



**САЖЕТАК:** *Светска финансијска криза захтева многе реформе у националним и међународним монетарним и финансијским политикама и њиховој регулацији. Европска монетарна унија мора да решава нарасле тешкоће земаља чланица у сервисирању њиховог јавног, сувереног дуга. У случају Грчке, Ирске и Португалије новоосновани Фонд за европску финансијску стабилност ступио је у дејство. Том механизму истиче рок трајања средином 2013. године и мора да га наследи одређени трајни механизам који је у основи већ формиран. Овај текст ће детаљно истражити карактеристике оба механизма и услове под којима ће земље чланице моћи да користе њихова средства.*

**Кључне речи:** *Јавни (суверени) дуг, криза његовог сервисирања, институције и механизми за то, Европска монетарна унија*

### 1. Увод

У најновијој монографији Научног друштва Србије [1] група аутора [1] је свестрано оценила узроке и последице економско-финансијске кризе у свету. Поред успоравања привредног раста, најтежа њена последица је огроман пораст и криза јавног (државног, сувереног) дуга у САД и неким земљама Европске монетарне уније. Овај акутан проблем ће се још дуго решавати у амбијенту оптерећеним и другим последицама рецесије и финансијске кризе.

У свом годишњаку Factbook 2010, ОЕЦД [2] показује како су огромни државни финансијски пакети за спасавање несолвентних финансијских организација тај приватни дуг скоро у целини пренели у државни (суверени) дуг, али по цени таквог пораста јавног дуга какав многе земље никада у мирнодопским условима нису имале. Уз то иде и пораст пореских стопа и смањивање јавних издатака у наредним годинама. Финансијска зараза се из САД брзо проширила на друге делове света, као и на реални сектор привреде, показујући да глобализација носи и неке рањивости у односу на које националне економске политике нису добро опремљене.

Годишњи дефицити буџета за цело подручје ОЕЦД [3] достигли су 8,25% (уместо 3% бруто домаћег производа), а јавни (суверени) дуг премашује величину бруто домаћег

производа (60% од БДП одређено је нормама Европске уније). Наравно, урађене су и дугорочне пројекције сувереног дуга значајних делова света све до 2035. године [4]. Између 2007. и 2011. нето јавни дуг САД повећан је са 42% БДП на 73% БДП, Велике Британије са 38% на 74% и Јапана са 82% БДП на 130% БДП. У Европској монетарној унији повећање је са 51% на 70% БДП у 2011. години. Пројекције до 2035. године [4] су рађене прво за годишње дефиците буџета, а затим за јавни дуг већег броја региона, односно земаља. Примарни буџетски дефицит (без нето плаћања камата) САД би у 2015. години чинио 2% а у 2035. години 7,7% БДП. Подручје евра у 2015. имало суфицит од 0,3% а у 2035. дефицит од 5,6% БДП. Развијени свет у целини би имао дефицит од 1,1% БДП у 2015. и 6,7% у 2035. години. За тржишне привреде у настајању ове цифре су суфицит од 0,6% у 2015. и дефицит од 2,3% у 2035. години. Изузев ових земаља у развоју, сви други региони имаће у 2035. години више него двоструко већи дефицит од садашњег стандарда у Европској унији који износи 3%.

Друго поље некомплетности ЕМУ је у области инструментаријума макроекономске политике. Она за циљ има постизање и одржавање равнотежног нивоа БДП и запослености. За подржавање агрегатне тражње она користи монетарну и фискалну политику.

Пројекције реалних стопа раста БДП до 2035. године у развијеним земљама износе 2,2%, а код земаља у развоју 5%. Развијени свет ће значајан део БДП морати да троши на отплату сувереног дуга, док у земљама у развоју више остаје за инвестиције у сопствени развој.

Кумулативни јавни дуг САД у 2035. години износио би 213% БДП, на подручју евра 133%, а у Јапану 386% БДП. Цео развијени свет би имао суверени дуг обима 178% БДП, а земље у развоју 40% БДП. На ове разлике утичу чињенице (1) да је почетни ниво сувереног дуга земаља у развоју знатно нижи него у развијеном свету и (2) да ће у развијеном свету буџет бити све више оптерећен финансирањем здравства и пензија у јавном сектору, што у земљама у развоју, због повољније старосне структуре становништва, још неће бити случај.

