

# Kriza eura ili kriza Evropske unije

**Jasmin Jusufović**

Ekonomski fakultet (Master studij), Sarajevo, Bosna i Hercegovina

## Rezime

Kriza eura danas zaokuplja pažnju ne samo naučnika, stručnjaka i analitičara već i šire javnosti. Pitanja koja se često postavljaju povezana su s proricanjem sudbine zajedničke evropske valute. Da li će preživjeti ili će doživjeti svoj slom? Što će biti s našom štednjom u eurima? Da li treba prodavati eure i kupovati druge valute? I slično. Ovaj rad nema pretenziju da se bavi prognozama i savjetima, ali nastoji ukazati na nekoliko važnih aspekata savremene krize eura. Polazi se od konteksta i faza nastanka eura kao zajedničke evropske valute, ukazuje na to da su velikim dijelom namjere stvaranja Evropske unije bile političke, dok je rješavanje drugih važnih pitanja, pa i kontrola ispunjavanja postavljenih monetarnih uvjeta, ostavljena za neka buduća vremena. Bez uspostavljene kvalitetne fiskalne politike, Evropa je ostala nezaštićena od udara globalne finansijske krize. Kriza eura manifestirala se simptomima dužničke krize koja je prouzrokovana neodgovornim fiskalnim politikama zemalja članica eurozone, na što Evropska centralna banka suštinski nije mogla utjecati. Grčka je samo dio većeg dužničkog problema koji potresa euro, a čine ga zemlje koje ekonomisti pejorativno nazivaju "svinjama" (PIGS). Radikalne mjere, koje su predviđene planovima uspostavljanja eura, kada su se trebale sprovesti u djelo, dovele su u pitanje sistem na kojem Unija počiva, sistem uzajamnog potpomaganja, vezanosti, lojalnosti... To je ustvari politička kriza, koja svojom ozbiljnošću prevazilazi ekonomsku stranu aktuelne krize u eurozoni. Na kraju, zaključuje se da zemlje koje

su osnovele euro, i koje su iznimno mnogo uložile u njegovo rađanje, ne odustaju jednostavno od svojih namjera. Kriza s kojom se suočavaju jeste opomena za propuste koji se nisu smjeli desiti, a ujedno i argument za uspostavljanje politika i sistema koje se ranije nisu mogle postići. U nedostatku drugih argumenata protiv Evropske unije, protivnici cijelog tog projekta i euroskeptici svakako će maksimalno iskorištavati krizu u svrhu opovrgavanja svega što se dosada u Uniji postiglo. Autor smatra da aktuelnu krizu treba posmatrati, prije svega, kao prirodan i prolazan ekonomski ciklus.

## Uvod

**O**DNEDAVNO SU ENTUZIJAZAM za eurom i povjerenje u euro kao valutu naglo splasnuli. U godinama kada je euro uvođen i godinama koje su prethodile tome malo je ko očekivao situaciju kakvu euro sada prolazi, a mogućnost kraha smatrala se samo najgorim mogućim scenarijem. Baš u vrijeme kada je Njemačka svoju marku pretvarala u konfete, time pokazujući koliko vodeća evropska ekonomska sila ima povjerenja u novu valutu, vjerovalo se da se postigao veliki iskorak u ujedinjavanju Evropske unije i još bliskijem udruživanju zemalja koje su činile Uniju. Sama ideja o jedinstvenoj valuti na evropskom tlu postojala je još i prije nego što je s početka devedesetih nastala Evropska unija i evropska moneta kakvom je danas poznajemo. Namjera kreiranja same Evropske unije bila je isključivo historijsko-političke prirode: htjelo se jednom zauvijek zaustaviti trvenje među evropskim nacijama, a na globalnoj političkoj sceni uspostaviti novi veliki centar moći dovoljan da odoli utjecajima i istočne i zapadne varijante, te da zaustavi uplive tih drugih centara moći na vlastitom tlu. Uspostavljanje jedinstvene valute na velikom ekonomskom prostoru značilo je objedinjavanje te nove političke formacije i prenošenje jednog od ključnih elemenata suverenosti. Zbog toga što je postizanje bilo kakvog dogovora u birokratsko pitanje Evropske unije, i put do uspostavljanja eura bio je dug i naporan. Na tome dugom putu, zarad kompromisa i postizanja velikih političkih ciljeva, nastale su i brojne manjkavosti u strukturi same valute, koje će rezultirati nespremnošću Unije da odgovori na moguće krize s kojima bi se euro a i sama Unija suočili.

## Historijski kontekst i faze nastanka eura

Nastanak eura može se pratiti decenijama prije njegova ozvaničenja u januaru 2002. godine. Naime, slobodno se može konstatirati da je euro kao jedinstvena valuta na prostoru Evropske unije nastao iz geopolitičkih razloga.

Nakon Drugog svjetskog rata, velike evropske zemlje, predvođene prije svega Francuskom, htjele su jednom zauvijek zaustaviti međusobna trvenja, prouzrokovana prije svega zavidnošću na međusobnom uspjehu. Iz, reklo bi se, kompliciranih prijedloga i kroz svoje različite faze izrasla je ideja Evropske unije kao zajednice suverenih država koja na međunarodnoj sceni poprima sve elemente federativne države. Jedan od tih elemenata jeste zajednička ekonomska snaga država članica, a jedan od njenih ključnih faktora, koji bi tim zemljama omogućio ravnopravan nastup na svjetskom finansijskom tržištu, bilo je i definiranje jedinstvene monete.

Prvi izazov kojem je evropska moneta trebala odgovoriti bila je dominacija američkog dolara u svjetskom finansijskom tržištu. Uspostavom Bretton-Woods sistema, koji je riješio problem oscilirajućih pariteta, svim svjetskim valutama fiksiran je kurs u odnosu na američki dolar. On je svoju vrijednost imao u zlatu u američkim Federalnim rezervama. Sve svjetske centralne banke zbog toga su morale svoje rezerve kreirati u dolarima. Jasno je koliku je to prednost dalo američkoj ekonomiji, koja je svojim politikama i odlukama mogla uredovati inflaciju vlastite valute kako bi je izvezla drugim zemljama. U okviru takvog sistema, i kratko nakon njegova raspada 1971. godine, stvorena je preteča današnjeg eura. Ona se odražavala u sistemu nazvanom „zmija“, što je ustvari bio period u kojem su evropske valute zadržavane unutar „tunela“ od  $\pm 2,25\%$  varijabilnosti u kursu vodećih evropskih valuta prema dolaru. No, zbog razmimoilaženja u ekonomskim prioritetima, a i ponovnom uspostavom varirajućih pariteta, ovaj sistem raspao se i bilo je potrebno uspostaviti novi prijedlog. Godine 1979. uspostavljen je Evropski monetarni sistem, koji je za cilj imao stabilizaciju pariteta nekoliko evropskih valuta (Francuske, Njemačke, Italije, Belgije, Holandije, Luksemburga, Danske i Irske). Nastavilo se na intenciji da se međusobni paritet održi unutar raspona  $\pm 2,25\%$ . No, da bi se to održalo, države koje su imale slabiju ekonomiju od tada vodeće Njemačke, morale su pristupati drastičnim

mjerama za postizanje tog cilja. Jedina zemlja koja je mogla funkcionirati sa svojom valutom unutar takvog sistema bila je Njemačka, no kako su zemlje članice tog sistema počele napuštati zajednicu, javila se potreba da se takav prezahtjevan projekt promijeni.

