

GLOBALIZACIJA I PROMENE U MONETARNOJ SFERI

GLOBALIZATION AND CHANGES IN THE MONETARY SPHERE

Prof. dr Pero Petrović

Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, Srbija
E-mail: pera@diplomacy.bg.ac.rs

Prof. dr Aleksandar Živković

Ekonomski fakultet (redovni profesor) Beograd, Srbija
E/mail aca@ekof.bg.ac.rs

Rezime: U srcu globalne finansijske krize, borba za stabilnost evrozone i zajedničke evropske valute se nastavlja. Veruje se da su ogromne sume novca dovoljne finansijske garancije da odvratu špekulante od predviđanja ekonomskog kolapsa evrozone. S druge strane, evropski zvaničnici i stručnjaci analiziraju uslove za formiranje Evropskog monetarnog fonda, ekvivalenta MMF. Smatra se da sa institucijama EU je u boljoj poziciji da reši probleme kao što je grčka kriza. Pomoć koja se predviđa iz Evropskog fonda bila bi biti vezana za stroge uslove. Evropski monetarni fond, je ozbiljan predlog sa mehanizmima za bolju koordinaciju i praćenje nacionalnih ekonomija. Evropska centralna banka, koja insistira na svojoj nezavisnosti, pridružila se u uspostavljanju mehanizma. U zoni evra kojoj pripada 16 zemalja Evropske unije, za sada, ne postoji mehanizam da bi se obezbedila finansijska pomoć. Kao rezultat toga, nekoliko zemalja evrozone predložile su stvaranje EMF po uzoru na MMF. Cilj je da raste značaj finansijske stabilnosti evrozone, od osnivanja novih mehanizama za ekonomsku saradnju i nadzor u cilju očuvanja svoje unutrašnje ravnoteže. Međutim, dilema je da li je regionalni fond pravi odgovor na globalnu finansijsku krizu. Evropski monetarni fond može da utiče na formiranje nove globalne finansijske arhitekture.

Ključne reči: globalizacija, promene, monetarna sfera, evropski monetarni fond.

Abstract: At the heart of the global financial crisis, the struggle for the stability of the euro zone and the common European currency continues. It is believed that the huge sums of money sufficient financial guarantees to deter speculators from the predictions of economic collapse of the euro zone. On the other hand, European officials and experts analyze the conditions for the formation of the European Monetary Fund, the equivalent of the IMF. It is considered that with the EU institutions were in better position to solve problems like Greek crisis. Help you gave to the European fund would be tied up strict conditions. European Monetary Fund is a serious proposal for mechanisms for better coordination and monitoring of national economies. European Central Bank, which insists on its independence, joined in establishing the mechanism. In the euro zone it belongs to 16 countries of the European Union, for now, there is no mechanism to provide financial assistance. As a result, several eurozone countries proposed the creation of EMF's on the model of the IMF. Instead of growing importance is financial stability of the euro zone, since the establishment of new mechanisms for economic cooperation and supervision in order to preserve its internal balance. However, the dilemma that the regional fund right response to the global financial crisis. European Monetary Fund may affect the formation of a new global financial architecture.

Key words: globalization, change, monetary sphere, European monetary fund;

1. UVOD

Aktuelna finansijska i opšta ekonomska svetska kriza nametnula je zahteve za odlučnom reformom međunarodnih finansijskih organizacija, posebno reviziju glasačkih prava unutar MMF-a i Svetske banke. Smatralo se da bi članovi evrozona trebalo da budu zaštićeni od kraha finansijskih tržišta. Prema zaključku Svetskog ekonomskog foruma o situaciji u Evropi, održanog početkom maja 2010. godine u Briselu, Evropa je na sudbonosnoj raskrsnici i njene opcije su više nego mučne: u sledećoj deceniji nužna je radikalna promena društvenog modela. Međutim, u sadašnjim uslovima evrozona, ipak, nije uspela da se konsoliduje sama. Egzistencijalna kriza EU, potstaknuta finansijskim urušavanjem Grčke, nametnula je evrozoni novog pregovaračkog posrednika – Međunarodni monetarni fond. Pod njegovim uticajem odobren je „mamutski paket“ pomoći finansijski ugroženim članicama evrozona. Jednom načeta ulaskom MMF-a u program reformi Grčke, EU se suočila sa novim odnosom sa tom međunarodnom finansijskom institucijom. Osim očigledne „lekcije“ o važnosti fiskalne discipline, svake zemlje koju mogu da nauče iz grčke krize postoji nešto vrlo bitno što se tiče svih ostalih evropskih zemalja – grčka kriza dovela je u pitanje efikasnost evrozona i snagu evra, odnosno mogućnosti za špekulativnu trgovinu. S druge strane, finansijsko tržište gubi poverenje u EU i evro. Biće neophodne godine da međunarodno finansijsko tržište ponovo poveruje u stabilnost evrozona. Problemi Evropske unije su strukturne prirode i ne mogu se rešiti izlivanjem novca na finansijska žarišta. Veliki broj eksperata i zvaničnika smatraju da je evrozoni potrebna institucija s iskustvom i sličnih moći kao što to ima Međunarodni monetarni fond i zalažu se za stvaranje evropskog ekvivalenta MMF-u, u nastojanju da sami rešavaju svoje probleme u evrozoni.

