju svoju likvidnost tako što smanjuju kreditiranje i prestaju da obnavljaju (kratkoročne) kredite za finansiranje zaliha i procesa proizvodnje. Nova sredstva se eventualno odobravaju po znatno višim kamatnim stopama jer percipirani rizik zajmodavca počinje značajno da raste. Značajno smanjeno kreditiranje i kreditiranje po značajno višim kamatnim stopama dalje utiču na pad u investicijama, potrošnji, zaposlenosti i posledično poreskim prihodima.

Grafikon 3. Stopa nezaposlenosti za izabrane zemlje Evrozone (% ukupne radne snage)



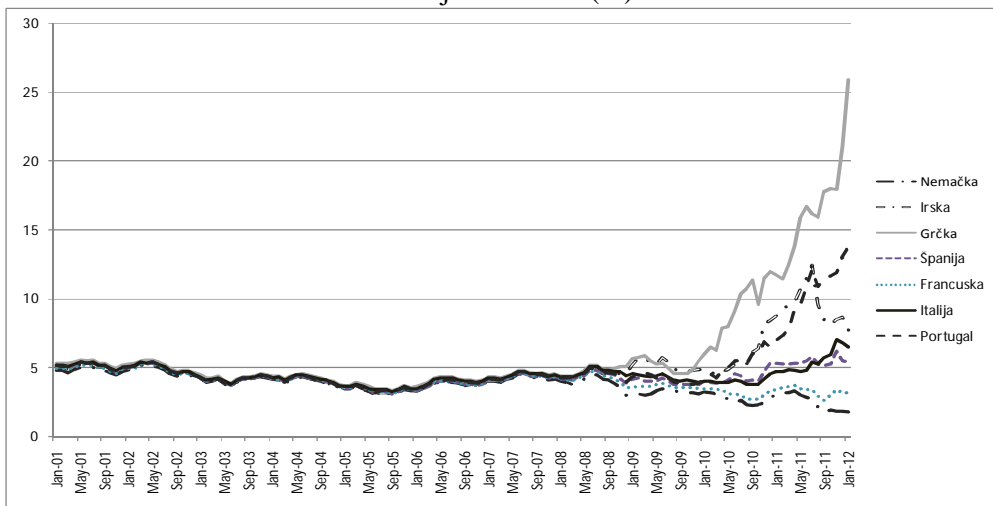
Napomena: za 2011. je data procena.

Izvor: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011.

Nažalost, upravo u ovu vrstu zamke trenutno upadaju deficitarne zemlje Evrozone jer tržišta ocenjuju kvalitet suverenog zajmoprimca na bazi poreskih prihoda. Američke agencije za kreditni rejting (Standard & Poor's Corporation, Moody's Investor Service i Fitch) srozavaju rejting zemalja dužnika koji imaju pad u poreskim prihodima čime za njih i njihove privredne aktere zaduživanje postaje skuplje i teže. Tako se aktivira poročni krug u kome kriza hrani sebe samu. Na grafikonu 4 se vidi da je zbog povećanih rizika finansiranja, efektivna kamatna stopa

(*yield*) koju traže investitori da bi finansirali dug kriznih zemalja značajno porasla. Na primer, efektivna kamatna stopa na desetogodišnje državne obveznice Nemačke i Francuske je u januaru 2009. iznosila 3,07% i 3,6% respektivno. U januaru 2012. je iznosila 1,82% i 3,18% respektivno. Sa druge strane, u januaru 2009. je efektivna kamatna stopa na državne obveznice Irske, Grčke, Španije, Italije i Portugala iznosila 5,2%, 5,6%, 4,15%, 4,62% i 4,32% dok je u januaru 2012. iznosila 7,71%, 25,91%, 5,41%, 6,54% i 13,85% respektivno.

Grafikon 4. Efektivna kamatna stopa na desetogodišnje državne obveznice izabranih zemalja Evrozone (%)



Izvor: The European Central Bank.

Perspektiva je da će troškovi finansiranja suverenog duga ovih zemalja dalje rasti pošto je sredinom februara 2012. Moody's Investor Service još jednom snizio kreditni rejting Italije, Španije i Portugala. Kreditni rejting Italije je pao za jedan stupanj sa A2 na A3, Španije za dva stupnja sa A1 na A3, dok se kredibilitet Portugala dalje srozao na nivo visokošpekulativne investicije (*junk*) sa Ba2 na Ba3.¹⁰ Takođe je snižen kreditni rejting Slovenije (sa A1 na A2), Slovačke (sa A1 na A2) i Malte (sa A2 na A3). (Moody's investor service, The Washington Post with Bloomberg). Kreditni rejting Austrije, Francuske i Velike Britanije je ostao isti (Aaa – maksimum sigurnosti), ali je perspektiva (*outlook*) promenjena iz stabilne u negativnu što znači da postoji verovatnoća od najmanje 40% da će im se sniziti