## 2. Криза сувереног дуга у подручју евра

Наведени индикатори сувереног дуга земаља Европске монетарне уније (ЕМУ) на први

поглед су мање лоши од оних за САД и Велику Британију. Истина је, међутим, да процењене нивое сувереног дуга у 2035. години не може да издржи ниједна група земаља. Постоје одређени фактори од којих зависи способност сервисирања јавног дуга и који имају различити утицај на поједине земље. Показала се тенденција да земље са вишим односом дуга према БДП морају да плаћају и вишу каматну стопу на основицу дуга. Овај фактор засад погађа само неколико земаља ЕМУ.С друге стране, растући расходи буџета, по основу јавног здравства и пензија у јавном сектору, биће проблем у већини европских земаља. У крајњој линији одрживи ниво дуга зависи од спремности друштва и државе да плаћа камату на дуг и поднесе смањење расположивог БДП због већих пореза и камата при сервисирању тог дуга.

Највећи хендикеп у политици сувереног дуга имају поједине земље Европске монетарне уније због „непотпуности“ саме ЕМУ [5]. Та непотпуност монетарне уније доводи их у положај који имају земље у развоју које не могу да се задужују у сопственој валути, валути коју контролишу [6]. Земље са сопственом конвертибилном валутом могу да емитују обвезнице које гласе на њихову валуту. У екстремним случајевима, када не могу уредно да сервисирају такав свој суверени дуг, оне могу да отворе простор за инфлацију што смањује куповну снагу њихове валуте, или да изврше девалвацију своје валуте. Оба метода доводе до тога да реално отплаћују мање од номиналног дуга.

Друго поље некомплетности ЕМУ је у области инструментаријума макроекономске политике. Она за циљ има постизање и одржавање равнотежног нивоа БДП и запослености. За подржавање агрегатне тражње она користи монетарну и фискалну политику. Инструменти монетарне политике су каматна стопа централне банке и емисија, односно повлачење новца. Инструменти фискалне политике су буџет и пореске стопе. Оптимални ниво БДП може се постићи само одговарајућом комбинацијом инструмената монетарне и фискалне политике.

Када је постало јасно да Грчка не може више да сервисира свој доспели суверени дуг, и ЕМУ и Грчка су се нашли пред следећим дилемама: (1) треба ли ЕМУ да Грчку спасава (bailout) из несолвентности, (2) треба ли Грчка да напусти ЕМУ (што по прописима ЕМУ није могуће), или Европску унију (што је могуће)?

Проблем ЕМУ је што се монетарна политика води на нивоу целе ЕМУ, а фискална политика у свакој земљи посебно. На нивоу ЕМУ и ЕУ недостају инструменти фискалне, а у земљама чланицама инструменти монетарне политике. Потпуна монетарна унија захтева буџет ЕМУ и ЕУ који би био значајан по обиму и могућности да се део фискалне

политике (социјално и здравствено осигурање) води на нивоу ЕУ. Политика буџетских прихода и расхода, јавни дуг у земљи и у иностранству, сада су у искључивој надлежности земаља чланица.

У садашњој, још увек растућој, кризи сувереног дуга у свету и у ЕМУ, недостатак „федералног“ буџета и фискалне политике се изузетно јако осећа. У наредним поглављима ће се показати да се највећи део до сада усвојених мера у ЕМУ и ЕУ, усмерених на решење презадужености једног броја земаља, заправо односи на проблеме које би иначе требало да решава буџет и фискална политика ЕМУ. Пошто засад нема политичких услова да ЕМУ почне да функционише по принципу федералне државе, најављена сурогатна решења су једино могућа.