U svakom slučaju, svi se zalažu za jačanje saradnje 16 zemalja koje kao valutu imaju evro, u odlučivanju o finansijskoj i ekonomskoj politici. Evropska komisija će dati predloge o mehanizmima za bolju koordinaciju ili nadgledanje nacionalnih ekonomija. Po mišljenju brojnih eksperata suštinski problem Grčke, ali i još nekoliko članica EU, nalazi se u nesaglasju fiskalnih politika zemalja članica Evropske unije, a problem se povlači od samog nastajanja te zajednice evropskih država, odnosno treba imati u vidu da još ne postoji fiskalna unija. Međutim, postavlja se čitav niz pitanja, kao na primer, ko će uplaćivati u fond i kolika su sredstva potrebna. Osim toga, tu je još jedno otvoreno pitanje. Da li je za stvaranje Evropskog monetarnog fonda neophodna promena Evropskog sporazuma?

Upravo zbog rešavanja tog pravnog pitanja EMF bi mogao biti srednjoročni projekt.

2. POUKE SLUČAJA GRČKE

Grčka ekonomija je decenijama funkcionisala kao relativno zatvorena ekonomija, sa karakteristično velikim javnim sektorom, prihodom koji je, uglavnom, poticao od usluga (npr. turizam, brodovlasništvo), padom industrijske proizvodnje i izvoza, kao i sa primarnom domaćom potrošnjom. Vremenom je u Grčkoj došlo do velikog budžetskog deficita, javnog duga i deficita tekućih transakcija, uz pad konkurentnosti. Istovremeno su odlagane neophodne strukturne reforme poreskog i penzionog sistema, tržišta rada i drugih važnih oblasti. Ovi duboko ukorenjeni problemi grčke ekonomije posebno su došli do izražaja tokom globalne ekonomske krize, što je i dovelo do aktuelne situacije⁵⁴. U drugoj fazi globalne finansijske krize dolazi do tzv. slučaja Grčke koji je inicirao rasprave o evropskom monetarnom fondu. Usled preterane potrošnje u periodu lakih kredita, nekoliko zemalja članica evrozona bori se sa implozijom konstrukcija finansiranih kreditima i preteranom potrošnjom. Međutim, Grčka je najslabija među slabim karikama, s obzirom na visinu javnog duga (oko 120% BDP-a), budžetskog deficita Vlade od gotovo 13% BDP-a, velikog spoljnog deficita od 11% BDP-a i gubitka kredibiliteta zbog ponovljenih prevara pri dostavljanju izveštaja o budžetu. Stanje u Grčkoj i posebno mogućnost njenog „izlaska“ iz evrozona i dalje pleni pažnju investitora i analitičara. Procene nisu optimističke jer investitori ne veruju previše u evropske napore da se ekonomska kriza u Grčkoj sanira. Mnogi i dalje sumnjaju da opasnost od bankrotstva nije isključena i da će Grčka morati da napusti evrozonu i vrati se nacionalnoj valuti, drahmi. Stoga su predstavnici „trojke“ (Evropska komisija, MMF i Evropska centralna banka) uradili, sredinom juna 2010. godine, analizu stanja finansija i načine sprovođenja reformi, pred isplatu sledeće tranše kredita. Grčka, kao i druge zemlje Evropske unije, a posebno Portugalija i Španija, mora proći težak proces prilagođavanja vladinih finansija i spoljne konkurentnosti, da bi pozicija njihovog javnog duga ponovo postala održiva. Međutim, s obzirom na intezivan pritisak finansijskih tržišta, u nekim slučajevima deluje malo verovatno da će podešavanje fiskalnog programa biti dovoljno da se izbegne „iznenadno kočenje“ neophodnog spoljnog finansiranja javnog sektora. Smatra se, da kada se to desi, EU neće više biti u stanju da izbegne pitanje da li (i u

⁵⁴Procenjuje se da Grčka ima deficit od 300 milijardi evra, te da će plate, u roku od tri godine, spustiti na nivo do pre deset i više godina, da će cene neminovno rasti i u skladu sa tim padati standard.

kom obliku) može da obezbedi javnu finansijsku podršku jednoj od svojih zemalja članica. Mehanizam za stabilizaciju i nove mere Evropske centralne banke dokazuju rešenost EU da štiti finansijsku stabilnost u oblasti evra i umanju kratkoročnu zabrinutost za solventnost pojedinih članica evrozone kod kojih je došlo do pogoršanja fiskalnog položaja i dinamike dugovanja. Izvesni eksperti smatraju da uvođenje ovih novih mera definitivno garantuje da ekonomije ovih zemalja neće morati da se oslanjaju isključivo na tržišta kapitala kako bi izmirile svoje finansijske obaveze i potrebe za finansiranjem deficita. Pri tome zemlje centralne i jugoistočne Evrope ostaju i dalje glavni strateški cilj grčkih banaka.