Na Samitu u Rimu 1990. godine usaglašen je plan za uspostavljanje jedinstvene evropske valute koji je predviđao tri faze. Najprije su države članice Unije, u prvoj fazi, trebale ojačati svoje ekonomske odnose i monetarnu koordinaciju. Kontrola nad paritetima eliminirana je, te je uspostavljeno zajedničko slobodno tržište.

Najteži dio prve faze plana bio je postizanje političkoga kompromisa i inicijative oko uvođenja jedinstvene valute. Članice su morale istrpjeti mnogo kompromisa, pa je tako Francuska, za primjer, morala prihvatiti Evropsku centralnu banku uspostavljenu na modelu njemačke Bundesbanke (Centralne banke Njemačke). Potrebna politička volja izražena je u Paktu iz Maastrichta 1991. godine, u kojem je između ostalog određen krajnji datum za uspostavljanje jedinstvene valute januar 1990. godine. Ovaj Pakt također je odredio i početak druge faze uspostavljanja jedinstvene valute, a to je bila 1994. godina.

U drugoj fazi plana podrazumijevala se uspostava Evropskog monetarnog instituta, što je prethodnica današnje Evropske centralne banke. Također, u toj drugoj fazi odabirale su se članice Monetarne unije, prema jasno definiranim kriterijima:

- inflacija u zemljama članicama nije smjela prelaziti nivo prosjeka triju zemalja sa najnižom inflacijom uvećanom za 1.5%;
- budžetni deficit nije smio biti veći od 3% u odnosu na bruto društveni proizvod;
- ukupni javni dug nije smio biti iznad 60% BDP-a, i
- pariteti valuta zemalja članica morali su se stabilizirati i dovesti unutar granica određenih prilikom uspostave Evropskog monetarnog sistema.

Postizanje ovih ciljeva osigurano je upravo zajedničkom političkom voljom za uspostavljanjem eura kao zajedničke valute. Također, druga faza podrazumijevala je fiksiranje pariteta za promjenu domaćih valuta u euro, a Paktom iz Maastrichta predviđena je uspostava jedinstvenog EUROSISTEMA u okviru kojeg funkcionira sama valuta, a koji se sastoji od Evropske centralne banke i Evropskog sistema centralnih banaka. Do početka 1997. godine postignuti su ovi ciljevi pa je u januaru 1997.

godine uspostavljena i Evropska centralna banka sa svojim članicama i monetarnim instrumentima.

Posljednja, treća faza počela je 1999. godine sa zvaničnim uspostavljanjem valute eura. Kursni pariteti valuta zemalja članica prema euru su fiksirani, te se pristupilo denominaciji ekonomija zemalja članica eurosistema u euro, što je tri godine nakon toga finalizirano uvođenjem i puštanjem u opticaj banknota tj. novčanica i kovanica eura. Zemlje koje su zaključno s 2002. godinom bile članice eurosistema, a time se koristile eurom kao službenom valutom bile su, u abecednom redu, Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Grčka, Holandija, Irska, Italija, Luksemburg, Njemačka, Španija i Portugal.

Ukratko, genealogija eura mogla bi se svesti na sljedeće:

Imajući u vidu ovaj kratki historijski osvrt na nastajanje eura, vrijedno je istaći nekoliko dodatnih zapažanja. U ovom dugom i mukotrpnom procesu pregovaranja i političkih kompromisa, Evropska unija uspjela je u jednom svom velikom cilju – uspostaviti pandan dotada dominirajućem američkom dolaru. Članice sistema sada mogu udruženo formirati jedinstvenu ekonomsku moć u ravni s, prije svega, američkom ekonomskom silom.

S druge strane, postojao je jak unutrašnji otklon prema novcu zemlje koja je poslije Drugog svjetskog rata uspjela preći, u ekonomskom smislu, sve zemlje Evrope, i pored svih “kazni” koje je za rat morala pretrpjeti i plaćati. Postojao je otklon i želja da se moć Njemačke i njene marke donekle zauzda i iskoristi. Uvođenjem eura, njemačka marka, koja je kao valuta standard u Evropi često ukazivala i na ekonomsku neodgovornost vlada drugih zemalja, ukinuta je, pa je tako otklonjen i taj psihološki pritisak u zemljama današnje Evropske unije. Također, zemlje koje do ovog jedinstvenog sistema nisu ni u čemu mogle parirati vodećim zemljama, s novim sistemom dobile su glas u zajednici od iste važnosti. Upitali bismo se, sasvim ispravno, zbog čega je jedna moćna zemlja, kao što je Njemačka, prihvatila sistem u kojem sasvim sigurno mnogo gubi. Odgovor se pronalazi, ponovo, u politici. Poslije Drugog svjetskog rata Njemačka, bez obzira na to koliko je potencijalnog napretka mogla pružiti Evropi, bila je nemoćna zbog reputacije glavnoga krivca za rat, a uz to, do 1990. godine bila je razjedinjena. Stoga je, zarad ujedinjenja i vlastitog oslobođenja, žurno željela u panevropsku zajednicu, u čijoj je formaciji morala prihvatiti i dosta kompromisa, među kojima i euro. No, ovu “žrtvu” ipak ne treba posmatrati preuveličano. Vodeća klasa u

Njemačkoj, dakle bankari, ekonomisti, političari i sl. u euru su vidjeli priliku da u rukama imaju svjetsku valutu, a s njom i izvor svjetske moći. Ujedinjena Evropa za glavni cilj imala je uspostavljanje ujedinjenog tržišta, a to je za Njemačku značilo i olakšavanje nastupa na velikom tržištu, koje bi ujedinjavanjem, pa poslije uvođenjem eura, postalo domaće tržište, dakle oslobođeno raznih dadžbina i harmonizirano.