¹⁰ Po Moody's metodologiji nivo A1, A2 i A3 je dug višeg srednjeg kvaliteta (*upper medium grade*). Dug sa ocenom Ba1, Ba2 i Ba3 je niskokvalitetan, špekulativan dug (*low grade, speculative*).

kreditni rejting u narednih 18 meseci.¹¹ Negativna perspektiva je takođe karakteristika Italije, Španije, Portugala, Slovenije, Slovačke i Malte.¹²

I na kraju, ne manje važno, deflacija se preliiva iz nacionalnog u međunarodni okvir jer zemlje koje sprovode fiskalnu kontrakciju dok traje kriza značajno smanjuju svoj uvoz čime kontrakcija u agregatnoj tražnji u domaćoj ekonomiji izaziva kontrakciju u agregatnoj tražnji zemalja izvoznica. Kako bi zadržale svoj udeo na međunarodnom tržištu zemlje izvoznice će dalje sniziti cene svojih proizvoda. Rat cenama vodi deflatorskim pritiscima i daljoj eskalaciji dužničke krize jer niže cene vode rastu realne vrednosti novca pa samim tim i dugova. Dakle sva je prilika da se Nemačkoj, ekonomiji koja je najveći neto izvoznik u Evropsku uniju (EU), njeno insistiranje na fiskalnoj restriktivnosti u deficitarnim zemljama neće isplatiti. Šta ukoliko se upravo to desi i dužnici još više povećaju svoje dugove? Kakva je budućnost Evrozone?

Budućnost Evrozone

Jedna od mogućnosti na kojoj insistiraju čelnici Evrozone je da ona opstane ovakva kakva jeste. Međutim, kako vreme odmiče i najveći optimisti su počeli da dovode u pitanje svoja nadanja. Sve češće se u javnosti pominje mogućnost raspada monetarne unije. Raspad može biti dobrovoljan, tako što će slabija ekonomija svojevolutno istupiti. To će joj, kako se u javnosti može često čuti, doneti benefite jer će se uz pomoć značajne deprecijacije novouvedene lokalne valute (NLV) kreirati uslovi za dinamičan privredni rast. Takođe, kako to javnost percipira, unija se može raspasti i prostim izbacivanjem zemlje članice ili tako što će snažna ekonomija napustiti uniju bez većih posledica. Mi ćemo razmatrati dva scenarija. Prvi je da slabija ekonomija ili nekoliko slabijih ekonomija napuste Evrozonu (voljno ili nevoljno). Drugi je da, pošto građani Nemačke više ne žele da finansiraju rastrošne zemlje Evrozone, snažna ekonomija prva istupi.

Pre nego što uđemo u dublju analizu mogućih posledica ova dva scenarija neophodan je pravni uvod. Kao što smo rekli, unija se može raspasti tako što zemlja ili nekoliko zemalja napuste dobrovoljno uniju ili tako što zemlja članica ili više zemalja članica bivaju od strane drugih članica izbačene. Međutim, pravno gledano, dobrovoljan izlazak je veoma skup i rizičan dok je izbacivanje, barem po slovu zakona, nemoguće.

¹¹ U Francuskoj i Velikoj Britaniji su razlog značajni deficiti budžeta i izloženost domaćih banaka riziku bankrota deficitarnih zemalja, dok je kod Austrije samo slučaj značajna izloženost bankarskog sektora riziku bankrota deficitarnih i istočnoevropskih zemalja.

¹² Za ostale zemlje Evropske unije je kreditni rejting nepromenjen. Tako je kreditni rejting Danske, Finske, Nemačke, Luksemburga, Holandije i Švedske Aaa, Belgije Aa3, Estonije A1, Irske Ba1, Kipra Baa3 (niži srednji kvalitet) i Grčke Ca (ekstremno špekulativan dug, možda u bankrotu). (Moody's investor service).