### 3. Узроци кризе сувереног дуга у ЕМУ и почетна решења

При оснивању ЕМУ конверзија националних валута у евро извршена је по курсевима на основу којих је евро био јачи од немачке марке. Након почетних година, евро је непрекидно растао у односу на долар. Кредитни рејтинг свих обвезница које су емитовале земље чланице наследио је највиши рејтинг (AAA) од немачке марке. За неке земље ЕМУ (Грчка, Португал, Ирска) то је била идеална прилика да са најповољнијим каматним стопама емитују државне обвезнице које су гласиле на евро и на тај начин добију средства за финансирање развојних пројеката, али и прекомерне потрошње. У тај процес су биле увучене и земље централне и југоисточне Европе које нису у ЕМУ нити у Европској унији. Наиме, банке земаља ЕМУ су средства до којих су дошле под повољним условима користиле да прво откупе највећи део банака у централној и југоисточној Европи, а затим тамо наставе кредитирање предузећа и банака у конвертибилним валутама. Иако се знало да појединачно неке земље не би добиле AAA рејтинг рачунало се да иза свих еврообвезница стоји цела ЕМУ.

После избијања финансијске кризе у САД када се показало да су нови финансијски производи засновани на секјуритизацији лоших хипотекарних зајмова ушли у контаминирани билансе не само америчких него и европских банака, показало се и да способност европских земаља да сервисирају свој суверени дуг није једнака и да камата на средства за рефинансирање дуга расте у односу на највише задужене земље (Грчка, Ирска, Португал).

Када је постало јасно да Грчка не може више да сервисира свој доспели суверени дуг, и

ЕМУ и Грчка су се нашли пред следећим дилемама: (1) треба ли ЕМУ да Грчку спасава (bailout) из несолвентности, (2) треба ли Грчка да напусти ЕМУ (што по прописима ЕМУ није могуће), или Европску унију (што је могуће)? Ако би Грчка напустила ЕУ и ЕМУ, могла би да уведе драхму, прогласи мораторијум и започне преговоре са повериоцима о репрограмирању свог сувереног дуга. Пошто је јасно да је Грчка имала користи од чланства у ЕУ и ЕМУ, ово решење ће се избегавати докле год је могуће. ЕМУ и ЕУ, с друге стране, пошто Грчка није сама у овом случају, почела је да тражи системска решења. Прва препрека томе била је клаузула у Лисабонским споразумима ЕУ, која наводно не дозвољава „спасавање“ (bailout). Зато је направљен посебан фонд: Европски механизам за финансијску стабилност (European Financial Stability Facility, ЕФСФ).

ЕФСФ је формално изван институција ЕУ и функционисаће до средине 2013. године. Од средстава ЕУ у оквиру овог фонда моћи ће да се користи само релативно мали износ (60 милијарди евра) за решавање платнобилансних проблема (на шта Грчка, као чланица ЕУ, иначе има право). Остала средства до укупног износа од 750 милијарди евра у тај самостални фонд уложиле су земље ЕУ, 440 милијарди евра, и Међународни монетарни фонд, 250 милијарди евра. Коришћење средстава условљено је програмом по шаблону ММФ.

Грчкој је, пре успостављања ЕФСФ, стављено на располагање 110 милијарди евра, а после почетних потешкоћа, ЕФСФ је испунио захтев ММФ и на тај начин обезбедио финансирање програма за Грчку до средине 2013. године.

Током времена су средства из ЕФСФ добиле и Ирска и Португал. У ЕМУ и ЕУ је сазрело уверење да се исплати створити трајни механизам за ове сврхе.

#### 4. Концепт трајног решења

Концепт трајног решења за руковање сувереним дугом назире се из одлуке ЕУ и ЕМУ да се након истека ЕФСФ успостави трајни механизам у виду Европског стабилизационог механизма (European Stabilization Mechanism – ЕСМ). Он настаје трагом развоја Међународног монетарног фонда. Иако је настао из америчке потребе да се економски контролишу губитници Другог светског рата, чињеница је да се ММФ све време бавио са неравнотежама буџета и платног биланса земаља чланица које захтевају суверено задуживање. Земље ЕУ и ЕМУ појединачно и сада имају право да користе средства ММФ за ове сврхе, поготову ће по збирној величини квота са којима тамо располажу на

то и даље имати право.