Gledano na nivou Unije, prva od mnogih prednosti eura jeste prestiž. Zemlje koje su imale slabe finansijske sisteme ulaskom u eurosistem nasljeđivale su dio prestiža koji je u sistem unijela njemačka Bundesbanka. Nadalje, zemljama koje su imale lošije finansijske pokazatelje, kao što su, primjerice, visoka inflacija, javni deficit, precijenjena valuta, imale su visok podsticaj da se potrudu uskladiti te pokazatelje prema zahtjevima članstva, a onda se članstvom osigurati da do ponovnog pogoršanja pokazatelja ne dođe. Uz ovo, možemo dodati i homogenizaciju tržišta, otklanjanje barijera za protok kapitala među članicama, lakši, jeftiniji i otvoreniji nastup zemalja članica kroz Uniju na svjetskom tržištu, dakle olakšan izvoz uz smanjene troškove konverzije vlastite valute u valutu inostranog plaćanja. No, pored ovih evidentnih ekonomskih prednosti uvođenja eura, izraženije su bile političke beneficije, jer bi zajednička valuta doprinijela osnaživanju političkog zajedništva među zemljama članicama, a Evropskoj uniji donijela privid kompletirane državne zajednice, kao snažnog i ravnopravnog svjetskog aktera.

No, upravo zbog neuvjerljivih ekonomskih beneficija koje su pojedine zemlje mogle uživati i s autonomnom valutom, politički pregovori za postizanje zajedništva bili su dodatno otežani, a u pojedinim slučajevima i neuspješni. Za pojedine zemlje, kao što je npr. Velika Britanija, koja je naslijeđem tačerijske ekonomske politike uživala jaku ekonomiju, prestižnu valutu, i uopćeno, imala je već sve postignute beneficije, eventualni ulazak u evropsku monetarnu zajednicu mogao je doći isključivo kao rezultat izuzetnoga političkog kompromisa u njenu korist, kakav se nije mogao postići. S druge strane, Norveška i Švedska, da bi pristupile zajednici, morale su povećati kurs svoje valute u odnosu na druge valute u sistemu, a to bi za njih značilo odricanje snažnog trgovinskog surplusa koji su imale vještačkim održavanjem svojih valuta na niskom kursu.

Dugi pregovori oko uvođenja zajedničke evropske valute, gledano iz druge perspektive, znače i da u samom sistemu mora postojati razlog

takvih prelamanja. U nastavku objašnjavamo funkcioniranje sistema eura i ukazujemo na njegove manjkavosti.

### **Euro sistem protiv samog sebe**

Strukturu javnog finansijskog sistema u osnovi čine dvije komponente. Prva komponenta jeste monetarni sistem ili skup politika koji uređuju cirkulaciju novca u nekom ekonomskom sistemu. Druga komponenta jeste fiskalni sistem, odnosno skup politika koji uređuju, u najkraću javnu, državnu ekonomiju, odnosno prikupljanje poreza, carina i sličnih prihoda i funkcioniranje javnih ulaganja, zaduživanja i plaćanja.

Prije nastavka elaboracije o finansijskom sistemu u eurozoni, vrijedno je osvrnuti se na to šta euro ustvari predstavlja. Raspadom Bretton - Woods sistema, koji smo spominjali, definitivno se napustio zlatni standard koji je u svijetu dotada postojao. Time su sve svjetske valute prestale buditi reprezentant zaliha zlata države u kojoj važe. Znajući da je euro nastao nakon Bretton - Woods sistema, također znamo da valuta euro ne predstavlja nikakvu zalihu plemenitog metala ili bilo kakvog drugog realnog dobra, odnosno robnog novca. Euro nije mogao iznenaditi svijet ponovnim uvođenjem robnog novca, niti se rješavanje mogućih nedoumica u vezi s raspodjelom robnog novca među članicama doimalo jednostavnim, pa je i EURO tako postao valuta koja predstavlja povjerenje svih koji se njime koriste da Evropska unija vodi odgovoran, funkcionalan i napredan ekonomski sistem. No, kako Evropska unija nije jedna jedinstvena država, već zajednica različitih država, ono što euro predstavlja dobija sasvim novu dimenziju onu političku. Za dobar status eura morala se osigurati nesmetana saradnja među državama, bez ikakve primisli na politička previranja ili nesuglasje u Evropskoj uniji, te da su se jake sponje među državama morale strogo čuvati.

Ovakva karakteristika eura jedna je od osnovnih slabih tačaka sistema, koji je načinjen tako da je ranjiv i na neznatne političke razmjericke među državama članicama.

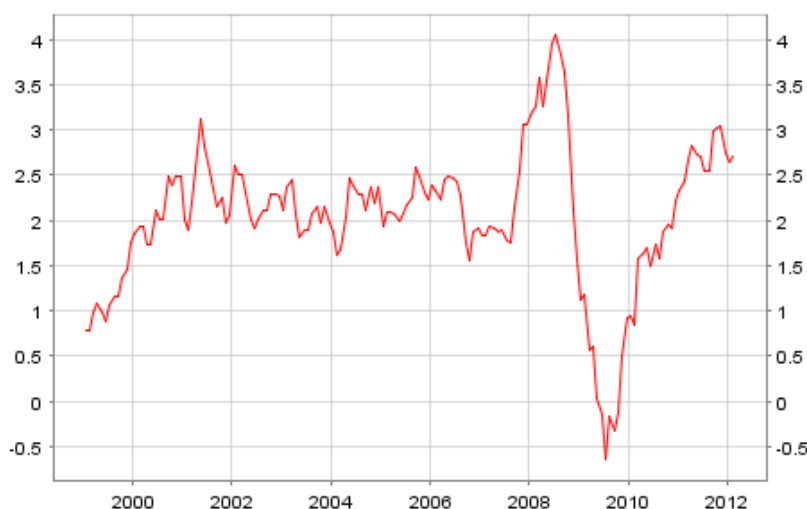
U prethodnom historijskom osvrtu vidjeli smo koje su institucije formirane u okviru eurosistema. U finansijskom sistemu eurozone dvije institucije vode monetarnu politiku i zadužene su za postizanje određenih monetarnih ciljeva. To su Evropska centralna banka i Sistem