Sporazum iz Lisabona ne predviđa povlačenje zemlje članice iz monetarne unije, ali članom 50 predviđa dobrovoljno povlačenje zemlje članice iz EU (Dor, 2011). U svakom slučaju, Lisabonski sporazum ne predviđa izbacivanje zemlje članice iz EU. Dakle, zemlja koja želi da napusti svojom voljom monetarnu uniju, ne može to da učini a da istovremeno ne napusti EU. Detalji dobrovoljnog istupa iz EU nisu pravno razrađeni što implicira da zemlja mora kroz napore i dugotrajne pregovore sa svih 26 članica da izdejstvuje svoj izlazak. Druga opcija istupa nije u skladu sa zakonom i podrazumeva ili da zemlja unilateralno, bez ikakvih pregovora proglasi svoju nezavisnost u odnosu na EU i monetarnu uniju ili da članice monetarne unije obustave finansijsku pomoć ugroženoj zemlji, čime bi ona došla sama do zaključka da je unilateralna odluka napuštanja unije najbolji izbor. Dalje, nakon izlaska iz monetarne unije, pa samim tim i EU, zemlja bivša članica bi, ukoliko želi ponovo da postane član EU, morala sa svih 26 zemalja da pregovara o svom pristupanju što je dugotrajan, skup i mukotrpan proces pod hrabrom pretpostavkom da bi ostavljene i uvredene članice EU uopšte bile voljne da razmatraju ovu opciju. Proces ponovnog pristupanja, to jest ratifikacije bi zahtevao da je zemlja ispunila ekonomske uslove propisane Mاستrihtskim sporazumom, dok bi se nekoliko zemalja članica o ponovnom pristupanju bivše članice izjašnjavale putem referenduma. Bilo kako bilo, zemlja koja je izašla bi van EU ostala godinama.

Razmotrimo sada prvi scenario. Racionalno odlučivanje bi zahtevalo da odluka o izlasku bude argumentovana odnosom troškova i koristi takvog postupka. Ukoliko zemlja proceni da su koristi veće od troškova, odluka o istupanju je opravdana. Zbog toga je neophodno pažljivo proučiti troškove ovakve odluke. Na prvom mestu, ukoliko zemlja izađe iz monetarne unije mora da odluči da li će njen dug i dalje biti denominiran u evrima ili će biti denominiran u NLV. U prvom slučaju, s obzirom na moguće potrese koje će izazvati jedna ovakva odluka, sigurno je da će NLV strmoglavno izgubiti vrednost u odnosu na evro što, izraženo u domaćoj valuti, značajno povećava vrednost dugova. S obzirom da zemlja koja je napustila uniju ne može kroz poreze sakupiti evre, jedino što joj preostaje je da ih zaradi kroz trgovinu, što je kao što ćemo videti, malo verovatno. Dakle, u tom slučaju je bankrot siguran. Prema scenariju koji su razvili stručnjaci Credit Suisse-a (2011), ukoliko iz monetarne unije izađu Portugal, Grčka, Irska i Španija, pri čemu dugovi ostaju denominirani u evru, NLV bi deprecirale u odnosu na evro za 50-60%.¹³ Na taj način bi realna vrednost dugova izražena u NLV značajno porasla, te bi vrednost suverenog duga skočila sa sadašnjih prosečnih 100% GDP-a na 200-250% GDP-a. Prema ovoj proceni ove zemlje bi zasigurno bankrotirale u iznosu od 40% ukupnog suverenog i privatnog duga čime bi banke u centralnim zemljama monetarne unije podnele gubitke u iznosu od 300 mlrd. evra, Evropska centralna banka 150 mlrd. evra, dok bi se banke iz zemalja koje su napustile uniju suočile sa gubicima u iznosu

¹³ U slučaju raspada Evrozona bi NLV slabijih ekonomija deprecirale u odnosu na američki dolar za 35-50%. (Credit Suisse, 2011).

od 630 mlrd. evra. Naravno, pošteno je reći da je ova vrsta bankrota moguća i bez izlaska iz Evrozone, što pokazuje primer agencija za kreditni rejting koje ocenjuju Grčku kao zemlju koja je već bankrotirala. Druga opcija je, kao što smo rekli, da država svoj dug denominira u NLV što bi, s obzirom na njenu izvesnu značajnu deprecijaciju u odnosu na evro, za inostrane finansijere *de facto* značio bankrot.

Bankrot suverenog duga ima značajne dugoročne reprekusije na cenu kapitala ne samo za državu već i za korporativni i bankarski sektor. Moguće je da cena kapitala bude toliko visoka da se neće naći investitori koji su voljni da investiraju. Na taj način bi u narednih nekoliko godina zemlja ostala bez eksternih izvora finansiranja što bi se zasigurno negativno odrazilo na ekonomsku aktivnost i investicije. Dodatni pritisak na bilanse kompanija i banaka bi došao sa strane duga koji bi ostao denominiran u evrima ili dolarima.¹⁴

