

(Фајненшел тајмс, 18. 10. 2011)

УРА! Криза еврозоне ће бити разрешена на самиту ЕУ у недељу. Тако су, бар, наговестили министри финансија “Групе 20” ([finance ministers of the group of 20](#)), групације водећих и надлазећих светских економија. Да ли ће те наде бити остварене? Неће. Није искључено – мада ни то није вероватно, да ће еврозона наћи начина да савлада овај свој хитни случај. Али – незамисливо је да ће излечити своју болест – делом због тога што њени чланови одбијају да схвате природу своје болести, а делом и због тога што је та болест хронична.



Зато је разумљиво да нечланови еврозоне, ужаснути од следећег глобалног шока, врше снажан притисак на чланове еврозоне да учине нешто са својим уско повезаним кризама око државних дугова, неликвидности банака и инсолвенцијом. Ти министри су позвали еврозону “да делује одлучно како би се повратило поверење, финансијска стабилност и раст” (act “ [decisively to restore confidence, financial stability and growth](#) ”).

Елементи жељеног пакета мера су: средити банке; средити Грчку; и средити тржиште дугова осталих слабашних држава еврозоне. Јасан је и главни елемент те политике: залиј све кофама пуним пара.

Прво – а шта урадити са банкама? Полазна тачка треба да буде њихов поуздани тест на стрес. Али – није сигурно какав би требало да буде тај поуздани тест. То зависи од потенцијалних губитака на државним обвезницама, а то опет – не само да је непознато, него и зависи од политичких одлука које тек треба да буду донете. Затим, поставља се

питање које односе капитала [\[1\]](#) треба од њих захтевати. Успех тога ће бити процењиван на основу лакоће банака да се (до)капитализују. То, пак, није научна вежба – него вежба из психологије тржишта.

Ако би банке после тог теста смањиле своје поседе, уместо да повећају капитал – а то сада и прете да ће учинити ([raise their capital, as they now threaten](#)), онда ће лек бити [гори од болести. Одговор је да треба оне пожељне нивое претворити у капитал које банке морају испунити. Банке ће се бунити – али нека. Државе су те које подупиру банке, и имају право, а то им дужност је и](#) дужност, да обезбеде да себично понашање банака не изазове опадање привредне активности. Одговор банкама је да морају, под гаранцијом солвентних држава, или Европског фонда за финансијску стабилност (EFSF), да повећају циљни ниво свог капитала. Ако нису у стању да пронађу капитал – он ће доћи од влада.

Друго – шта да се чини са Грчком? Како је мој колега Крис Џајлс ([Chris Giles](#)) већ казао, влада Немачке сматра да дуг Грчке треба умањити до нивоа које она може издржати, док влада Француске, Европска централна банка и банке уопште, сматрају да то умањење треба да буде на добровољној бази. Пошто није вероватно да би то добровољно умањивање грчког дуга било довољно – такво решење не може успети. Немачка је у праву. Отплаћивање грчког дуга треба умањити до нивоа њене издржљивости.

Међународни монетарни фонд (ММФ) зна да то треба да буде полазна тачка. Шта би, друго, иначе био подстицај Грчкој да реформише своју управу и економију, ако би сва добит заувек ишла повериоцима? Ништа.

Будале које дају новац на зајам, а не постављају при томе питања, заслужују да то и њих заболи. Не треба да очекују да их на крају Грци спасавају од њихове сопствене лудости. Умањење терета дуговања се може постићи смањењем суме, снижењем интересних стопа, или пролонгирањем дуговања. Ако се узме у обзир прогноза ММФ-а да ће јавно дуговање Грчке у 2012. години бити 175% њеног БНП-а, као и она неће имати никакве шансе за позајмљивање на приватним тржиштима, онда је аргументација за драстично умањење дуговања најјача.

Треће – како да се заштите остале нејаке чланице? Највећа опасност пред земљама еврозоне и пред светском економијом је паника на тржишту државних обвезница

великих земаља – какве су Италија и Шпанија, изазвана црним очекивањима. Обе те земље имају добре шансе доступа финансијским тржиштима уз повољније услове – јер је према прогнози ММФ-а за 2012 г., нето дуговање Шпаније је 59% њеног БНП-а, док је структурни фискални дефицит Италије 1,1% њеног БНП-а. Ако тржиште одбије те аргументе, или их сматра недовољним, онда би – како је то већ недавно сугерисао Паул Ахтлајнер из Алианца ([Paul Achleitner of Allianz](#)), EFSF могао пружити делимичне гаранције за њихова нова задуживања.