evropskih centralnih banaka. Evropska centralna banka u eurozoni imala je ulogu krajnjeg zajmodavca, odnosno banke međubankarskih rezervi. Naravno, kao i svaka druga centralna banka, imala je i monopol nad štampanjem novca. Način na koji je stvoren inicijalni kontingent eura u zemljama članicama bio je da je na ime pristupnih rezervi koje su sve zemlje članice bile obavezne deponirati, banka po pristupnom kursu odštampana protuvrijednost eura i distribuirala je među zemljama članicama. Monopol nad kreiranjem novca bio je svakako u rukama Evropske centralne banke. Kako bi se održala opravdanost postojanja ovakvog monopola, visoka elita, bankari i političari, na svoj već ustaljen način, preokreću situacije tako da izgleda da je opravdanost monopola i sloboda u kreiranju novca u najboljem interesu ekonomije. Njihovim žargonom kazano, to bi osiguravalo nesmetano funkcioniranje ekonomije, kontrolirala bi se inflacija koja uvijek zvuči jako omraženo, kontrolirale bi se cijene, što bi značilo da se tako brine za standard, i tome sl. Svakako eurosistem sebi nije mogao dozvoljavati previše haosa, pod bilo kakvim mogućim opravdanjima, pa je zbog toga trebalo imati kompliciran sistem koji prikriva kaos i odaje privid savršenog funkcioniranja. Taj komplicirani sistem uspostavljen je drugom tehničkom mogućnošću Evropske centralne banke zvanom repo-kamata, odnosno kamata na otkupe postojećih dugova. Sve centralne banke država članica sistema, odnosno institucija Sistema evropskih centralnih banaka, imale su sigurnu luku u kojoj su mogle prodati svoje postojeće obveznice po povoljnoj kamatnoj stopi. Pri otkupu tih dionica Evropskoj centralnoj banci izdala bi novi novac u vidu zajma, kojim su centralne banke mogle servisirati druge svoje potrebe. Pri prispijeću takvih obveznica, banke bi cijeli sistem samo pokrenule nanovo na novi period prispijeća obveznica.

Varijacijama u repo-kamatama i monopolom nad kreacijom novca, Evropska centralna banka mogla je efektivno kontrolirati nivo inflacije, a to je bio i jedini cilj monetarnog sistema Evropske unije, uspostavljen i definiran još u Paktu iz Maastrichta. Da su Evropska centralna banka i Sistem evropskih centralnih banaka donekle uspješne u postizanju svojeg cilja održavanja, može se vidjeti i na sljedećem dijagramu, na kojemu možemo ustanoviti da se inflacija u prosjeku kreće u rasponu između 2% i 2,5%, što je svakako u granici definiranoj kriterijima Delors - plana iz Maastrichta.





**Slika 1. Nivo inflacije u zemljama eurozone**

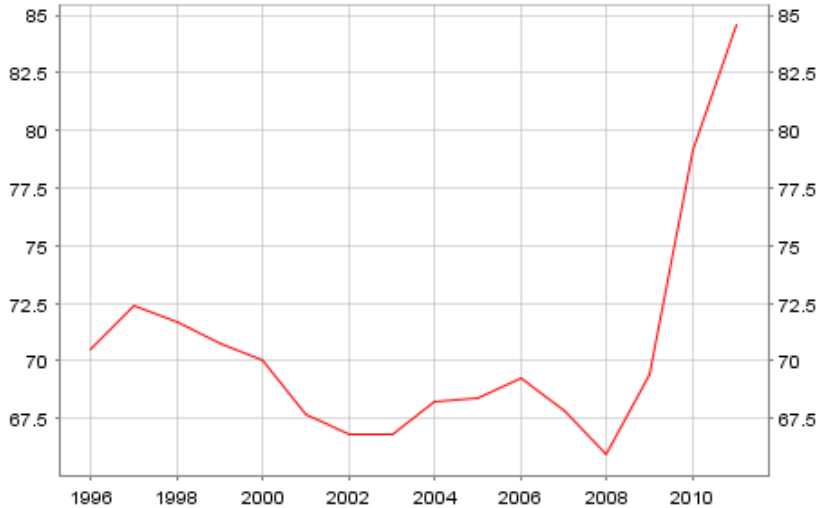
Ako sistem posmatramo na nižem nivou, odnosno na nivou centralnih banaka, sistem koji smo upravo opisali osiguravao bi mogućnosti iskupa u bilo kojoj situaciji. Banke su se mogle obratiti Evropskoj centralnoj banci kad god bi njihove zemlje odlučile da se optereće dodatnim javnim dugom, pretvorenim u obveznice, kako bi Evropska centralna banka prodala te obveznice. Uz to, države su svoj postojeći javni dug pretvoren u obveznice mogle servisirati upravo eksploatazivanjem ove mogućnosti “iskupljivanja” od strane Evropske centralne banke.

Ova druga, ključna manjkavost eurosistema omogućavala je da zemlje koje su u članstvo donijele nesrazmjerno visoke javne dugove i deficite pomjere ka tome da se novac više ne daje srazmjerno uloženim depozitima u Evropskoj centralnoj banci, već srazmjerno dugu prodatom ovoj banci. Takva mogućnost eksternalizacije vlastitog problema, inače poznata i pod nazivom “tragedija zajedništva”, u eurosistem uvodi inherentnu diskriminaciju među zemljama članicama, što daje prostora raznim tenzijama.

Zbog toga, od krucijalne važnosti jeste drugi dio finansijskog sistema koji smo ranije spomenuli – fiskalni sistem. Evropski finansijski sistem, koji je proizveo euro, najprirodnije bi mogao osnovati fiskalni sistem na principu fiskalnog federalizma, dakle zajednice fiskalnih sistema

zemalja članica. Nekoliko je opravdanja za uspostavljanje fiskalnog federalizma među kojima je najprije mogućnost pozitivnih eksternalija izraženih u međusobnom natjecanju među državama, potom poboljšanje fiskalne odgovornosti među zemljama članicama, pobošljanje u osjećaju demokratičnosti cijeloga sistema i zaštita sloboda. Također, takozvani “pritisak društva” koji bi se postigao federalizacijom fiskalnih sistema članica, omogućio bi da se članice međusobno korigira u fiskalnim odlukama i onemogućio bi neodgovorne fiskalne djelatnosti.