Drugi problem se tiče kompleksnog i rizičnog procesa uvođenja u promet nove lokalne valute. Da bi ovaj proces uopšte imao smisla država bi morala depozite koji su denominirani u evrima da redenomira u NLV što otvara brojna pitanja. Da li redenomirati evro depozite samo domaćeg stanovništva ili i stranih državljana? Da li redenomirati samo evro depozite ili i depozite koji su denominirani u dolarima, jenima, švajcarskim francima itd.? Da li redenomirati depozite stranih građana koji sredstva drže u inostranim filijalama domaćih banaka? Sve u svemu, ukoliko država uđe u proces izlaska iz monetarne unije, građani će, racionalno anticipirajući značajnu deprecijaciju NLV u odnosu na evro, jurišati na banke.¹⁵ U tom slučaju je država primorana da uvede strogu kontrolu kretanja kapitala i ljudi i da zamrzne depozite na, recimo, godinu dana. Ove odluke naravno, ne samo da značajno povećavaju nivo neizvesnosti u sistemu, već su i u direktnoj suprotnosti sa pravilima

¹⁴ Po slovu zakona, o tome da li zemlja koja napušta uniju ima pravo da konvertuje obaveze denominirane u evrima u NLV odlučuju domaći i međunarodni sudovi. U principu bi ovo pravo zemlji koja napušta monetarnu uniju priznali i domaći i međunarodni sudovi ukoliko: su sredstva denominirana u evrima dobijena na bazi emitovanja državnih obveznica usmerena ka domaćim investitorima, ukoliko se ovim obveznicama ne trguje na inostranim tržištima i ukoliko se obaveze na ime ovih obveznica plaćaju u zemlji koja napušta uniju; je kredit odobren dužniku iz zemlje koja napušta uniju od strane banke koja je iz Evrozone ili van nje pri čemu je predviđeno da se obaveze na ime duga uplaćuju filijali te banke koja posluje u zemlji koja istupa; je dug denominiran u evrima odobren od strane zajmodavca iz zemlje koja izlazi iz unije dužniku koji je takođe iz zemlje koja napušta uniju; se privatnom ili državnom obveznicom denominiranom u evrima sklopljenom trguje na sekundarnom finansijskom tržištu zemlje koja napušta uniju; je ugovor o dugu sklopljen na bazi zakona zemlje koja napušta uniju ili ukoliko ugovor o dugu predviđa da će isplata obaveza biti izvršena u zemlji koja odustaje od monetarne unije. Sa druge strane, međunarodni sudovi neće priznati konverziju duga iz evra u NLV ukoliko: su sredstva denominirana u evrima dobijena na bazi emitovanja državnih obveznica usmerena ka međunarodnim investitorima, ukoliko se ovim obveznicama trguje na inostranim tržištima i ukoliko se obaveze na ime ovih obveznica plaćaju u inostranstvu; je kredit odobren dužniku iz zemlje koja napušta uniju od strane banke koja je iz Evrozone ili van nje pri čemu je predviđeno da se obaveze na ime duga uplaćuju na evro račun koji se nalazi u zemlji porekla banke zajmodavca. (Dor, 2011).

¹⁵ Samo u toku 2011. su depozitari povukli iz grčkih banaka 40 mlrd. evra što je jednako 17% grčkog GDP-a. (The New York Times, 2011).

EU što će dalje onemogućiti eventualne pregovore zemlje o ponovnom pristupanju. Dalje bi se izvesno panika poput zaraze proširila na građane drugih slabih ekonomija za koje postoji bojazan da bi se odlučile za izlazak iz unije. To bi rezultiralo u masovnom jurišu na banke u tim zemljama i samim tim u destabilizaciji čitavog finansijskog sistema, ne samo Evrope već i sveta.¹⁶

Sa druge strane, oštra deprecijacija NLV na prvi pogled otvara mogućnost dinamičnog rasta u izvozu, pa samim tim i generisanja suficita trgovinskog bilansa.¹⁷ Međutim, ne treba zaboraviti da je zemlja koja je izašla iz monetarne unije istovremeno izašla iz EU što znači da bi zemlje članice u tom slučaju kompenzovale komparativnu prednost zemlje čija je valuta deprecirala kroz podizanje tarifa prema izvozu te zemlje u istom tom iznosu (50-60%) čime bi kroz valutnu deprecijaciju kreirana komparativna prednost nestala. Dodatno, finansijska kriza u Evropi koja bi se javila kao posledica bankarske panike bi negativno uticala na agregatnu tražnju zemalja članica unije čime bi značajno pala tražnja za izvoznim proizvodima zemlje koja je istupila iz EU.

Usled kolapsa državnog duga, bankarskog i korporativnog sektora, prestanka dotoka eksternog kapitala pa samim tim i značajnog pada u investicijama i ekonomskoj aktivnosti, monetizacija fiskalnog deficita u maloj ekonomiji bi u kombinaciji sa negativnim kretanjima u eksternom okruženju (pad u tražnji za izvozom) i značajnom deprecijacijom NLV najverovatnije vodila inflaciji. Ipak, po nama, u situaciji kada je svetsku i evropsku privredu zahvatila recesija, umerena inflacija je manje zlo od deflacije.