3. NOVI ODNOSI EVROZONE I MMF

Pojavom finansijske krize u evrozoni dolazi i do novih relacija u odnosu EU – MMF-a. „Zemlje evrozone trebalo bi da preduzmu veliki korak ka integraciji uz pomoć novog sistema prekogranične budžetske koordinacije. Evrozona bi trebalo da uvede kratkoročne fiskalne transfere između članica evrozone kako bi se izbeglo ponavljanje krize“⁵⁵. Prema novoj recepturi MMF-a, predloženi sistem budžetske koordinacije predstavljao bi korak ka zajedničkom, centralizovanom ekonomskom upravljanju unutar evrozone. Međutim, neophodna je bolja unutrašnja monetarno-fiskalna kontrola, odnosno povećana koordinacija na planu fiskalne i ekonomske politike⁵⁶.

U sadašnjoj situaciji nameće se pitanje koja bi institucija bila u boljoj poziciji da projektuje i nadzire strog program prilagođavanja koji bi opravdavao finansijsku podršku: EU ili MMF. Razlika se svodi na sledeće: MMF ima novca, stručnost i malo političkih ograničenja. S druge strane, institucije EU imaju novac i stručnost, ali EU odnosno Evropska komisija se suočava sa ozbiljnim političkim ograničenjima u osmišljavanju prilagođavanja programa⁵⁷. Međutim, nije pitanje da li bi EU bila „mekša“ od MMF-a, nego je ključno pitanje koja institucija bi imala jači mehanizam prisile u slučaju da pojedine zemlje (kao npr. Grčka) jednostavno ne sprovedu podešavanje programa. MMF može da učini vrlo malo, ako zemlja koja je u pitanju, jednostavno ne održi svoja obećanja, osim da joj uskrati dalje finansiranje. Nasuprot tome, EU ima

nekoliko drugih instrumenata na raspolaganju: može uskratiti finansiranje iz strukturnih (i drugih) sredstava. Pored toga, Evropska centralna banka može vršiti ogroman pritisak diskvalifikujući javni dug zemlje članice (ili uopšte njena sredstva) iz upotrebe u okviru operacija svoje monetarne politike. Dakle, Evropska unija bi mogla da osmisli mehanizam ili instituciju sposobnu da se nosi sa neizvršenjem novčanih obaveza. Na primer, ako bi MMF bio pozvan u pomoć, a Grčka se na kraju ne bi uskladila sa uslovima programa podrške, problem bi bio samo uveličan. Grčka bi zadržala svoju glavnu prednost u pregovorima, odnosno opasnost od neizvršenja novčanih obaveza, kreirajući sistemsku finansijsku nestabilnost u EU, sa mogućnošću i na globalnom nivou.

Dakle, mnogi eksperti i državnici smatraju da se ta dilema može izbeći stvaranjem „Evropskog monetarnog fonda“ (EMF), koji bi bio u stanju da organizuje i realizuje uredno izvršavanje obaveza, kao poslednju moguću meru. Pri tome, razlika se sastoji u tome što bi evropski pandan MMF-a delovao u slučaju da nekoj od članica evrozone zatreba finansijska pomoć, jer se pokazalo da na evropskom finansijskom polju nedostaje slična institucija da pomaže zemljama koje su zapale u ozbiljnu finansijsku krizu. Međutim, evropska Komisija smatra da može da iskoristi svoja prava u oblasti privredne konkurencije, što bi podrazumevalo jačanje saradnje s drugim akterima na međunarodnoj sceni (kao što je G-20), ali i vršenje pritiska jer se smatra da su svetska finansijska tržišta promenljiva i nepregledna⁵⁸. Ideja o Evropskom monetarnom fondu, po modelu na međunarodni monetarni fond, nailazi na široku podršku u zemljama evrozone. Naime, kao što MMF čini na svetskoj sceni tako bi i Evropski fond bio poslednje sredstvo za članice evrozoni koje dospeju u finansijsku krizu. Dakle, EMF bi, pre svega, bio monetarni stabilizator, tako što bi najpre uspostavljao finansijsku disciplinu, a potom davao zajmove na kratak rok. Skeptičniji komentatori kažu da je problem odložen, ali ne i rešen, jer nema jasnog odgovora na to kako će se slabe i prezadužene ekonomije izboriti sa dugovima i sa zajmovima za njihovo saniranje.