No, u eurosistemu ne postoji fiskalni sistem niti fiskalna federacija. Dakle, ne postoji institucija koja bi vodila računa o fiskalnim politikama zemalja članica i provodila kontrolu nad njima. Neka vrsta kontrole, na bazi uzajamnog povjerenja, uspostavljena je sistemom evropskih centralnih banaka, i u tom sistemu odgovornost za fiskalne politike bila je u rukama centralnih banaka članica, uz obećanje da će voditi odgovornu i naprednu fiskalnu politiku u državi. No, ne postoji vrhovna institucija na nivou monetarne unije koja bi vršila kontrolu nad nižim fiskalnim institucijama. Evropska centralna banka nema mandat za vođenje fiskalne politike. Dakle, ostavljena je realna mogućnost političarima u zemljama članicama da učine što žele s fiskalnim sistemom svoje zemlje u nastojanju da riješe ekonomske probleme i socijalne poteškoće. Zajedno sa zagaraniranom mogućnošću da se svaki fiskalni dug i svaka fiskalna neodgovornost “ubaci” u sistem eurozone, tako se prenosi na druge. Pojedine zemlje članice nisu prezale od dodatnih fiskalnih zaduženja i dužničke eksponiranosti. Trend porasta javnog duga u eurozoni može se vidjeti i na sljedećem grafikonu, koji prikazuje postojeći javni dug eurozone izražen u procentualnom iznosu od kumulativnog brutodruštvenog proizvoda (prisjetimo se prethodno spomenutog uvjeta da zemlje za pristupanje u eurozonu moraju održavati svoj javni dug ispod 60%):



**Slika 2. Javni dug eurozone procentualno u odnosu na BDP**

Uz prethodno navedeno, ovakav finansijski sistem morao se na svom početku suočiti s velikim izazovima da bi postao ravnopravan pandan valutama na koje je svijet navikao, i da bi po osnovu svjetske važnosti mogao profitirati. Da bi se od mogućih šokova euro mogao braniti djelovanjem na svjetskom nivou, prvi izazov bila je takozvana finansijska inercija, odnosno naviknutosti svjetskog tržišta na dolar. Minimiziranje tog izazova jeste samo po sebi zahtjevan posao, a ranjiv sistem u svojem početku nije taj cilj mogao brzo dostići.

Dakle, i više je nego jasno da je bilo pitanje vremena u ovakvoj konstelaciji sistema, koji je napravljen da radi sam protiv sebe, kada će zapasti u krizu. Objektivno, struktura sistema, kakvu smo upravo upoznali, nije bila otporna na finansijske šokove s kojim bi se mogla suočiti. Najsnažniji šok desit će se s globalnom finansijskom krizom koju ukratko elaboriramo u nastavku.

### **Udar globalne finansijske krize na euro**

Do konačnog pucanja prenapuhanog finansijskog balona 2007. godine došlo je zbog nemogućnosti dužnika da vraćaju svoje kreditne dugove. No, splet dešavanja koji je do kreiranja samog balona doveo seže decenijama prije. Pred kraj devedesetih godina u svijetu je registrirana velika potreba za hipotekarnim kreditima. Sve se više stanovništvo okre-

talo ka življenju izvan velikih urbanih centara, u naseljima sačinjenim od privatnih kuća. Banke su u ovome vidjele savršenu priliku da riješe svoje probleme viška likvidnosti, tako što su pojačale davanja kredita za podmirivanje upravo tih potreba (kupovine kuća).

Iznimnom povećanju potražnje za stambenim kreditima doprinijela je i pojačana imigracija iz zemalja trećeg svijeta. Vodeće zemlje svijeta koje su te emigrante prihvatale morale su nalaziti načina da se omogući davanje stambenih kredita i tim populacijama. Slijedom toga okrenule su se ka sve većoj deregulaciji finansijskog tržišta koja se ogledala, između ostalog, i u ublažavanju kriterija za davanje kredita, te u davanju slobode akterima na finansijskom tržištu da bez prevelike kontrole države iznalaze nove alate kako bi rješavale probleme i poteškoće finansijskog tržišta.

Napresušna potreba u finansijskom tržištu, barem što se kredita tiče, uvijek je bilo osiguranje povrata pozajmljenih sredstava. U početku, uz dobru kreditnu sposobnost, po potrebi su banke uzimale i hipoteke. No, kako je potražnja za kreditima nezajažljivo rasla, tako su banke sve više bile naklonjene samo hipoteci, stavljajući kvalitet hipoteke ispred same kreditne sposobnosti dužnika. Tako su iz prvoklasnih kredita iznikli drugorazredni krediti koji su za sobom vukli veći kreditni rizik, što je bio novi izazov koji su banke morale prevazići.

Rješenje se pronašlo u procesu u finansijama poznatom kao "sekuritizacija". To je proces pretvaranja duga kojim je neki zajmodavac izložen na tržištu u vredonosne papire koji su bili utrživi na tržištu vrednosnih papira. Tim procesom banke su imale višestruk poticaj da još više daju kredite, jer im je prodaja vrednosnih papira zasnovanim na hipotekarnim kreditima donosila novu likvidnost koju su dalje mogle plasirati u novim kreditima. Tako su ulazile u začarani krug. Zbog nove mogućnosti ostvarivanja likvidnosti, banke su vršile daljnju degradaciju kriterija za odobravanje kredita, pa su tako nastali i "NINJA" (skraćenica od engleske fraze *No Incom No Job or an Asset*) krediti, odnosno krediti koje je mogao imati svako ko je htio, bez obzira da li je taj neko zaposlen ili ne, i da li ima ili nema išta u svom posjedu.

Sam proces sekuritizacije također je dobio stepenicu više u procesu resekuritizacije. Ovom inovacijom banke koje su imale previše kupljenih vrednosnih papira mogle su po određenom kriteriju grupisanja, paketirati vrednosnice koje imaju i na osnovu njih izdaju druge vrednosnice koje bi se prodavale na sekundarnom tržištu vrednosnih papira.

U ovako postavljenom procesu banke su u potpunosti bile okrenute ka novonastalim tržištima koja su obećavala velike zarade na kamatama i mešetarenjima. Ujedno se, zbog postojanja mogućnosti da se bilo kakva nesigurnost efektivno otkloni, izgubio osjećaj za kreditnim rizikom, odnosno rizikom da bi možda moglo doći vrijeme kada dužnici neće moći vratiti svoj dug. S druge strane, i sami dužnici izgubili su osjećaj za odgovornošću koju bilo kakav dug sa sobom nosi, jer banke nisu baš previše marile za naplatom svojih dugovanja. U ovakvoj konstelaciji kreiran je takozvani finansijski balon koji je prikazivao basnoslovnu vrijednost koja je ustvari nastala ni iz čega i bila je samo puki broj bez realne vrijednosti.

Procesu sekuritizacije svakako pripada i izdavanje državnih obveznica. Efektivno, obveznica je vrednosni papir koji označava nečiji dug, a ne realnu vrijednost, a ujedno je i dobro utrživa na tržištu kapitala. Stoga, nije ni začudo što se mnoge države nisu mogle oduprijeti mogućnostima koje je prethodno opisani sistem pružao. Mnoge zemlje u masovnom izdavanju obveznica vidjele su mogućnost da se bez prevelikog problema zadužuju i rješavaju svoje fiskalne probleme. Naravno, ovakvim mogućnostima nisu ostale imune ni mnoge zemlje eurosistema.