Posledice ovih dešavanja po snažne zemlje koje su ostale u Evrozoni bi bile izrazito nepovoljne. Na prvom mestu bi njihove banke koje su finansirale javni i privatni dug zemlje/zemalja koja/e je/su izašla/e podnele značajne gubitke što bi iziskivalo snažnu fiskalnu intervenciju. Drugo, oštra aprecijacija evra u odnosu na NLV bi negativno uticala na konkurentnost ovih ekonomija na tržištima zemalja ili zemlje koja je izašla. Na kraju, izvozna tražnja zemalja koje su izašle iz monetarne unije bi doživela kolaps čime bi bio zadat snažan udarac izvoznoj industriji centralnih zemalja Evrozone.

Kada je u pitanju drugi scenario, Nemačka ima dugu tradiciju zdravih finansija tako da nema sumnje da bi nemačka marka bila jedna od najpoželjnijih svetskih valuta za čuvanje bogatstva što bi imalo za posledicu njenu značajnu aprecijaciju (oko 40% u odnosu na evro i dolar; Credit Suisse, 2011). Sa jedne strane bi to pozitivno uticalo na stabilnost bankarskog sistema jer bi vrednost dugova

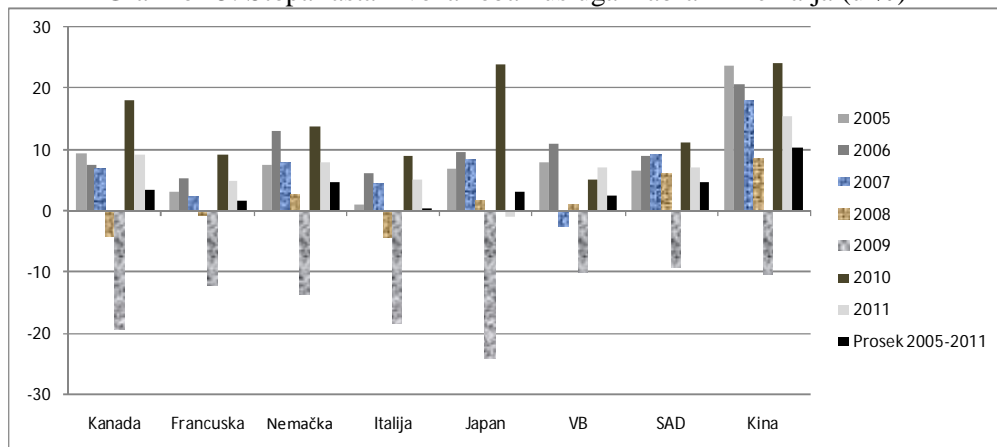
¹⁶ Posebno bi ovaj udar osetile SAD čiji izvoz u Evrozoni predstavlja 14% ukupnog izvoza. Kao posledica opadanja ekonomske aktivnosti i profita došlo bi do pada cena akcija američkih kompanija što bi kroz efekat bogatstva izrazito negativno uticalo na potrošnju američkih građana. Takođe su značajni izvoznici u Evrozoni Kina i druge brzorastuće privrede Azije.

¹⁷ Ukoliko je ekonomija uopšte u stanju da proizvede proizvode koji su traženi na međunarodnom tržištu.

nemačkih privrednih učesnika koji su denominirani u evru ili bilo kojoj inostranoj valuti izraženo u nemačkim markama značajno pala. Opet, sa druge strane bi značajan deo aktive nemačkih banaka ostao denominiran u evrima što bi izraženo u nemačkim markama značajno smanjilo njihov profitni potencijal. Istovremeno bi, zbog velike tražnje za nemačkom markom pa samim tim i njene značajne aprecijacije u odnosu na evro, izvozni sektor bio desetkovan. Takođe, podsetimo samo da izlazak Nemačke iz monetarne unije istovremeno znači i njen izlazak iz EU, što znači da bi zemlje članice EU u cilju zaštite svojih tržišta zasigurno podigle trgovinske barijere što bi dodatno izvršilo snažan negativan uticaj na nemački izvoz. Pitanje je kakve bi zbog toga posledice trpela nemačka privreda?

Gledano kroz vrednost izvoza sedam najrazvijenijih ekonomija sveta (G7) plus Kina, 2011. je Nemačka zauzela drugo mesto. Na prvom mestu je Kina čiji je izvoz bio vredan 2,2 hiljade milijardi US\$, dok je vrednost nemačkog izvoza dostigla cifru od 1,62 hiljade milijardi US\$ i američkog 1,6 hiljade milijardi US\$.¹⁸ Dalje, na grafikonu 5 se jasno vidi da u je u periodu između 2005. i 2011. nemački izvoz rastao po prosečnoj godišnjoj stopi od 4,8% što je drugi najbolji rezultat. Po najvišoj prosečnoj godišnjoj stopi od 10,3% je rastao kineski izvoz.