4. DILEME I PREDLOG ZA FORMIRANJE EMF-A

Predlog za stvaranje EMF-a može se posmatrati kao dopuna idejama koje se pojavom krize razmatraju, a koje bi dozvolile neizvršenje novčanih obaveza privatnih finansijskih institucija i sredstava za spasavanje velikih banaka, a koje bi

⁵⁵ „Financial Times“, London, 10.06.2010, p.3.

⁵⁶ Ideja o „Evropskom monetarnom fondu“ je prvi put predstavljena javnosti 6.marta 2010 godine u intervjuu nemačkog ministra finansija Wolfanga Schaeublea, u kojem je on rekao da je Evropi potrebna institucija nalik MMF-u koja bi se nosila sa situacijama nalik grčkoj dužničkoj krizi.

⁵⁷ U velikoj meri to zavisi od stava Nemačke, čija je moć finansiranja u evro zoni, najveća.

⁵⁸ Pisani-Ferry, J. And A.Sapir (2010), „The best course for Greece is to call in the Fund“, *Financial Times*, 2 February.

bile finansirane od strane realnog sektora odnosno celokupne privrede. Naime, tokom aktuelne finansijske krize, politika EU je bila usmerena, isključivo, na sprečavanje neuspeha velikih institucija. Ubuduće, smatra se, da ključni cilj ekonomske politike mora da bude povratak discipline na tržišta tako što će se eliminisati neuspeh. Za EMU to znači da sistem mora da bude dovoljno snažan da minimizira prekide izazvane eventualnim neuspehom jedne od njenih država članica.⁵⁹ Eksperti smatraju da je za stabilnost evrozone neophodna jedna institucija koja ima iskustvo MMF-a i analognu mogućnost za intervenciju na finansijskom tržištu, odnosno o mehanizmu za bolju koordinaciju ili nadgledanje nacionalnih ekonomija. Dakle, ideja stvaranja EMF nije samo mera za finansijsku pomoć Grčkoj, već predstavlja pouku iz ove krize. S druge strane, evropski zvaničnici tvrde da se ne radi o stvaranju konkurencije Međunarodnom monetarnom fondu odnosno da ne predstavlja pretnju međunarodnom finansijskom multilateralizmu. Međutim, u stvaranju EMF-a stavovi su oprečni: dok se jedni (političari) zalažu za njegovo što brže formiranje drugi (Evropska centralna banka) to posmatraju sa velikom rezervom, jer takav mehanizam nije u skladu s temeljima monetarne unije. Uglavnom, kao posledica krize u Grčkoj Evropska komisija predložila je uspostavljanje Evropskog monetarnog fonda (EMF), ali to zahteva podršku svih država članica evrozone. Diskusija na ovu temu je u toku sa državama članicama i Evropskom centralnom bankom. Još je, međutim, otvoreno pitanje da li bi EMF bio uspostavljen samo za države evrozone, ili za sve članice EU, imajući u vidu da evropska Komisija ne želi da isključi niti jednu državu članicu. Međutim, postignuta je saglasnost da bi za pokretanje Evropskog monetarnog fonda bila potrebna izmena Lisabonskog ugovora, kao i da sprovođenje u delo takvog plana ne bi pomoglo Grčkoj da prevaziđe posledice krize. Plan o stvaranju Evropskog monetarnog fonda je dugoročna stvar i morao bi da dobije zeleno svetlo svih članica Evropske unije⁶⁰. S duge strani kritičari EMF-a upozoravaju da bi to dovelo do kažnjavanja zemlje sa solidnim finansijama i ohrabivala nekontrolisano trošenje, zato što bi zemlje koje ne poštuju pravila znale da će na kraju imati sigurnost. "Evropski monetarni fond, zasnovan na štedljivosti kao neprikosnovenom principu predstavljao bi razornu grešku. Štedljiva Nemačka još bi više opteretila evrozonu od rastrušne Grčke". Masivnim paketom od 750

⁵⁹ Gros, Daniel and Thomas Mayer (2010), How to deal with sovereign default in Europe: Towards a euro(pan) monetary Fund, CEPS Policy Brief, No.202/ February 2010., p.4.

⁶⁰ Munchau, W. (2010), „What the eurozone must do if it is to survive“, *Financial Times*, 1 February.

milijardi evra (975 milijardi dolara) politički fragmentirana Evropska unija brani zajedničku valutu i pokazuje da je sposobna da efikasno reaguje u krizi. Ipak, problem slabih ekonomija i prezaduženih država nije rešen, već samo odložen.

