

Pero PETROVIĆ, Aleksandar ŽIVKOVIĆ¹

UDK: 336.132.2
Bibliid 0025-8555, 62(2010)
Vol. LXII, br. 4, str. 585–601
Izvorni naučni rad
Novembar 2010.
DOI:10.2298/MEDJP1004585P

FINANSIJSKA KRIZA I FORMIRANJE EVROPSKOG MONETARNOG FONDA - treba li menjati Evropski sporazum -

APSTRAKT

U ovom radu autori analiziraju mogućnosti i prednosti realizacije ideje stvaranja Evropskog monetarnog fonda, evropskog ekvivalenta MMF. Evropski zvaničnici i eksperti smatraju da se finansijske krize u Evropskoj uniji, kao što je bio slučaj Grčke, mogu uspješnije rešavati u okviru institucija EU. Pomoć koju bi davao EMF bila bi vezana za stroge uslove. ECB, koja insistira na nezavisnosti, pridružila bi se u uspostavljanju tog mehanizma, pošto sada ne postoji mehanizam za pružanje finansijske pomoći državama članicama Eurozone. Može se očekivati da bi budući EMF imao važnu ulogu u sprečavanju nastanka finansijskih kriza u zemljama članicama Eurozone.

Ključne reči: Evropski sporazum, promene, kriza, Evropski monetarni fond, finansijska arhitektura.

1. UVOD

Aktuelna finansijska i opšta ekonomska svetska kriza nametnula je zahteve za odlučnom reformom međunarodnih finansijskih organizacija, posebno reviziju glasačkih prava unutar Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) i Svetske banke. Smatralo se da bi članovi Evrozone trebalo da budu

1 Prof. dr Pero Petrović, naučni savetnik, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, Makedonska 25. E-mail adresa: pera@diplomacy.bg.rs. Prof. dr Aleksandar Živković, Ekonomski fakultet, Beograd. E-mail adresa: acazivne@yubc.net. Rad je rezultat istraživanja u okviru projekta „Srbija i savremeni svet: perspektive i putevi učvršćivanja spoljno-političkog, bezbednosnog i spoljnoekonomskog položaja Srbije u savremenim procesima u međunarodnoj zajednici”, Ministarstva za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije, ev. br. 149002D, 2006–2010.

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 Evropske unije (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 evrozone. 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 Evrozone 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 Evrozone.

Problemi Evropske unije su strukturne prirode i ne mogu se rešiti izlivanjem novca na finansijska žarišta.² 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.

Postavlja se, međutim, ceo niz pitanja, kao na primer, ko će uplaćivati u fond i kolika su sredstva potrebna. Osim toga, tu je još jedno otvoreno pitanje.

2 Najavljeni mehanizam stabilizacije, vredí preko 750 milijardi evra, za pomoć zemljama članicama u slučaju potrebe. Oli Ren, evropski komesar za ekonomska i monetarna pitanja, izjavio je da će „evro braniti po svaku cenu“ objasnivši da će Evropska komisija (u skladu sa Lisabonskim ugovorom) u mehanizmu za stabilizaciju učestvovati sa 60 milijardi evra, dok će 440 milijardi evra obezbediti nacionalne vlade. *Politika*, dnevni list, Beograd, 11. maj 2010, str. 5.

Da li je za stvaranje Evropskog monetarnog fonda (EMF) neophodna promena Evropskog sporazuma?

Upravo zbog rešavanja tog pravnog pitanja EMF bi mogao biti srednjoročni projekt. Stoga stručnjaci upozoravaju da je pitanje stvaranja EMF-a pokrenula grčka kriza, ali Evropski monetarni fond zasigurno još neće biti u mogućnosti da rešava najnoviju finansijsku krizu, potstaknutom grčkim slučajem. S druge strane, Evropski monetarni fond samo u dugoročnim relacijama može da ugrozi sadašnju svetsku finansijsku arhitekturu, odnosno da bude pretnja međunarodnom finansijskom multilateralizmu.