Grafikon 5. Stopa rasta izvoza roba i usluga izabranih zemalja (u %)



Napomena: za 2011. je data procena.

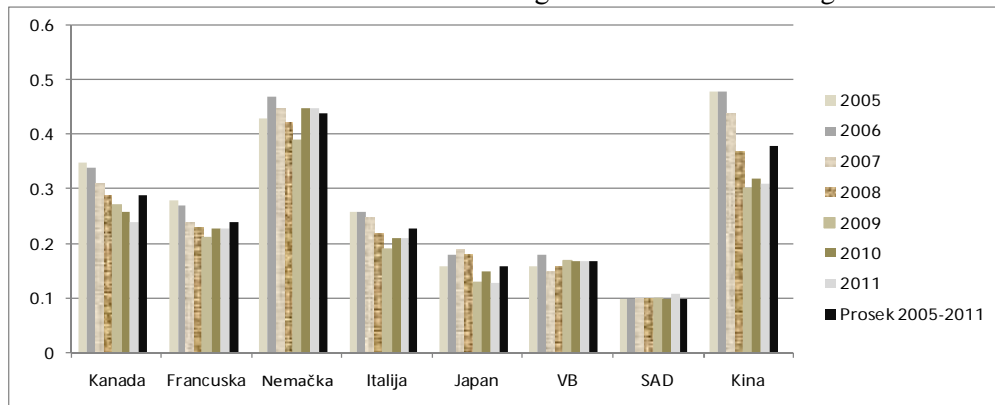
Izvori: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 i proračun autora.

Ipak, kada se uzmu u obzir relativni pokazatelji, Nemačka je apsolutni svetski šampion u izvozu. Na grafikonu 6 možemo videti da je u periodu 2005-2011. udeo nemačkog izvoza u GDP iznosio u proseku neverovatnih 44%. Na drugom mestu je

¹⁸ Isto tako je 2005. i 2006. vrednost nemačkog izvoza bila iznad vrednosti kineskog.

Kina sa prosečnim udelom od 38%, dok, na primer, ovaj pokazatelj kod Francuske, Velike Britanije i SAD uzima skromnu vrednost od svega 24%, 17% i 10% respektivno.

Grafikon 6. Količnik izvoza roba i usluga i GDP-a u izabranim godinama



Napomena: za 2011. je data procena.

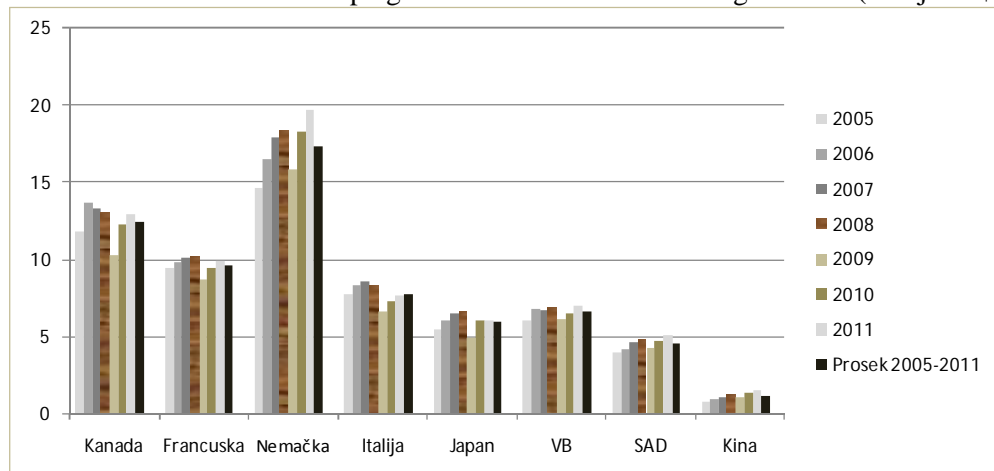
Izvori: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 i proračun autora.