5. DILEME I KLJUČNA PITANJA OKO DIZANIRANJA EVROPSKOG MONETARNOG FONDA

Neosporno je da su se zemlje članice Evropske unije obavezale na princip solidarnosti, koji je inkorporiran na brojnim mestima u Ugovoru. To znači da zemlje članice, mogu da očekuju da dobijaju pomoć kada su suočene sa izvanrednim finansijskim teškoćama. U isto vreme, princip solidarnosti, takođe, podrazumeva da one zemlje koje bi u budućnosti mogle da predstavljaju teret Zajednici treba da doprinesu naporima za izgradnju sredstava potrebnih za potencijalnu podršku. Međutim, bilo kakvo udruživanje rizika stvara moralnu opasnost jer muti signale tržišta. Ovo bi predstavljalo argument protiv bilo kakve uzajamne podrške i oslanjanje na mehanizme finansijskih tržišta radi sprovođenja fiskalne discipline. Dakle, iskustvo je više puta pokazalo da tržišni signali mogu ostati slabi dugo vreme i često dominiraju promene u apetitu prema riziku koji mogu biti prilično nasilni. To znači da u stvarnosti oslanjanje na tržišne signale kao mehanizam za sprovođenje fiskalne discipline predstavlja prilično slabu taktiku⁶¹. U stvari, oslanjanje na promene u apetitu za rizik i druge snage koje imaju malo veze sa kreditnom sposobnošću države može da dovede do velikih promena na prinos razlike pa čak i kreditne restrikcije koje imaju malo veze sa ekonomskim osnovama. Problem moralne opasnosti se nikada ne može potpuno neutralisati, ali predlog može biti ograničen na dva načina: kroz mehanizam finansiranja EMP-a i uslovljavanjima vezanim za njegovu podršku. Stoga je neophodna rasprava, odnosno analiza, pre svega, dva podjednako važna pitanja, sprovođenje i "uređan" *default* (neizvršenje novčanih obaveza).

1. Mehanizam finansiranja

Jednostavan mehanizam koji bi ograničio problem moralne opasnosti bi mogao biti sledeći⁶²: samo one zemlje koje krše kriterijume Mاستrihta moraju da doprinesu. Stope doprinosa bi se računale na sledećoj osnovi:

⁶¹ Biggs, M., P.Hooper, T. Mayer, T.Slok and M.Wall (2010), „The Public Debt Challenge“, *Deutsche Bank global Market Research*, January.

⁶² Issing, O. (2010), „Die Europäische Währungsunion am Scheideweg“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30.January.

(<http://www.faz.net/f30/common/Suchergebnis.aspx?t.erm=Issing&x=0&y=0&allchhk=1>).

1. 1% godišnje od "viška duga", definisan kao razlika između stvarnog nivoa javnog duga (na kraju prethodne godine) i ograničenja Mastrohta od 60% BDP-a. Za Grčku sa dugom od 115 % BDP-a, to bi značilo doprinos EMF-u od 0,55%.

2. 1% od preteranog deficita, odnosno iznos deficita za datu godinu koji prevazilazi granicu Mastrohta od 3% BDP-a. Za Grčku, deficit od 13% BDP će dovesti do doprinosa EMF-u od 0,10% BDP-a.

Dakle, ukupan doprinos za Grčku u 2009. godini bi bio 0,65% od BDP-a.

Prilozi treba da se zasnivaju na deficitu i nivou duga, jer oba predstavljaju znake upozorenja predstojeće nesolventnosti ili rizik likvidnosti (ovo je takođe razlog zbog kojeg su oba uključena u kriterijume Mastrohta i obe su bitne za Pakt stabilnosti, mada je u praksi odnos duga igrao manju ulogu). Doprinosi će biti uloženi na nivou investicija vladinog duga zemalja članica evro zone. Servisiranje duga (u slučaju da su sredstva morala biti prikupljena na tržištu) će biti plaćeno od budućih doprinosa. Zemlje sa izuzetno jakim javnim finansijama ne bi trebalo da doprinose, jer bi one de fakto nosile teret u slučaju da se kriza ostvari. Njihova podršku EMF-u će biti od ključnog značaja ako EMF bude pozvan u akciju. Moglo bi se reći da bi oporezivanje zemalja pod fiskalnim stresom radi finansiranja EMF-a samo pogoršalo njihove probleme. Međutim, većina doprinosa će morati da se uplaćuje zbog duga srednjeg nivoa mnogo pre nego što se kriza javi.

Sa predloženim mehanizmom finansiranja, EMF bi do sada bio u stanju da akumulira 120 milijardi evra u rezervi od početka EMU-a, verovatno dovoljno za finansiranje spašavanja većine malih do srednjih država članica evrozona. Što se tiče oblika intervencije, u principu EMF bi mogao da pruži finansijsku pomoć na jedan od dva načina⁶³: mogao bi da proda deo svoje imovine (ili prikupi sredstva na tržištu), i pruži zemlji članici kredit, ili bi jednostavno mogao da pruži garanciju za određeno izdavanje javnog duga.