Системско решење се види у стварању Европског монетарног фонда (European Monetary Fund – ЕМФ) [7]. Наиме, Европски стабилизациони механизам (ЕСМ) је заправо монетарни фонд земаља које имају исту валуту и потребу да свој положај у међународним финансијама заједничким напорима одржавају на квалитетан начин.

Европски стабилизациони механизам се, уз одређена побољшања, релативно лако може унапредити у Европски монетарни фонд. ЕСМ би, међутим, морао да напусти делимично лошу праксу коју има садашњи ЕФСФ. Он је средства, на пример за Ирску, давао по високој камати од око 6%. Тиме се влади Ирске отежава смањење буџетског дефицита и успоравање акумулације дуга. Ризико премија од око 3%, која је примењена на Ирску, шаље лошу поруку финансијским тржиштима, која онда и сама захтевају високу ризико премију и на приватни дуг [6].

Према земљама које би користиле средства ЕСМ требало примењивати одређену врсту притиска, али и стимулативне мере. Притисак би се односио на смањење буџетског дефицита за период који би био довољно дуг да ослободи средства за оживљавање привредног раста. Наиме, без економског раста степен задужености се не може смањити. Стимулација би дошла у виду нижих каматних стопа, што би олакшало прекидање акумулације дуга. Повлашћене каматне стопе би указивале на поверење које стичу програми појединих земаља, да би и финансијска тржишта куповала обвезнице сувереног дуга по разумној цени.

У формирању ЕМС, односно ЕМФ, поред обезбеђених 500 милијарди евра што се из ЕФСФ преносе у ЕМС/ЕМФ, учествовале би све земље чланице ЕМУ. Земље које имају прекомеран дуг (већи од 60% БДП) уплаћивале би 1% годишње на прекомерни дуг. Слично томе земље са прекомерним дефицитом буџета (изнад 3% БДП) уплаћивале би 1% на прекомерни дефицит.

Након извесног времена, ЕМС би могао да организује заједничко емитовање обвезница које гласе на евро. Сви емитенти ових обвезница би заједно гарантовале њихово сервисирање [6]. Оне би на финансијским тржиштима, због високог кредитног рејтинга неколико земаља, вероватно у целини имале кредитни рејтинг ААА и повољне услове пласмана који из тога произилазе.

Било би могуће да се утврде пропорције учешћа појединих категорија земаља у емитовању еврообвезница. На пример, све земље би могле да учествују у емитовању плавих обвезница највишег рејтинга ако им је суверени дуг испод 60% БДП. Свака емисија преко те границе вршила би се у црвеним обвезницама, које би због учешћа знатније задужених земаља, имале нешто нижи кредитни рејтинг.

Има још много елемената и предлога који би заслужили да буду део трајног решења ЕСМ/ЕМФ. Ипак, да сада размотримо механизам који ће фактички бити на снази у наредне две—три године.

### 5. Актуелни механизам управљања спољним дугом земаља ЕМУ

Посебан скуп највиших представника земаља чланица ЕМУ одржан 21. јула 2011. године донео је бројне и изузетно значајне одлуке којима се за наредне године утврђује механизам управљања сувереним дугом. Земље ЕМУ заједно са ММФ и уз учешће приватног сектора дефинитивно покривају програм Грчке до 2014. године.

Када Грчка, Ирска и Португал постигну суфицит примарног буџета (не финансирају дефицит) средствима ЕФСФ/ЕСМ заправо врше промену рокова враћања свог оригиналног дуга. У тој ситуацији могуће је претпоставити да ће почети и емисија заједничких еврообвезница.

Механизам за Европску финансијску стабилност (ЕФСФ), а затим и трајни Европски стабилизациони механизам (ЕСМ) деловаће много флексибилније него до сада. Зајмови ЕФСФ и ЕСМ одобраваће се по много нижој каматној стопи, коју примењује Европски механизам за платнобилансну подршку, од око 3,5% и то на рокове од 15 до 30 година уз десетогодишњи период почека. ЕФСФ/ЕСМ добио је могућност да делује превентивно, то јест и у случају земаља које нису под програмом ММФ. Ови механизми имаће могућност да финансирају и рекапитализацију финансијских институција путем зајмова владама земаља у ЕМУ. Моћи ће да интервенишу и на секундарним тржиштима обавезница, на основу анализе Европске централне банке (ЕЦБ) и сагласности влада земаља ЕМУ.