Dalje, grafikon 7 pokazuje vrednost izvoza po glavi stanovnika u istom periodu. I po ovom pokazatelju je Nemačka ubedljivo najmoćniji svetski izvoznik sa prosekom od 17,4 hiljade US\$. Prosek u Francuskoj u istom periodu je 9,7 hiljade US\$, Velikoj Britaniji 6,6 hiljade US\$, SAD 4,6 hiljade US\$ i Kini 1,2 hiljade US\$. Dakle, s obzirom na to da joj je udeo izvoza u GDP-u ogroman, aprecijacija nemačke valute i podizanje trgovinskih barijera od strane preostalih članica EU bi imale izrazito negativan uticaj na nemački izvoz, pa samim tim i privredni rast. Međutim, to nije sve. Situacija postaje još dramatičnija ako se uzme u obzir da bi izlazak Nemačke iz Evrozone značio da je iz monetarne unije moguće izaći što bi generisalo dodatni pritisak za slabije ekonomije da krenu tim putem. Naravno, kao što smo već rekli, to bi imalo za rezultat bankarsku krizu na periferiji Evrope. Bankarska kriza bi vodila deflaciji, smanjenju agregatne tražnje i smanjenju tražnje za izvozom tih zemalja.

Dalje, ako pogledamo jednačinu (4) videćemo da, ukoliko dođe do pada u suficitu ili generisanja deficita tekućeg računa, jedini način da se održi visoka sklonost neto štednji nemačkih građana je rast u budžetskom deficitu što samo po sebi nije problem za veliku ekonomiju koja emituje suverenu valutu. Ipak, to bi značilo dramatičan obrt u modelu razvoja. Nemački model koji se zasniva na zauzdavanju domaće potrošnje i dinamičnom razvoju izvoznog sektora bi bio napušten. Sa druge strane, ukoliko Nemačka insistira na budžetskoj ravnoteži ili

suficitu, generisanje deficita tekućeg računa bi morao da ima za posledicu rast u zaduženosti privatnog sektora što je u dugom roku neodrživo.

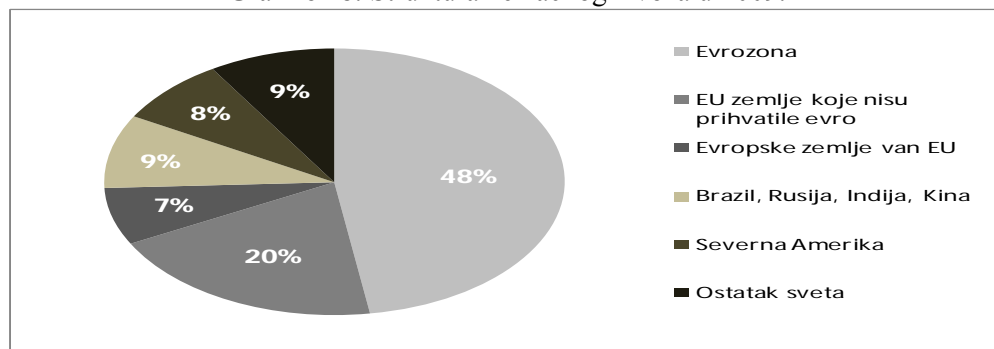
Grafikon 7. Vrednost izvoza po glavi stanovnika u izabranim godinama (u hilj. US\$)



Napomena: za 2011. je data procena.

Izvori: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 i proračun autora.

Grafikon 8. Struktura nemačkog izvoza u 2009.



Napomene: EU zemlje koje nisu prihvatile evro su Švedska, Danska, Velika Britanija i 8 zemalja Centralne i Istočne Evrope. Evropske zemlje van EU su Island, Norveška, Švedska i ostale zemlje Jugoistočne Evrope.

Izvor: Bartlett and Roller, 2011.

Na kraju, kao dodatni argument u prilog tezi da se Nemačkoj ne isplati da izađe iz Evrozone govori činjenica da je ona u 2009. 75% svog izvoza plasirala na evropsko tržište i ogromnih 48% samo na tržištu zemalja članica Evrozone (grafikon 8). Drugim rečima, rastrošan život građana kriznih zemalja je itekako koristio nemačkoj privredi.