Tragedija samog eura jeste i u tome što su članice eurosistema bile i zemlje koje su dobrano eksploatizirale mogućnost zaduživanja. Najizraženiji javni dug prilikom ulaska u Evropsku monetarnu uniju imale su zemlje južne Evrope. Sistem kakav se uvodio prilikom formiranja eurosistema, a i sam euro, bili su stoga ovim zemljama naročito primamljivi, jer su kroz mogućnost iskupa koji je pružao Sistem evropskih centralnih banaka i Evropska centralna banka kao posljednji zajmodavac i kreator novca, mogli prebaciti odgovornost za nerazumne fiskalne politike i javna zaduženja na ostale članice eurosistema.

Ilustrativno bismo to mogli opisati sljedećom situacijom. Ako zamislimo da je eurosistem jedan ograđen pašnjak u kojem je trava (sistem zajedničkog novca u slučaju EMU) glavno dobro koji društvo može koristiti, a zemlje članice (ovce) mogle su slobodno i, zbog nepostojanja koherentne fiskalne kontrole, bez nadzora, koristiti to dobro. Tragedija takvog zajedništva, koju smo i spomenuli u prethodnim dijelovima teksta, jeste u tome što će vremenom određenim zemljama sve više i više rasti apetit i potreba za ograničenim dobrom, što na kraju svih krajeva rezultira uništenjem dobra. Vremenom su hronično zadužene zemlje

(ovce) prerastle u “svinje”<sup>1</sup> koje su izjedale zajednički projekt svih zemalja, a nauštrb ravnopravnosti i na štetu velikih Evropskih ekonomija.

Kada su se s početka 2009. godine počele osjećati posljedice finansijske krize i registriran sve veći broj bankrota prezaduženih subjekata i preeksponiranih banaka i osiguravajućih kuća, i zemlje Evropske unije počele su se ozbiljnije baviti ekonomskim kretanjima u Uniji. Kada su krajem 2009. i početkom 2010. godine objavljeni rezultati revizija pristupnih statistika zemalja dotadašnjih članica Evropske monetarne unije moglo se zaključiti da su i same te revizije bile pokazatelj da se Evropska unija okreće sebi i sagledavanju svog stanja u jeku tekuće finansijske krize. Nažalost, revidirani podaci bili su poražavajući, jer su pokazali da su pojedine zemlje pristupile Evropskoj monetarnoj uniji s neistinitim podacima o ključnim elementima, kao što su stope razvoja, inflacije, javnog duga i deficita. Možemo zaključiti da je kriza eura upravo započela otkrivanjem da se Evropa borila s većim kumuliranim dugom i deficitom nego što se mislilo. Naročito poražavajući bio je hronični grčki dužnički problem. Zbog čega je Grčka toliko važna u cjelokupnoj krizi eura, elaborirat ćemo u nastavku.

### **Stečaj Grčke slom eura**

Ono što svako ko prati medije može primijetiti jeste stalna konotacija Grčke s krizom eura. Fiskalna dešavanja u Grčkoj su, u svjetlu globalne finansijske krize i nedostacima fiskalne kontrole u samom sistemu eura, paradigma cijele njegove tragedije. Kada je Grčka prihvatila, odnosno ušla u eurosistem, učinila je to s dosta ustupaka od strane drugih članica, a vis-a-vis stopa javnog duga i budžetskog deficita, budući da su ti pokazatelji bili značajno veći od prosjeka zahtjevanog pri ulasku u eurosistem. Najprije, Grčka je u sistem ušla s vrlo visokim kursom drahme u odnosu na euro. U suštini, za mnogo svoje vlastite valute, dobila je malo nove valute. Sa takvom razmjenom domaći radnici postali su nekonkurentni na novom tržištu, u odnosu na visokokapitalizirane

---

<sup>1</sup> Izraz “svinje” ustvari i postoji za zemlje južne Evrope, članice eurosistema: PIGS (eng. za svinje) riječ je nastala od početnih slova najproblematičnijih zemalja – Portugala, Italije, Grčke i Španije (Spain). U pojedinoj literaturi može se naići i na riječ koja uključuje i Irsku, koja je pri ulasku u Monetarni sistem također morala usklađivati svoje pokazatelje sa zahtjevima članstva u Evropskoj monetarnoj uniji.

radnike sjevernijih zemalja. Da bi ovom problemu pokušala pronaći rješenje, Grčka je imala nekoliko mogućnosti:

- a. da smanji plate kako bi povećala produktivnost;
- b. poveća javna davanja koja bi se preusmjerila neuposlenima;
- c. nekonkurentne radnike direktno uključi u javne radove.

Zbog jakog utjecaja radničkih sindikata, prva mogućnost odbačena je u začetku. Ono na čemu je Grčka ostala bila je alternativa koja je imala za rezultat rast budžetskog deficita zemlje.

Nadalje, ulaskom u eurosistem, Grčka je imala na raspolaganju mogućnost iskupa od strane Evropske centralne banke i drugih članica Evropske monetarne unije, te je uvijek mogla računati da će Evropska centralna banka i druge banke Evropskog sistema centralnih banaka otkupljivati njene obveznice. Kamata na Grčke obveznice pala je i približila se njemačkom prosjeku. No, ta niska kamata bila je vještački određena. Grčka je u godinama koje su prethodile njenu ulasku u eurosistem u nekoliko navrata preživljavala visoke stope inflacije i drastične budžetske deficite kao i hronične trgovačke deficite, koji su rezultirali i bankrotima. No, upravo zbog tih vještački održanih kamatnih stopa na obveznice, Grčka se mogla zaduživati skoro isto kao i Njemačka koja je po svojoj fiskalnoj konzervativnosti i impresivnim trgovačkim viškovima njena sušta suprotnost. Uz ovo se još pridodaje i tragedija zajedništva, koja se očituje u mogućnosti da se neodgovorna fiskalna politika jedne zemlje članice, u ovom slučaju Grčke, djelimično eksternalizira, odnosno prebaci na druge zemlje članice eurosistema, upravo kroz prihvatljivost Grčkih obveznica među ostalim članicama sistema kao obezbjeđenja grčkih dužničkih aktivnosti.