2. Uslovljavanje

Kreatori ideje o EMF-u smatraju da njegovom zaživljavanju treba da postoje, najmanje, dve odvojene faze:

Faza 1: Svaka država članica može da poziva na sredstva od EMFa u iznosu koji je uplatila u prošlosti (uključujući i kamate), pod uslovom da je njen Program fiskalnog prilagođavanja odobren od

strane Eurogrupa. Zemlja u pitanju bi tako mogla da izda javni dugi sa garancijom EMFa do ovog iznosa.

Faza 2: Bilo kakav pokušaj za garanciju EMF-a iznad tog iznosa će biti moguć samo ukoliko država pristane na program prilagođavanja napravljen po meri i pod zajedničkim nadzorom od strane Komisije i Eurogrupa.

Sa operativnim EMF-om, bilo bi mnogo manje verovatno da se kriza pojavi. Međutim, u slučaju da kriza nastane, EMF bi mogao odmah da pređe u akciju, jer ne bi morao da preduzme bilo kakve velike finansijske radove unapred. Javna finansijska kriza se ne dešava kao grom iz vedrog neba. Zemlja članica koja nailazi na finansijske teškoće će imati velike deficite iza sebe već neko vreme i situacija je na taj način blisko praćena pod procedurom preteranog deficita.

3. Sprovođenje

EU ima niz mehanizama prinude u slučaju da se zemlja u pitanju ne pridržava svojih obaveza: kao prvi korak, nova sredstva (garancije) bi bile odsečene. Ovo je standardno, ali EU može da učini mnogo više. Sredstva iz strukturnih fondova takođe mogu da se odstrane (ovo je već predviđeno, u slabom obliku, u okviru Pakta za stabilnost). Za zemlje kao što je Grčka, to bi moglo da iznosi oko 1-2% BDP-a godišnje. Konačno zemlja može efikasno da se odseče od novčanog tržišta evro zone, kada njen javni dug prestane da bude sporan za repo operacije ECB. Ključna stvar ovde jeste da ove sankcije mogu biti primenjene na inkrementalan način i da nameću značajne ekonomske i političke troškove bilo kojoj zemlji dovela u pitanje efikasno sprovođenje ranije dogovorenog programa.

4. "Uredan" default

Ključni aspekt rasprave o finansiranju poteškoća u Grčkoj ili drugim zemljama se često predviđi: potreba da se pripremi za neuspeh! Najjači pregovarački adut dužnika je uvek da se *default* ne može dozvoliti jer bi srušio čitav finansijski sistem. Zato je stvaranje mehanizma koji bi minimizirao neizbežne poremećaje koji proističu iz *default*-a od ključnog značaja. Tržišna disciplina se može postići samo ukoliko se *default* omogući zato što njegovi troškovi u tom slučaju mogu biti sadržani. Presudna prednost EMF-a bi bila i da može da upravlja urednim *default*-om zemlje članice eurozone koja nije u skladu sa uslovima vezanim za usklađivanje programa. Jednostavan mehanizam, po uzoru na uspešna iskustva sa Brejdi obveznicama, može da se primeni. Za zaštitu od sistemskih efekata *default*-a, EMF bi mogao ponuditi nosiocima duga zemlje razmenu ovog duga za *haircut* (Procenat koji se oduzima od

⁶³ Gros, Daniel and Thomas Mayer (2010), How to deal with sovereign default in Europe: Towards a euro(pan) monetary Fund, CEPS Policy Brief, No.202/ February 2010.

nominalne vrednosti sredstava koja se koriste kao zalag. Veličina *haircut*-a odražava rizik u vezi sa držanjem sredstava). Ovo će biti ključna mera u cilju ograničavanja ometanja nastalih zbog *default*-a. *Default* kreira mrežasti efekat kroz finansijski sistem, jer svi instrumenti dugovanja zemlje neizvršioca postaju bezvredni i nelikvidni (za više informacija o podrazumevano rizici, vidi Bigs et al., 2010). Međutim, sa razmenom a la Brejdi, gubici u korist finansijskih institucija bili bi ograničeni (i mogu se kontrolisati prema izboru *haircut*-a). Koliko bi drastični *haircut*-ovi trebali biti? Fiskalni kriterijumi Mاستrihta i u ovom slučaju nude korisne smernice. Intervencija EMF-a se može utvrditi na jednostavan način: EMF može da izjavi da bi bio spreman da uloži iznos koji je jednak 60% od BDP-a zemlje. Drugim rečima, *haircut* bi bio postavljen na takav način da bi iznos koji EMF mora da potroši da otkupi ceo javni dug zemlje u pitanju je jednak 60% od BDP-a te zemlje. Ovo podrazumeva da u zemlji sa dugom prema BDP-u od 120%, *haircut* bi iznosio 50%, jer bi EMF "platio" samo 60/120. Naravno, veličina *haircut*-a je takođe politička odluka koja će biti vođena procenom o veličini gubitka koji poverioci mogu da iznesu a da ne postanu izvor sistemske nestabilnosti. Ali neizvesnost se može mnogo smanjiti ukoliko se finansijskim tržištima da ovaj pristup kao standard na osnovu kriterijuma iz Mاستrihta.