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 situacije.³

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 Evrozone bori se sa implozijom konstrukcija finansiranih kreditima i preteranom potrošnjom. Međutim, Grčka je najslabija među slabim karikama, s obzirom na visinu javnog duga, budžetskog deficita Vlade, velikog spoljnog deficita i gubitka kredibiliteta zbog ponovljenih prevara pri dostavljanju izveštaja o budžetu. Stanje u Grčkoj, i posebno mogućnost njenog „izlaska“ iz Evrozone, 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)

3 Procenjuje 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.

uradili, sredinom juna 2010. godine, analizu stanja finansija i načine sprovođenja reformi, pred isplatu sledeće tranše kredita.⁴ Grčka, kao i neke 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 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.⁵ Pri tome zemlje Centralne i Jugoistočne Evrope ostaju i dalje glavni strateški cilj grčkih banaka.

3. NOVI ODNOSI EVROZONE I MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA

Pojavom finansijske krize u evrozoni dolazi i do novih relacija u odnosu EU – MMF. „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“.⁶ Prema novoj recepturi MMF-a, predloženi

4 Kad je reč o uslovima koje treba ispuniti u pitanju je ušteda od 45 milijardi evra u periodu od 2010. do 2013. godine, kako bi se budžetski deficit smanjio za celih 11 odsto. Međutim, inflacija je porasla na 5,4 odsto odmah posle uvođenja novih poreza: 16,9 za alkohol i cigarete, 20,3 odsto u grupi transporta koja obuhvata cene automobila, cene na naplatnim rampama, rezervne delove, benzin i dizel. Za 3,2 odsto su porasle cene u kafeima i restoranima, gde su i do sada bile visoke, a za 3 odsto je skuplje i obrazovanje, privatne škole, škole stranih jezika, itd.

5 Karamanolis Filipos, Predsednik Izvršnog odbora Eurobanke EFG, „Hitno smanjiti budžetski deficit“, dnevni list *Politika*, Beograd, 25.05.2010, str. 16.

6 Dominik Stros-Kan, Izvršni direktor MMF-a, *Financial Times*, London, 10.06.2010, p. 3. (U tom smislu on je izjavio da „MMF u evrozoni neće biti zao policajac“.)

sistem budžetske koordinacije predstavljao bi korak ka zajedničkom, centralizovanom ekonomskom upravljanju unutar Evrozona. Međutim, neophodna je bolja unutrašnja monetarno-fiskalna kontrola, odnosno povećana koordinacija na planu fiskalne i ekonomske politike.⁷

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 programa.⁸ 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 da se prenese i na globalni nivo.

Dakle, mnogi eksperti i državnici smatraju da se ta dilema može izbeći stvaranjem Evropskog monetarnog fonda, 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 evrozona zatreba finansijska pomoć, jer se pokazalo da na evropskom finansijskom polju nedostaje slična institucija da pomaže zemljama koje su zapale u ozbiljnu finansijsku krizu.

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

8 U velikoj meri to zavisi od stava Nemačke, čija je moć finansiranja u evrozoni najveća.

Evropska komisija smatra, međutim, 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 nepregledna.⁹ 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 monetarni fond bio poslednje sredstvo za članice Evrozone koje dospeju u finansijsku krizu. Dakle, EMF bi, pre svega, bio monetarni stabilizator tako što bi najpe uspostavljao finansijsku disciplinu, a potom davao zajmove na kratak rok. Skeptičniji komentatori kažu da bi problem bio 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 EVROPSKOG MONETARNOG FONDA

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 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. Uбудuće, 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.¹⁰ 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 o stvaranju 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.

9 Pisani-Ferry, Jean and André Sapir, "The best course for Greece is to call in the Fund", *Financial Times*, February 2, 2010.

10 Gros, Daniel and Thomas Mayer, "Towards a Euro(pean) monetary Fund", CEPS Policy Brief No. 202, February 2010, p. 4.

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 predložiće 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.