Смањење каматних стопа са продужењем рока зајмова практично представља незваничан фискални трансфер од земаља ЕУ у центру ка земљама на периферији [8].

Грчка, Ирска и Португал ће сада имати ниже трошкове коришћења средстава ЕФСФ/ЕСМ, што ће побољшати њихов капацитет задуживања и олакшати спровођење програма уговорених са ММФ. Истовремена примена ових услова и на Ирску и Португал показује решеност да се спречи ширење заразе инсолвентности на друге земље.

Такође је важна одлука да ће земље ЕМС да наставе подршку земљама под утврђеним програмима све док не стекну услове за повратак на финансијска тржишта. Ово показује да су бољестојеће земље ЕМУ, под другим именом, практично прихватиле неке елементе фискалне уније.

Када Грчка, Ирска и Португал постигну суфицит примарног буџета (не финансирају дефицит) средствима ЕФСФ/ЕСМ заправо врше промену рокова враћања свог оригиналног дуга. У тој ситуацији могуће је претпоставити да ће почети и емисија заједничких еврообвезница. Касније би се подршка земљама које морају да отклањају презадуженост могла финансирати таквим првокласним еврообвезницама које би финансијска тржишта радо прихватала у поступку рефинансирања.

Коначно је и најугледнија институција банака у свету, Међународни институт за финансије, дала сагласност на то да у реорганизацији прекомерног сувереног дуга појединих земаља учествују и приватне банке – повериоци. Ово подразумева да и приватне банке учествују у реорганизацији тог дуга (привате сектор инволвмент – ПСИ) и сnose део трошкова. Ово је оправдано ако се има у виду да је добар део прекомерног сувереног дуга земаља ЕМС настао када су државна средства (по цену дефицита буџета) у великом обиму трансферисана у санацију банака.

## 6. Закључак

Поређењем онога што је наука и струка предлагала као механизам за решавање прекомерног сувереног дуга у ЕМУ (поглавље 4) са оним што је 21. јула 2011. усвојено



као актуелни механизам за ту сврху у наредним годинама ( поглавље 5), може се видети да је било од изванредне користи што је трајна решења проналазила и предлагала наука и струка. Очигледно је да је политика то, када је довољно загустило, морала да прихвати. Одлука је наравно, донесена тек када су постигнути компромиси између различитих интереса унутар ЕМУ, тако и целе Европске уније. Сада се зна шта у будућности чека нове чланице ЕМУ, а нешто касније (?) и земље које ће постати чланице ЕУ.

(Аутор је члан Научног друштва Србије и члан Академије економских наука)

### Литература

[1] Ковач, О. редактор (2011), *Светска финансијска криза – изазови и стратегија*, Научно друштво Србије, Београд.

[2] OECD (2010), *2010 Factbook*, OECD, Paris.

[3] Keeley, B. and P. Love (2010), *From Crisis to Recovery*, OECD, Paris.

[4] Gagnon, J.E.with M. Hinterschweiger (2011), *The global Outlook for Government Debt over the Next 25 Years*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.

[5] De Grauwe, P. (2009), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press. New York.

[6] De Grauwe, P. (2011), *The Governance of a Fragile Euro Zone*, manuscript.

[7] Gros, D. and Mayer, (2010), *How to deal with sovereign default in Europe: Create the*

Пише: Оскар Ковач  
понедељак, 19 септембар 2011 07:06

---

*European Monetary Fund now!*,  
updated May 2010.

CEPS Policy Brief No.2002,

[8] Kirkegaard, J.F. (2011), *Greece Bailed Out, Banks Bailed In: Is Fiscal Union Becoming a Reality?*,  
Realtime economic issues watch, Peterson Institute for  
International Economics, Washington, D.C.

---

[\[1\]](#) Р. Буквић, О. Ковач, Б. Пелевић, Б. Урошевић, Б. Живковић.