Štaviše, treba imati u vidu da bi EMF menjao samo one obaveznice kojima se trgovalo na otvorenim berzama ili koje su bile prethodno registrovane uz pomoć specijalne branše EMF-a koja se bavi proverom brojkama javnog dug. To znači da obaveznice koje proističu iz tajnih izvoda transakcija ne bi imale pravo na razmenu. Ovo će biti jako preventivno sredstvo protiv korišćenja ovog tipa često mračnih transakcija sa kojima vlada pokušava da dopuni svoje javne finansije. Posebno u vreme krize, svi poverioci bi imali jak podsticaj da istupe i registruju svoja potraživanja prema vladi u finansijskim teškoćama.

U zamenu za pružanje razmene *bona fide* javnog duga za *haircut*, EMF će dobiti sva prava prema zemlji neizvršiocu. Od tog trenutka pa nadalje, bilo koja dodatna sredstva koja bi zemlja primila mogla bi da se koriste samo u posebne svrhe odobrene od strane EMF-a. Ostale EU transakcije bi, takođe, bile utrošene pod strogom proverom EMP-a, ili bi se mogle koristiti za plaćanje duga prema EMF-u. Bez takve procedure za uredan stečaj, Zajednica bi mogla biti talac zemalja koje ne žele da se prilagode, preteći da izazovu sistemske krize ako finansijske pomoći nema na vidiku. Države članice E U ostaju suverene države. Zemlja u opisanoj situaciji može takav upad u svoju politiku od strane EMF-a da doživi kao kršenje njenog suvereniteta i

stoga kao neprihvatljiv. Međutim, EU članica ima pravo da odbije da prihvati odluke EMF-a i da napusti EU, i sa ovim, EMU, prema članu 50 Mاستrihtskog ugovora. Cena za to bi, naravno, bila mnogo veća nego ona u slučaju Argentine. Ako bi zemlja odbila svaku saradnju i ne bi napustila EU sama od sebe, ona može da bude efikasno izbačena po članu 60. Bečke konvencije o Međunarodnim ugovorima, odnosno članu 7. Ugovora iz Lisabona.

6. DILEME MEĐU ČLANICAMA EVROPSKE UNIJE

Ideja o Evropskom monetarnom fondu unela je dosta kontroverzi u rešavanju složene „evropske jednačine“, u kojoj su još mnogi odnosi još nedefinisani. Naime, u toj „evropskoj jednačini“ treba da se pomiri potreba za efikasnošću i stabilnošću, a da se ne naruši komplikovana evropska politička konstrukcija:

- federacija u monetarnim odnosima, poljoprivredi, trgovini i zaštiti životne sredine;
- konfederacija u socijalnoj i ekonomskoj politici, zaštiti potrošača, unutrašnjoj politici;
- međunarodna organizacija u spoljnoj politici;
- jedinstveno tržište koje se bazira na carinskoj uniji i (ne sasvim) jedinstvenoj moneti;
- sporovi oko uloge Evropske centralne banke;
- snažnija ekonomska integracija pogađa u srce nacionalni suverenitet članica EU;

Dakle, postizanje konsenzusa među državama članicama EU, u sadašnjim uslovima, nije ni malo lako. Naime, to uključuje, između ostalih zemalja članica, i Veliku Britaniju, koja je van evrozona, a u kojoj se pregovara o koalicionoj vladi, što se u tamošnjem političkom ambijentu doživljava kao tele sa dve glave.“ Došavši u Brisel, Alister Darling, britanski šef državne blagajne, izjavljuje da finansijsko tržište treba da se stabilizuje, ali da ta zemlja neće obezbediti podršku za evro. Nemačka se najpre suprotstavljala da finansira spasilačku akciju u Grčkoj, ali je, na kraju, platila najveću sumu. Čule su se bojazni da bi i nemačke vlasti mogle da se uzdrže od podrške stabilizacionom mehanizmu zbog toga što bi on mogao da redefiniše postojeće EU ugovore. S druge strane, Holandija je tražila da Evropska komisija dobije veća ovlašćenja, da ona preuzme jemstva od članica evrozona i da plasira zajmove pojedinim zemljama preko mehanizma koji bi se mogao nazvati i „Evropskim međunarodnim monetarnim fondom“. Legalna baza za novi mehanizam je nađena u članu 122. Lisabonskog ugovora koji predviđa da članice EU mogu da

pruže finansijsku pomoć „u izuzetnim okolnostima izvan kontrole države. Bilo je već presedana u upotrebi novog mehanizma pozajmljivanja – Evropska komisija je već pozajmljivala s finansijskih tržišta, da bi pomogla prezaduženim zemljama kao što je Mađarska, Letonija i Rumunija, da se izbore sa svojim debalansima.