Evropske banke otkupljivale bi grčke obveznice, prihvatajući ujedno da faktički plaćaju premiju u odnosu na kupovinu njemačkih obveznica u čijem su rangu bile te grčke obveznice, a onda bi se koristile tim obveznicama u novoj transakciji prema Evropskoj centralnoj banci za izdavanje novog duga. Banke su, dakle, kupovale grčke obveznice jer su znale da će Evropska centralna banka prihvatiti te obveznice kao kolateral za izdavanje novog duga. Potražnja za grčkim obveznicama bila je pojačana tim prije što su banke Evropskoj centralnoj banci plaćale manju kamatu od one koju su im obećavale grčke obveznice. Ovom samouništavajućom mogućnošću skoro beskrajnog iskupljivanja tuđeg



duga, Grčka se vrlo lahko mogla sve više zaduživati. Sva grčka fiskalna neozbiljnost zbog toga je eksternalizirana u eurosistem, u kojem su grčke obveznice monetizirane, jer je kao njihov krajnji kupac, Evropska centralna banka, na osnovu grčkih obveznica, izdavala nove eure.

Konačan šok u svom ovom grčkom problemu bila je i revizija grčkih pristupnih podataka s kraja 2009. godine, koja je pokazala da čak ionako jedva prihvaćena pristupna statistika Grčke nije bila istinita, već da je pri ulasku u eurosistem Grčka bila u dvostruko većim dugovima i deficitima.

Način na koji se razotkrio grčki problem u potpunosti je oponašanje pucanja finansijskog balona iz 2007. godine, koji je pokrenuo globalnu finansijsku krizu, očitovanu najprije u nemogućnosti velikih dužnika da servisiraju svoj dug.

### **Kriza eura – kriza sa više lica**

Način na koji se finansijska kriza odrazila unutar eurozone bio je višestruk. Euro kriza jeste kriza bez presedana, manifestirana na ekonomskom polju, ali i na političkom polju, što je daleko ozbiljnije u slučaju tehnokratije kakva je Evropska unija.

Prva direktna komplikacija koja se desila pri udaru finansijske krize bila je problem servisiranja postojećeg javnog duga. Kad-tad države su morale početi vraćati dugove koje su imale, no kako je mehanizmom sekuritizacije i iskupljivanja kod Evropske centralne banke kreiran jedan isuviše apstraktan i napuhan dužnički balon, to je vraćanje tih dugova bio preveliki problem. Nemogućnost vraćanja kredita, prostije rečeno, predstavlja smanjenu likvidnost, odnosno nedostatak novca za servisiranje duga. Mehanizmom repo-kamata pri Evropskoj centralnoj banci, omogućeno je mnogim zemljama, na početku finansijske krize, pojačano korištenje ovog mehanizma dodatno se zadužujući, kako bi likvidnošću iz novih dugova servisirale prethodne. Pri tome se slijedila kejnezijanska filozofija velikih fiskalnih investiranja, ali nipošto ne treba zaboraviti da je ta plemenita namjera samo značila novi dug. Ukoliko se na trenutak vratimo slici 2, vidjet ćemo da je u godinama globalne finansijske krize krivulja javnog duga eurozone dobila skoro eksponencijalni rast. S nemogućnošću vraćanja kredita, države su počele gubiti svoj kreditni rejting, a zbog ozbiljnosti gubitka kreditnog rejtinga unutar eurozone, Evropska centralna banka odnedavno je počela odabirati samo obveznice sa visokim kreditnim rejtingom koje

je prihvatila za otkup. Zemljama sa smanjenim kreditnim rizikom “presušila” je ta jedina mogućnost eksternalizacije fiskalnih problema. S ovakvim problemima ne mogu se ostvarivati ni oni postojeći ekonomski benefiti u eurozoni u njihovu punom kapacitetu.

Spomenuta eksternalizacija, u vremenu finansijske krize, kada je kriza eura i započela, postala je pojačano sredstvo spašavanja iz krize. Ali, iz prethodnog izlaganja vidjeli smo da je taj proces neravnopravan prema članicama koje doprinose sistemu eura, jer se sav novac preusmjeravao zemljama koje su bile veliki dužnici, a uskraćivao zemljama koje su doprinosile stvarnim ekonomskim razvojem. Ovaj nesrazmjer aktivirao je jake tenzije među zemljama članicama eurozone, što je i veći problem od ekonomske krize.

Zemlje kao što su Njemačka i Francuska u jednom periodu našle su se u ulozi održavanja sistema koji je uništavao neko drugi koji nije doprinosa kao te zemlje, te su tako nesvjesno opraštale i prelazile preko krupnih fiskalnih pogrešaka drugih zemalja članica eurozone. Iznimna potreba za jačom fiskalnom kontrolom koja se u toku krize neosporno javila značila je pokretanje novih političkih pregovora, donekle i prisiljavanja na ukrućivanje sistema protiv kojeg su jednoglasno stajale većina zemalja članica pod izgovorom gubitka državnog suvereniteta. No, mukotrpn pregovori ipak su rezultirali reformom fiskalnog sistema Unije krunisanom Lisabonskim sporazumom, koji je ispravio propuste fiskalne kontrole koji su se otkrili u toku krize.

PIGS zemlje etiketirane su kao veliki problem u Uniji i prisiljene su drastičnim fiskalnim “potkraćivanjima” troškova da se konačno uozbilje u članstvu i preuzmu odgovornost za propuste iz prošlosti. Sva ova krizna previranja rezultirala su na kraju udarom na kredibilitet Evropske unije. Dakle, rezultirajuća politička kriza narušavala je ono osnovno što euro predstavlja – povjerenje da će članice Evropske unije blisko saradivati, te bez velikih mimoilaženja i nesuglasica održavati političku i ekonomsku sliku Unije naprednom i stabilnom.

Euro kriza olabavila je spone koje vežu zemlje članice međusobno, pa je zbog toga kriza izraženija u svojoj političkoj prirodi. Iz istog razloga ne treba biti pesimističan u pogledu opstanka eura. Naime, zemlje koje su mnogo uložile u sami sistem, s neoborivim preživljenim dokazima iz krize, imat će dovoljno alata u novim političkim pregovorima, koji neće imati ništa drugo za cilj do očuvanje postojećeg evropskog integriteta.