Postignuta je saglasnost, međutim, 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 unije.¹¹ S druge strane 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 rastrošne Grčke”.¹² Masivnim paketom od 750 milijardi evra politički fragmentirana Evropska unija brani zajedničku valutu i pokazuje da je sposobna da efikasno reaguje u krizi.¹³ Ipak, problem slabih ekonomija i prezaduženih država nije rešen već samo odložen.

5. DILEME I KLJUČNA PITANJA OKO DIZAJNIRANJA 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

11 Munchau, Wolfgang, “What the eurozone must do if it is to survive”, *Financial Times*, February 1, 2010.

12 *Financial Times*, 16.04.2101, p. 4.

13 Na primer, budžetski deficit Portugalije dostigao je rekordnih 9,3% bruto domaćeg proizvoda u 2009. godini, što potstiče strahovanja da bi i ova država mogla da se suoči sa istim problemima kao i Grčka.

Zajednici treba da doprinesu naporima za izgradnju sredstava potrebnih za potencijalnu podršku. Obe konstatacije posebno važe unutar Evrozone. Ekonomije njenih zemalja članica su čvrsto vezane od trenutka kada su odlučile da dele istu valutu. Problemi u bilo kojoj zemlji članici zone evra obavezno imaju veoma negativne efekte za svoje partnere. Iz ovoga se zaključuje posebna odgovornost zemalja članica evrozone kako bi se izbeglo stvaranje problema svojim partnerima. Ovo je politička logika iza osnovnih kriterijuma Mastrohskog ugovora za fiskalnu politiku i Pakt stabilnosti. Predloženi EMF (koji bi mogao da spada pod pojam „poboljšana saradnja“ ustanovljena Ugovorom o EU) bi bio konkretni izraz ovog načela o solidarnosti.¹⁴

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 vremena 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 taktiku.¹⁵ Ustvari, 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 EMF-a i uslovljavanjima vezanim za njegovu podršku.¹⁶ 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 sledeći: samo one zemlje koje krše kriterijume Mastrohta moraju da doprinesu. Stope doprinosa bi se računale na sledećoj osnovi:

-
- 14 Athanassiou, Phoebus, “Withardawal and expulsion from the EU and EMU: Some reflections”, ECB Legal Working Paper No. 10, ECB, Frankfurt, December 2009; Internet: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf> (10.10.2010)
- 15 Mayer, Thomas and Michael Biggs, “The Public Debt Challenge”, *Global Markets Research*, 13 January 2010, London: Deutsche Bank AG London.
- 16 Gros, Daniel and Thomas Mayer, “Towards a Euro(pean) monetary Fund”, CEPS Policy Brief No. 202, February 2010.

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.¹⁷

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 Evrozone. Servisiranje duga (u slučaju da su sredstva morala biti prikupljena na tržištu) biće 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 spasavanja većine malih do srednjih država članica evrozone.

Što se tiče oblika intervencije, u principu EMF bi mogao da pruži finansijsku pomoć na jedan od dva načina: 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.¹⁸

2. Uslovljavanje

Kreatori ideje o EMF-u smatraju da za njegovo zaživljavanje treba da postoje, najmanje, dve odvojene faze:

17 Issing, Otmar, “Die Europäische Währungsunion am Scheideweg”, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30.01.2010.

18 Gros, Daniel and Thomas Mayer, “Towards a Euro(pean) monetary Fund”, CEPS Policy Brief No. 202, February 2010.

Faza 1: Svaka država članica može da se poziva na sredstva od EMF-a 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 dug sa garancijom EMF-a 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 Evrozone, 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 koja bi dovela u pitanje efikasno sprovođenje ranije dogovorenog programa.

4. „Uredan” default

Ključni aspekt rasprave o finansiranju poteškoća u Grčkoj ili drugim zemljama se često previdi: potreba da se pripremi za neuspeh! Najjači pregovarački adut dužnika je uvek da se *default* ne može dozvoliti jer bi srušio ceo finansijski sistem. Zato je stvaranje mehanizma koji bi minimizirao neizbežne poremećaje koji proističu iz *defaulta* 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 nominalne vrednosti sredstava koja se koriste kao zalog). Veličina *haircuta* 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.¹⁹ 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 *haircuti* trebalo da budu? 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 bude 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.

Treba imati u vidu da bi EMF menjao samo one obveznice kojima se trgovalo na otvorenim berzama ili koje su bile prethodno registrovane uz pomoć specijalne branše EMF-a koja se bavi proverom brojkama javnog duga. To znači da obveznice 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

19 Za više informacija o podrazumevanim rizicima videti: Mayer, Thomas and Michael Biggs, “The Public Debt Challenge”, *Global Markets Research*, 13 January 2010, Deutsche Bank AG London.

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.²⁰

Države članice EU 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 Maastrichtskog ugovora.²¹ 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 Konvencija o međunarodnim ugovorima,²² odnosno članu 7. Ugovora iz Lisabona.²³

6. DILEME MEĐU ČLANICAMA EVROPSKE UNIJE

Ideja o Evropskom monetarnom fondu unela je dosta kontraverzi u rešavanju složene „evropske jednačine“, u kojoj su još mnogi odnosi 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;

20 Gros, Daniel and Thomas Mayer, “Towards a Euro(pean) monetary Fund”, CEPS Policy Brief No. 202, February 2010.

21 Treaty on European Union, *Official Journal of the European Union*, C 191, 29 July 1992.

22 Vienna Convention on the Law of Treaties; Bečka konvencija o pravu međunarodnih ugovora, usvojena u Beču 22.05.1969. godine, a stupila na snagu 27.01.1980. godine.

23 Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community, signed at Lisbon, 13 December 2007, *Official Journal of the European Union*, C 306, Vol. 50, 17 December 2007.

– 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 Evrozone, što se u tamošnjem političkom ambijentu doživljava kao tele sa dve glave. Došavši u Brisel maja 2010, Alister Darling, tadašnji britanski šef državne blagajne, izjavio je da finansijsko tržište treba da se stabilizuje, ali da ta zemlja neće obezbediti podršku za evro.²⁴ 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.²⁵ S druge strane, Holandija je tražila da Evropska komisija dobije veća ovlašćenja, da ona preuzme jemstva od članica Evrozone 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,²⁶ 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. Za zajmove je jemčila EU, mada je dilema bila da li takve zajmove treba da garantuju individualne članice Evrozone ili cela EU.

7. UTICAJ KRIZE NA BANKARSKI SISTEM

Globalna finansijska kriza se vrlo negativno odrazila na poslovanje banaka u celom svetu. Velike američke i evropske banke izgubile su od početka 2008. godine više od 910 milijardi dolara, u vidu „toksičnih vrednosnih papira“ ili loših

24 *Financial Times*, 11.05.2010, p. 2.

25 Pošto se Ustavni sud Nemačke u 2009. godini izjašnjavao o tome da li delovi Lisabonskog ugovora predstavljaju pretnju nacionalnom suverenitetu. Neki komentatori podsećaju i na to da su se Nemci inače svojevremeno teško, na pritisak Francuza, odrekli stabilne marke. U američkoj štampi, inače, često opisuju EU kao previše fragmentiranu da bi bila efikasna, a Dominik Stros Kan, direktor MMF-a, govori o evru kao nezavršenom projektu.

26 Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community, signed at Lisbon, 13 December 2007, *Official Journal of the European Union*, C 306, Vol. 50, 17 December 2007.

zajmova.²⁷ Otpis loših zajmova i „zaraženih“ vrednosnih papira naglo je uvećan u 2009. godini, kada se globalna ekonomska kriza produbila, a pogoršanje uslova privređivanja doprinelo je i porastu dugova, zbog nemogućnosti korporacija i građana da uredno otplaćuju ranije dobijene bankarske kredite. Eksperti MMF-a procenjuju da će se gubici banaka, na globalnom nivou, uvećati u periodu 2007–2010. na oko dva i po biliona dolara. Tokom ovog razdoblja samo američke banke će iskazati gubitke od 1,6 biliona dolara, dok će negativan saldo evropske bankarske industrije biti niži, ali će premašiti iznos od 737 milijardi dolara.²⁸ Stoga u SAD, Evropi i drugim regijama raste politički pritisak u korist reformi, a u takvim uslovima vlade plasiraju svoje projekte, koji se u pojedinim slučajevima već i realizuju, ali treba imati u vidu da su mnogi od njih neusaglašeni. U tom kontekstu izneseni su i novi stavovi MMF-a pripremljeni na zahtev 20 najrazvijenijih zemalja sveta (Grupa G-20), koji, između ostalog, obuhvataju i predloge o oporezivanju banaka.

8. POUKE ZA SRBIJU

Slučaj Grčke privrede može biti itekako poučan i za Srbiju. Hitan i ključni prioritet Grčke, kao i Srbije, je da smanji fiskalni deficit zemlje i da vraća poverenje tržišta. Pored smanjenja budžetskog deficita Grčka, kao i Srbija, treba da reši pitanje daljeg razvoja. Napori na planu fiskalne konsolidacije trebalo bi da budu praćeni strukturnim promenama i reformama na duge staze kako bi se obezbedila dugoročna konkurentnost zemlje, kao i inicijativama za podsticanje rasta i investicija, u cilju ublažavanja efekata strogih fiskalnih mera i redukovane potražnje. Neophodno je, takođe, stimulisati i promovisati inicijative u preduzetničkom i privatnom sektoru. Grčki bankarski sistem (kao i srpski) igra ključnu ulogu u finansijskoj stabilnosti Grčke i šireg regiona.²⁹

27 IMF, Working paper, Washington, december 2009.

28 Na čelu banaka koje su od početka 2007. godine pretrpele najveće gubitke je „Citigroup“, s procenjenim gubicima (zaključno sa krajem 2009. godine) od 104,4 milijarde dolara. Na drugom mestu je finansijska grupa „Wachovia“ (koju je krajem 2009. godine otkupila banka „Wells Fargo“) sa 77,4 milijardi dolara. Treće mesto, na listi najvećih svetskih banaka gubitaša, zbog globalne finansijske krize, zauzima američka investicijska grupa „Merrill Lynch“ sa procenjenim negativnim saldom, u periodu 2007–2009. godina, od 63,7 milijardi dolara. Britanska HSBC banka je na četvrtom mestu, sa gubitkom od 54,4 milijarde dolara, a švajcarska UBS grupa na petom sa minusom od 54,2 milijarde dolara.

29 U ovim vremenima punim izazova, grčke banke su dokazale da su otporne i sposobne da posluju uspešno u veoma zahtevnim okolnostima. Ostale su profitabilne i uspele da poboljšaju jaku kapitalnu poziciju u odnosu na 2009. godinu.

Kada se Srbija, u sadašnjoj situaciji, upoređuje sa Grčkom smatra se da je ona u boljoj poziciji, ne samo od Grčke nego i od većine evropskih zemalja. Srpski budžetski deficit od oko četiri odsto, relativno je nizak u odnosu na okruženje, a isto važi i za javni dug, koji je ispod 40 odsto BDP-a. Pored toga, sporazum sa MMF-om daje pozitivan doprinos makroekonomskoj stabilnosti. Međutim, svakako da postoje značajni izazovi, kao što je niska stopa izvoza, zavisnost od oporavka drugih zemalja koji su glavni trgovinski partneri Srbije, visok stepen „evroizacije“ ekonomije, povremeno spor napredak određenih strukturnih reformi. Zato su nedavne inicijative vezane za „deevroizaciju“ ekonomije (npr. promovisanje dinarskih kredita, izdavanje dugoročnijih državnih obveznica, itd.) vrlo povoljne. Isto važi i za najavljeni zakon o fiskalnoj odgovornosti koji bi mogao da legalno ograniči nivo javnog duga.

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 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 Mastroihtskog ugovora. S druge strane, brojni eksperti smatraju da je formiranje EMF-a zapravo jedini način da se *no-bailout* pravilo učini verodostojnim, jer Mastroihtski sporazum nije predvideo krhka finansijska tržišta te realna opasnost od finansijskog kraha čini da „čist“ *no-bailout* pristup deluje potpuno nerealno. Dakle, kao i u slučaju velikih, sistemski važnih banaka, tržišna disciplina može biti verodostojna samo ukoliko postoje jasne odredbe koje minimiziraju prekide na finansijskom tržištu u slučaju propasti.

Osnivanje Evropskog monetarnog fonda trebalo bi da bude superiorno u odnosu na opciju pozivanja na MMF ili usputno snalaženje na osnovu *ad hoc* odluka. Bez jasnog okvira, odluke kako organizovati finansijsku podršku obično moraju da budu donešene užurbano, pod ekstremnim pritiskom vremena, i često tokom vikenda, kada previranja na finansijskim tržištima postanu nepodnošljiva.

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 *defaulta*. 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 suoči 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. Pakt za stabilnost, koji je trebalo da spreči takve probleme, očigledno nije uspeo. Sada je vreme da se potraži novi okvir koji bi omogućio Uniji da se nosi sa mogućnošću propasti jedne od njenih članova.

U tom smislu izuzetno je važno da se prepozna kriza pre nego što naiđe i da se krene, što pre, u njeno prevazilaženje. Osim toga EMF treba da preventivno deluje a ne samo kada je finansijska kriza već nastupila. Dakle, EMF treba da rešava buduće probleme, a neće biti formiran da pomogne grčkoj krizi mada je njome iniciran. S druge strane, u trenutku kad još nije zaživela ideja o njegovom funkcionisanju rano je konstatovati da li i u kolikoj meri može EMF biti pretnja sadašnjem svetskom finansijskom multilateralizmu, ma šta da on znači i predstavlja, naročito u uslovima opšte finansijske i ekonomske krize u svetu.

LITERATURA

1. Athanassiou, Phoebus, “Withardawal and expulsion from the EU and EMU: Some reflections”, ECB Legal Working Paper No. 10, ECB, Frankfurt, December 2009; Internet: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf> (10.10.2010).
2. Mayer, Thomas and Michael Biggs, “The Public Debt Challenge”, *Global Markets Research*, 13 January 2010, Deutsche Bank AG London.
3. Gros, Daniel and Thomas Mayer, “Towards a Euro(pean) monetary Fund”, CEPS Policy Brief No. 202, February 2010.
4. Dominik Stros-Kan, Izvršni direktor MMF-a, *Financial Times*, London, 10.06.2010, p. 3.
5. IMF, Working paper, Washington, december 2009.
6. Issing, Otmar, “Die Europäische Währungsunion am Scheideweg”, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30.01.2010.
7. Karamanolis Filipos, Predsednik Izvršnog odbora Eurobanke EFG, „Hitno smanjiti budžetski deficit“, dnevni list *Politika*, Beograd, 25.05.2010, str. 16.
8. Munchau, Wolfgang, “What the eurozone must do if it is to survive”, *Financial Times*, February 1, 2010.
9. Pisani-Ferry, Jean And André Sapir, “The best course for Greece is to call in the Fund”, *Financial Times*, February 1, 2010, p. 4.

Prof. Dr. Pero PETROVIĆ and Prof. Dr. Aleksandar ŽIVKOVIĆ

FINANCIAL CRISIS AND FORMING OF THE EUROPEAN MONETARY FUND – Should the European Agreement be changed –

ABSTRACT

In this paper, the authors analyze the possibilities and advantages of realization of the idea of creating the European Monetary Fund, the European equivalent of the IMF. European officials and experts believe that the financial crisis in the European Union, as was the case in Greece, can be successfully solved within the EU institutions. The assistance that the EMF would provide would be stipulated by fulfilment of strict conditions. The ECB, which insists on independence, would join it in establishing this mechanism, since not any has been created so far that would provide financial assistance to members of the Eurozone.

Key words: European Agreement, changes, crises, European monetary fund, the financial architecture.