ZAKLJUČAK

Prirodno je da zemlje koje dele zajedničku valutu moraju imati pojačanu koordinaciju svoje ekonomske politike. Ideja za formiranje EMF-a proistekla je zbog velikih finansijskih poremećaja u evrozoni. Strahovanja da bi problemi Grčke mogli da se prošire mogli da se prošire i na druge zemlje, izazvala su napetost finansijskih tržišta i dovela do njihove velike finansijske, ali i političke nestabilnosti. Međutim, mnogi eksperti imaju primedbe, pre svega, što bi se time kršio „*no-bailout*“ princip Mastroitskog ugovora. S druge strane, brojni eksperti smatraju da je formiranje EMF-a zapravo jedini način da se *no-bailout* pravilo učini verodostojnim, jer Mastroitski sporazum nije predvideo krhka finansijska tržišta, te realna opasnost od finansijskog kraha čini da „čist“ *no-bailout* pristup deluje potpuno nerearno. Mogu se izdvojiti dve ključne prednosti predloga o stvaranju EMF-a: prvo, finansiranje EMF-a treba da daju jasne podsticaje zemljama da zadrže svoju fiskalnu kuću u redu u svakom trenutku. Drugo, i možda još važnije, EMF bi mogao da obezbedi uredan postupak za stečaj na državnom nivou koji minimizuje poremećaj usled *default*-a. Obe funkcije će odlučno sniziti problem moralne opasnosti koji prožima u trenutnoj situaciji a u kojoj i tržišta i grčka Vlada pretpostavljaju da, na kraju, mogu da računaju na spasavanje zato što EU ne može da zamisli bankrot jedne od njenih članova (politika ne treba da bude usmerena ka sprečavanju neuspeha, već ka pripremanju za to). Pored toga, EMF bi mogao da doprinese transparentnosti javnih finansija jer bi njegov mehanizam intervencije u slučaju propasti kaznio sve derivate i druge transakcije koje nisu prethodno registrovane u posebnom registru javnog duga, koji bi EMF održavao.

Predlog ne predstavlja „brz popravak“ za konkretan slučaj. Grčka je danas problem i moglo bi biti kasno da se stvori institucija koja bi se bavila ovim konkretnim slučajem. Ali, s obzirom na uopšteno pogoršanje javnih finansija u celoj EU, ostali slučajevi će se verovatno pojaviti pre ili kasnije. Iskustvo u Argentini pokazuje da se *default* pojavljuje tek nakon dugog perioda od nekoliko godina tokom kojih se ekonomske i političke teškoće ojačavaju međusobno. Propast

nije neizbežna, kao što to pokazuje relativno uspešno iskustvo prilagođavanja u Irskoj i Letoniji. Ali ono što je neizbežno jeste značajan period neizvesnosti. Sa EMF-om, EU bi bila mnogo bolje pripremljena da se suoča sa ovim teškim vremenima. To je ključno pitanje pred Evropskom unijom danas: svi istorijski dokazi pokazuju da za vreme krize privatni dug teži da postane javni dug. Imajući u vidu nezapamćen rast privatnog duga tokom protekle decenije, Evropska unija mora da se pripremi za duži period stresa na planu javnih finansija.

LITERATURA

- [1] Athanassiou, Phoebus (2009), *Withardawal and expulsion from the EU and EMU: Some reflections*, ECB Legal Working Paper No.10, ECB, Frankfurt, December (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf>).
- [2] Biggs, M., P.Hooper, T. Mayer, T.Slok and M.Wall (2010), „The Public Debt Challenge“, *Deutsche Bank global Market Research*, January.
- [3] Gros, Daniel and Thomas Mayer (2010), How to deal with sovereign default in Europe: Towards a euro(pan) monetary Fund, CEPS Policy Brief, No.202/ February 2010., p.4.
- [4] Dominik Stros-Kan, Izvršni direktor MMF-a, „Financial Times“, London, 10.06.2010, p.3.
- [5] IMF, 2009, Working paper, Washington, december.
- [6] Issing, O. (2010), „Die Europaische Wabrungsunion am Scheideweg“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30.January.
- [7] Karamanolis Filipos, Predsednik Iizvršnog odbora Eurobanke EFG, „Hitno smanjiti budžetski deficit“, dnevni list „Politika“, Beograd, 25.05.2010, str.16.
- [8] Munchau, W. (2010), „What the eurozone must do if it is to survive“, *Financial Times*, 1 February.
- [9] Pisani-Ferry, J. And A.Sapir (2010), „The best course for Greece is to call in the Fund“, *Financial Times*, 2 February..., p.4.