Претпоставимо да се на тај начин заисте успе да се ова – тренутна криза савлада. Да ли ће то обећавати светлу будућност еврџ? Неће. А ни нека врста фискалне уније у еврозони, како то многи препоручују, није одговор. Истина – ако би кредитно способни чланови пребацили довољно високе износе кредитно неспособним члановима, еврозона би се могла заједнички одржати. Али – чак и ако би се одржала таква (што није вероватно), то би претворило Јужну Европу у велики Мецођорно [\[2\]](#) . Био би то, онда, катастрофални исход европске монетарне интеграције.

Основни изазов није у финансирању, него у подешавању. Они који одређују политику еврозоне су дуго инсистирали на томе да платни биланси унутар монетарне уније нису важни. Они имају скоро религиозну веру у то да једино што је од важности су фискални дефицити – сви други економски биланси ће се, према том веровању, аутоматски уравнотежавати. То је бесмислица.

Најбољи прогностичар познијих тешкоћа су били прекризни спољни дефицити, а не они фискални (видети графиконе).

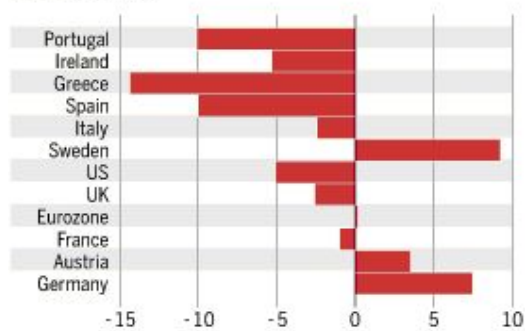
Евру не предстоји светла будућност

Пише: Мартин Волф

среда, 19 октобар 2011 23:55

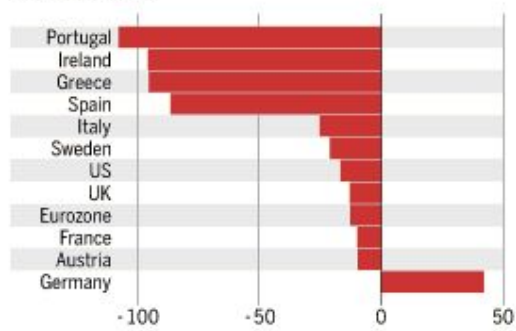
Current account balances

2007 (% of GDP)



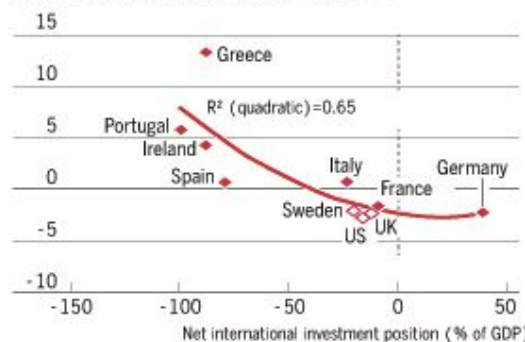
Net external liabilities

2010 (% of GDP)



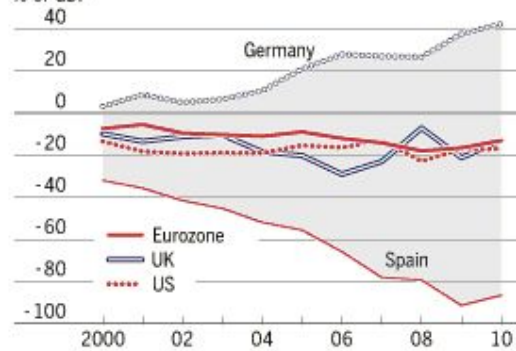
Rise in sovereign yields related to national balance sheets

Change in 10-year yields, Jan 2007 - Aug 2011



Net international investment positions

% of GDP



Sources: Goldman Sachs, IMF