## Zaključak

Euro je valuta koja je nastala potrebom za zaokruživanjem političke moći nove državne zajednice u svijetu – Evropske unije. Sistem zajednice na kojem počiva Evropska unija znači prihvatanje izazova da se svaki projekt unutar Unije može postići isključivo teškim političkim pregovorima i kompromisima, te kvalitetnim uvjerenjima. Da će implementacija ideje eura kao zajedničke valute biti dugotrajna i teška, pokazuje i razvoj eura, koji se odvijao desetljećima prije nego što je euro zvanično prometovan. Jaka želja da se što prije uvede euro, s presporim procesom njegova uspostavljanja, rezultirala je mnogim propustima u definiranju sistema, počevši od nedostatka jasne i čvrste fiskalne politike na nivou sistema, te postojanje mehanizma iskupljivanja javnih dugova koji je dozvolio nesrazmjerno prenošenje fiskalne neodgovornosti na zemlje sudružnice u Uniji. Sistem je s takvim propustima postao ranjiv na šokove, koji je nesretnim slučajem ubrzo i došao u globalnoj finansijskoj i dužničkoj krizi. S tom krizom zategnuli su se i odnosi između zemalja članica eurozone s kojom je kriza eura dobila i političku dimenziju. To će narušiti ono osnovno što euro predstavlja – integritet Evropske unije. No, slobodno možemo zaključiti da je kriza koju euro preživljava samo jaka “dječija bolest” za koju vjerujemo da će je euro preživjeti, tim prije što zemlje koje su ga formirale neće tek tako odustati od svog projekta. Nedavne aktivnosti, kao što je Lisabonski dogovor, dokazuju da Evropa snažno ide u pravcu očuvanja svoje valute ♦

### *Bilješka*

*Autor se zahvaljuje prof. dr. Fikretu Hadžiću na strpljenju i vrlo korisnim savjetima u poboljšanju ovog rada.*

Jasmin Jusufović

## *Crisis of the Euro or A Crisis of the European Union*

### Summary

Crisis of the Euro is debated not only among the scientific and professional community, but also by the general public. Frequently asked questions often mention the “telling the fortune” of the common European currency. Will it survive or will it collapse? What will happen to our Euro savings? Should we sell the Euro and buy other currencies? Etc. This paper does not purport to offer predictions or advice, but rather tries to indicate several important aspects of the current Euro crisis. It starts from the context and the different stages of establishment of the Euro as the common European currency, indicating that the intention to develop the European Union in this aspect was mainly politically motivated, and all other important issues including the control of fulfilment of the monetary conditions was left for better times in the future. With no solid fiscal policy, Europe remained unprotected from the blows of the global fiscal crisis. The Eurozone crisis manifested itself through the symptoms of a debt crisis, caused by irresponsible fiscal policies of Eurozone member-states, with no substantive influence of the Central European Bank over them. Greece is just one part of a larger debt problem currently shaking the Euro, created by countries referred to by economists as “PIGS” (from PIIGS – Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain). When an attempt was made to implement the radical measures provided for in the original plans for the Euro, those measures challenged the system that the Union is based on, i.e. the system of mutual assistance, linkage, loyalty... This is, in fact, a political crisis, whose seriousness goes beyond a mere economic side to the current Eurozone crisis. At the end, a conclusion is drawn that the countries that established the Euro and invested considerably in its development will not just give up on their intentions. The crisis they are facing is a warning for all the oversights that were not supposed to happen, and also an argument in favour of establishing the policies and systems that were previously impossible to establish. Lacking other arguments against the European Union, opponents of the entire project and other Eurosceptics will certainly continue to use the crisis to negate everything that the EU has achieved thus far. The author believes that the current crisis should be seen as, first and foremost, a natural and transient economic cycle.

## Literatura

- Alesina, A., & Giavazzi, F. (2010). *Europe and the Euro*. University of Chicago Press
- Apel, E. (2003). *Central Banking System Compared*. Routledge
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2001). *Will the Euro Bring Economic Crisis to Europe?*
- Bagus, P. (2010). *The Tragedy of the Euro*. Ludwig von Mises Institute
- Belke, A. (2010). "The Euro Area Crisis Management Framework: Consequences and Institutional Followups". *DIW Berlin Discussion papers*
- Belke, A., & Dreger, C. (2011). "Ramifications of Debt Restructuring on the Euro Area: Example of Large European Economies' Exposure to Greece". *DIW Berlin Discussion papers*
- Bordo, M. D., Markiewicz, A., & Jonung, L. (2011). A FISCAL UNION FOR THE EURO: Some lessons from history. *NBER WORKING PAPER SERIES*
- Brown, B. (2004). *Euro on Trial; To Reform or to Split Up*. Palgrave
- Bruti, F., & Saure, P. (2011). "Transmission of Sovereign Risk in the Euro Crisis". *Gerzensee Discussion papers*
- C. Palm, F., & Candelon, B. (2010). "Banking and Debt Crises in Europe: The Dangerous Liaisons". *CESIFO WORKING PAPERS*
- Cohen, B. J. (2010). *The Future of Global Currency; The Euro versus the Dollar*. Routledge
- Commission, E. (1992). *Maastricht Treaty*; preuzeto: februar 2012; iz *Treaties on European Union*: <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>
- Daianu, D. (2012). "Eurozone Crisis and EU Governance: Tackling a Flawed Design and Inadequate Policy Arrangements". *CASE Network Studies & Analyses*
- Darvas, Z., Pisani-Ferry, J., & Sapir, A. (2011). "A Comprehensive Approach to the Euro Area Debt Crisis". *Bruegel Policy Brief*.
- Drege, C., & Wolters, J. (2011). *Money and inflation in the euro area during the financial crisis*. European University Viadrina Frankfurt
- Ferry, J. P. (2012). "The Euro Crisis and the New Impossible Trinity". *Bruegel Policy Contribution*.
- Fontana, G. (2009). *Money, Uncertainty and Time*. Routledge
- Grammatiko, T., & Vermeulen, R. (2010). "Transmission of the Financial and Sovereign Debt Crises to the EMU": Stock Prices, CDS Spreads and Exchange Rates. *LSF Research Working Papers*
- Hein, E. (2012). "Finance-dominated capitalism, re-distribution and the economic crises - a European perspective". *Munich Personal RePEc Archive*
- Hodson, D. (2011). *Governing the Euro Area in Good Times and Bad*. Oxford University Press
- Ljungberg, e. J. (2004). *The Price of Euro*. Palgrave
- Manolopoulos, J. (2011). *Greece's Odious Debt*. Anthem Press
- Mulhearn, C., & Vane, H. R. (2008). *The Euro: Its Origins, Development and Prospects*. Edward Elgar
- OECD. (2010). *OECD Economic Surveys: Euro Area 2010*. OECD Publishing
- Pop, N. (2010). "Post Crisis European Agenda". *Financial Studies*
- Pop, N. (2011). "The Euro Crisis or the Crisis of the Eurozone". *Financial Studies*

- Rosa, J. J. (1999). *The Euro Error*. Algora Publishing
- Smithin, e. J. (2000). *What is Money*. Routledge
- Susino, M. L. (2010). *The Euro in 21<sup>st</sup> the Century, Economic Crisis and Financial Uproar*. Ashgate