Zaključak

Budućnost Evrozone, Evrope pa i svetskog finansijskog sistema je izrazito neizvesna. Problemi su ogromni i kompleksni i u ovom momentu je teško dati recept kako ih rešiti. Pod uslovom da ne dođe do raspada Evrozone, recept za izlazak iz krize, ali ne i za dugoročnu održivost bi bio da centralne evropske zemlje odustanu od deflacionističkih mera. U dužem roku je neophodno razmatrati funkcionalnost i održivost monetarne unije u postojećim političkim i pravnoekonomskim okvirima i izazove i probleme sa kojima će se susresti slabije ekonomije koje će u srednjem roku svakako morati da preduzmu bolne mere restruktuiranja u cilju podizanja konkurentnosti svojih privreda. U kratkom roku je, sa druge strane, moguće stabilizovati sistem na dva načina. Prvi je da Nemačka generiše inflaciju cena i plata i učini svoj izvoz skupim, a uvoz jeftinim čime bi porasla njena tražnja za proizvodima ugroženih zemalja i na taj način njihova proizvodnja, zaposlenost i, na kraju krajeva, poreski prihodi. Pošto je cilj Evropske centralne banke niska i kontrolisana inflacija ovaj scenario nije verovatan. Drugi scenario bi bio da Nemačka, slično kao i u slučaju ujedinjenja sa Istočnom Nemačkom, reciklira svoje viškove kroz strane direktne investicije, kupovinu vlasničkih hartija od vrednosti, stranu pomoć i uvoz iz deficitarnih zemalja. Realno je očekivati da bi ovakva investiciona politika pokrenula posrnule ekonomije i dala im značajan impuls za pokretanje procesa restruktuiranja.¹⁹ U suprotnom, dalje insistiranje na rezanju javne potrošnje opadajućih ekonomija dok kriza traje će proizvesti neželjene posledice od kojih je krajnji čin ili prestanak postojanja Evrozone ili izlazak posrnulih ekonomija iz nje. Kao što smo videli, efekti ovih mogućih dešavanja će, nažalost, izrazito negativno uticati kako na zemlje unije tako i na zemlje širom sveta koje su van nje.

Literatura i izvori

Bank for International Settlements. Consolidated Banking Statistics.
<http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

¹⁹ Prema simulacionom modelu koji sa razvili Holland i Kirby (2011) u kojem pretpostavljaju da je Grčka izašla iz Evrozone dotok svežeg, dugoročno orijentisanog kapitala u drugom kvartalu po istupanju bi u potpunosti neutralisao negativne efekte visoke cene kapitala na proizvodnju. Po njima bi inostrani kapital vršio pozitivan efekat na proizvodnju u narednih nekoliko godina.

- Bartlett, David and Christian Roller. 2011. German Exporters Amid the Global Recovery. RSM International, http://www.rsmi.com/attachments/approved/german-exporters/en/Germanexportersamidtheglobalrecovery_july2010.pdf
- Blic, dnevne novine. 15-16 februar 2012.
- Credit Suisse. 2011. The Euro: what if? <http://www.scribd.com/doc/68423377/Credit-Suisse-The-Euro-What-If>
- Davidson, Paul. 2009. The Keynes Solution. The Path to Global Economic Prosperity. Palgrave, Macmillan, New York.
- Der Spiegel Online. Greek Vexed By Growing Crime. 11.11.2011., <http://www.spiegel.de/international/spiegel/0,1518,archiv,00.html>
- Der Spiegel Online. "New Poor" Grows from Greek Middle Class. 14.02.2012. <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,814571,00.html>
- Dor, Eric. 2011. Leaving the euro zone: a user's guide. IESEG School of Management (Lille Catholic University), Working Paper Series 2011-ECO-06.
- European Central Bank. <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
- Fisher, Irving. 1933. The Debt-Deflation Theory of Great Depression", *Economica*, Vol. 1.
- Galbraith, John Kenneth. 1975. Novac: odakle je došao, gde je otišao. Grmeč, Beograd, 1997.
- International Monetary Fund. World Economic Outlook Database. September 2011. <http://www.imf.org/external/data.htm>
- Holland, Dawn and Kirby, Simon. 2011. Is there resolution to the Euro Area debt crisis? *National Institute Economic Review*, vol. 218, No. 1.
- Keyens, John Maynard. 1936. Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca. Kultura, Beograd, 1956.
- Minsky, Hyman. P. 1975. John Maynard Keynes. New York: The McGraw-Hill, 2008.
- Minsky, Hyman. P. 1986. Stabilizing an Unstable Economy. The McGraw-Hill, 2008.
- Moody's investor service. Rating Action: Moody's adjusts ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks. http://www.moody.com/research/Moodys-adjusts-ratings-of-9-European-sovereigns-to-capture-downside--PR_237716
- Polychroniou, Chronis. J. 2011. An Unblinking Glance at a National Catastrophe and the Potential Dissolution of the Eurozone: Greece's Debt Crisis in Context. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 688.
- The New York Times. Pondering a Dire Day: Leaving the Euro. 12.12.2011. http://www.nytimes.com/2011/12/13/business/global/a-greek-what-if-draws-concern-dropping-the-euro.html?_r=1&pagewanted=all
- The Washington Post with Bloomberg. Moody's cuts ratings on Italy, Portugal and Spain. 14.02.2012. http://www.washingtonpost.com/business/economy/moodys-cuts-ratings-on-italy-portugal-and-spain/2012/02/13/gIQATZczBR_story.html

Toporowski, Jan. 2005. Theories of financial Disturbance. An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham.

Wray, Randall. L. 2003. Understanding Modern Money. The Key to Full Employment and Price Stability. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham.