

## Kriza eura 2010.

Mate Babić\*

### Sažetak

*Europska ekonomska integracija započela je ranih pedesetih godina dvadesetog stoljeća i prošla je kroz nekoliko faza dok nije dosegla najviši stupanj integracije, a to je Europska ekonomska i monetarna unija. Nova valuta, euro, uvedena je 1. siječnja 1999, i time je proces integracije ostvaren. Uvođenje nove valute ostvarenje je teorije optimalnoga valutnog područja. Očekivanja su bila velika. Nažalost, divergencije u fiskalnoj politici među državama bile su veće od očekivanih. Divergencije u fiskalnoj politici s ograničenom slobodom kretanja radne snage dovele su do deficita platne bilance nekih zemalja i konačno krize eura, koja je počela u Grčkoj 2010. i proširila se na Irsku, a postoji opasnost da će se širiti i dalje. Ključne riječi: optimalno valutno područje, fiskalna konsolidacija, financijska kriza, deflacija, devaluacija*

### Uvod

Ekonomska integracija skupine zemalja može poprimiti različite oblike: zona slobodne trgovine, carinska unija, ekonomska zajednica i ekonomska unija.

Formiranjem *zone slobodne trgovine*, kao što je EFTA, zemlje sudionice ukidaju sve carine u međusobnoj trgovini, ali svaka zadržava svoju vlastitu carinsku strukturu u razmjeni sa zemljama izvan zone. Ako su carine različite, postoji opasnost da se roba, koja potječe iz zemlje izvan unije, uveze u zemlju s visokom carinom indirektno kroz zemlju članicu s niskom carinom.<sup>1</sup> Osim toga to može biti motiv članicama s niskom carinom za izgradnju tvornica koje se temelje na uvozu sirovina i poluproizvoda, koje one montiraju.

Zemlje koje formiraju *carinsku uniju* također ukidaju sve carine u međusobnoj razmjeni, ali idu još jedan korak dalje primjenom zajedničke carinske tarife u razmjeni sa zemljama izvan unije.

Sljedeći je korak u razvoju ekonomske integracije stvaranje *zajedničkog tržišta* koje ima sve karakteristike carinske unije, ali omogućuje i slobodno cirkuliranje rada i kapitala među zemljama članicama.

\* Prof. dr. sc. Mate Babić, Zagreb, Hrvatska. E-pošta: mbabic@efzg.hr

1 Taj se problem može riješiti uvođenjem certifikata o podrijetlu robe.

Najviši stupanj ekonomske integracije je stvaranje *ekonomske zajednice* u kojoj zemlje članice osim ukidanja carina na međusobnu razmjenu, zajedničkih carina u razmjeni s nečlanicama i slobodnog kretanja proizvodnih čimbenika među zemljama, idu i korak dalje usklađivanjem svih mjera ekonomske politike, prije svega monetarne i fiskalne.

Potpuna ekonomska integracija, *ekonomska i monetarna unija*, postiže se potpunim ujedinjavanjem zemalja tako da se brišu međusobne granice (Šengenski sporazum) i uvodi zajednička valuta, kako bi se i monetarni suverenitet prenio na zajedničku nadnacionalnu instituciju.

### 1. Uvođenje eura

Teoretsku podlogu za uvođenje eura dao je Robert Mundell<sup>2</sup> svojim radovima o optimalnoj valutnoj zoni.<sup>3</sup> Za te je radove dobio Nobelovu nagradu za ekonomiju 1999. Optimalno valutno područje R. Mundell definira kao geografsko područje koje ima slične proizvodne strukture i u kojemu postoji potpuna sloboda kretanja robe, usluga i proizvodnih faktora te rada i kapitala. Kada se to ostvari, optimalno valutno područje maksimizira koristi koje za takvo područje uvođenje zajedničke valute može imati.

Uvođenje zajedničke valute u optimalnoj valutnoj zoni ima više prednosti. Najvažnija je smanjenje transakcijskih troškova u razmjeni, jer nema razmjene valuta. Druga velika korist je eliminiranje valutnog rizika. Osim toga, zajedničko valutno područje omogućuje veće, likvidnije i dublje financijsko tržište, pa financijske institucije mogu ostvarivati ekonomije razmjera, a i bolje diverzificirati svoj portfelj i tako bolje upravljati rizikom. Vezivanje za zajedničku valutu posebno je važno za male zemlje i zemlje nestabilne valute jer tako dobivaju veću stabilnost, ali i veće i likvidnije tržište za svoje vrjednosnice, posebno državne obveznice. Budući da optimalno valutno područje karakteriziraju niska inflacija i niske kamatne stope, posebno male i inflacijski nestabilnije zemlje mogu od ulaska u to područje imati veće koristi. Razlike cijena istih proizvoda u različitim zemljama se smanjuju jer ne postoje nikakve prepreke slobodnoj trgovini. Zbog jedinstvenog tržišta i jedinstvene valute svaka razlika u cijenama istih proizvoda na tržištima različitih zemalja potiče arbitražere na kupnju na jeftinijim tržištima i prodaju na skupljima. Tako cijene proizvoda u različitim zemljama konvergiraju k jedinstvenoj cijeni na zajedničkom tržištu.

2 Vidi: Mundell, R. The optimum Currency Area, *American Economic Review*, No. 51, rujan 1961, str. 717–725, te drugi njegovi radovi.

3 Prigodom stote obljetnice najboljega svjetskoga znanstvenog časopisa iz područja ekonomije, *American Economic Review*, u veljači 2011. objavljen je popis 20 najboljih radova toga časopisa, među kojima je i Mundellov »Optimum Currency Area«.

Da bi sudjelovale u zajedničkoj valutnoj zoni<sup>4</sup>, zemlje sudionice moraju poštivati određena pravila, kao što su relativno niski budžetni deficit, niska stopa inflacije, niske kamatne stope i sl.

Najpoznatiji primjer optimalnoga valutnog područja danas je Europska ekonomska i monetarna unija — European Economic and Monetary Union — EMU. Ona je nastavak europskih integracijskih procesa od Zajednice za ugljen i čelik, preko Zajedničkog tržišta do Europske unije. EMU je ostvarena u razdoblju 1990–2000, i to u tri faze.

Prva faza (1990–1994) sastojala se od potpune liberalizacije kretanja kapitala i povećanja suradnje nacionalnih centralnih banaka. Njome se željelo postići početno približavanje monetarnih politika i početna koordinacija monetarnih politika nacionalnih centralnih banaka.

Druga faza (1994–1998) sastojala se u daljnjem približavanju monetarnih politika pojedinih država, a to se nastojalo postići ustanovljavanjem Europskoga monetarnog instituta (EMI), koji je kasnije, u trećoj fazi EMU–a, postao Europska centralna banka, koordiniranjem monetarnih politika još uvijek neovisnih centralnih banaka zemalja članica.

Treća faza, koja je počela 1. siječnja 1999. godine, imala je za cilj završiti prijelaz u monetarnu uniju uvođenjem zajedničke valute — eura i zajedničke, nadnacionalne centralne banke, tzv. Europskog sustava centralnih banaka (ESCB) na čelu s Europskom centralnom bankom (ECB), nastaloj iz EMI–a. U trećoj fazi su valute zemalja članica neopozivo fiksirane na novu jedinstvenu valutu, euro, na temelju intervalutarnih odnosa u europskom tečajnom mehanizmu (ERM–u) na dan 31. prosinca 1998.<sup>5</sup> Centralne banke zemalja članica odriču se mogućnosti kreiranja dodatne količine rezervnog novca, osim na temelju stvorene količine eura (aranžman poput *currency boarda* prema ECB–u) i odobravaju depozitni novac u eurima na temelju privole, ali ne i prisile komitenata. Od petnaest zemalja Europske unije, četiri zemlje se nisu priključile Europskoj monetarnoj uniji (EMU), tri zbog političkih razloga (Velika Britanija, Švedska i Danska), dok jedna nije zadovoljila nijedan od zadanih mastrihtskih kriterija, koji su preduvjet za pristupanje EMU–u (Grčka).<sup>6</sup> Tako je Europsku monetarnu uniju (EMU) činilo jedanaest zemalja, koje se često u literaturi nazivaju i »Eurolandom«. Euro je službena valuta jedanaest zemalja EMU–a, i služio je za obračun i plaćanja, dok je gotov novac uveden do 2002, kada je bio krajnji rok za zamjenu valuta. Uvođenjem gotovog novca u denominaciji eura sredinom 2002. godine, nacionalne valute jedanaestorice prestaju biti zakonsko sredstvo plaćanja.

4 Monetary Policy of ECB, ECB 2001.

5 Intervalutarni odnosi među valutama određivali su vrijednost ECU–a, obračunske jedinice prije eura, a udijeli svake valute u ECU–u su se računali prema udjelima svake zemlje u ukupnoj privrednoj aktivnosti Europe.

6 Grčka je nakon ispunjavanja nekih od mastrihtskih kriterija postala »dvanaesta« zemlja članica EMU–a, od 1. siječnja 2001.

Ime *euro* izmislio je u kolovozu 1995. belgijski esperantist Germain Pirlot, a prihvatilo ga je Europsko vijeće u Madridu 16. prosinca 1995.<sup>7</sup> Njegov simbol, grčko slovo epsilon, treba podsjetiti na Grčku kao kolijevku europske civilizacije, a dvije paralelne crte koje ga prekrizuju trebale su označavati njegovu stabilnost.

Euro je uveden najprije kao obračunski novac u dvanaest zemalja članica koje su ispunjavale mastrihtske kriterije, 1. siječnja 1999. godine. Kasnije su mu pristupile još četiri članice, a od 1. siječnja 2011. i Estonija. Time je stvorena zajednička valuta eurozone, a članice su svoj monetarni suverenitet prenijele na Europsku centralnu banku (ECB). Na taj način euro je postao valuta kojom se služi oko 327 milijuna stanovnika. Početkom 2011. on je kao valuta služio ne samo u 17 zemalja eurozone (Austrija, Belgija, Cipar, Estonija, Finska, Francuska, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Njemačka, Portugal, Slovačka, Slovenija i Španjolska) nego i u Andori, Crnoj Gori, Kosovu, Monaku, San Marinu i Vatikanu. Švedska ga je na referendumu 2003. odbila uvesti, dok su Danska i Velika Britanija dobile *opting-out* klauzulu.

Euro je kao obračunski novac 1. siječnja 1999. zamijenio European Currency Unit (ECU), u omjeru 1:1. Novčanice i kovanice puštene su u promet 1. siječnja 2002. Tako su zemlje članice eurozone na Europsku centralnu banku potpuno prenijele ovlasti postavljanja ciljeva i izbora instrumenata monetarne politike. Svaka se zemlja članica odrekla svoga monetarnog suvereniteta i prenijela ga na nezavisnu ECB. Centralne banke zemalja članica eurozone sudjeluju samo u tiskanju, kovanju i distribuciji eura, ali nemaju utjecaj na njihovu količinu. Iako su dotadašnje valute (DM, FFR i druge) prestale biti zakonsko sredstvo plaćanja, centralne banke nekih zemalja (Njemačke, Austrije) još uvijek ih primaju. Platni promet između centralnih banaka pojedinih zemalja vrši također ECB svojim klirinškim sustavom TARGET. Kapital iz jedne zemlje EU-a u drugu može se transferirati u neograničenim iznosima, jer se sva plaćanja između zemalja članica smatraju unutarnjim plaćanjima.

U lipnju 2010. u optjecaju je bilo više od 800 milijarda eura.<sup>8</sup>

Uvođenjem eura referentna obračunska jedinica ECU-a postala je novac (dakle dobila je funkciju mjerila vrijednosti, sredstva plaćanja i funkciju pričuve vrijednosti). Mehanizam prilagodbe ERM-a zamijenila je zajednička monetarna politika. Zemlje članice su pretvorile svoju novčanu ponudu u euro prema neopozivim fiksnim jednakostima utvrđenima 31. prosinca 1998. i sporazumjele se da će vlastite novčane baze mijenjati samo ako na temelju izvoza i uvoza, odnosno drugih načina (transfera ili dohodaka) ostvare dodatne eure.

Stvaranje tako velikog bloka europskih valuta, objedinjenih u novoj valuti — euru, parira američkom dolaru kao svjetskoj rezervnoj valuti i njegovoj ulozi u svjetskoj razmjeni i plaćanjima. Prvi put je jedna valuta postala dovoljno jaka da preuzme dio uloge svjetske rezervne valute uz američki dolar. Euro je trebao slu-

7 Madrid European Council 12/99.

8 ECB, Godišnji izvještaj 2010.

žiti i kao rezervna svjetska valuta, i tako ukloniti monopolni položaja američkog dolara kao rezervne svjetske valute. Udio eura u svjetskim rezervama rastao je nakon njegova uvođenja, pa je godine 2008. iznosio 26, 5%. Nakon toga je taj udio prestao rasti.

## 2. Koordinacija fiskalnih politika

Europski sustav centralnih banaka na čelu s Europskom centralnom bankom zadužen je za provođenje jedinstvene monetarne politike i monetarnu stabilnost. No uz monetarnu politiku nužno je bilo održavanje stabilnog rasta i fiskalne discipline svih zemalja članica. To je predviđeno Paktom o stabilnosti i rastu (*Stability and Growth Pact*, iz 1997). Naime jedinstvena monetarna i tečajna politika nije moguća bez smanjivanja velikih razlika u nacionalnim fiskalnim politikama. Nesrazmjer u pojedinačnim fiskalnim politikama mogao bi dovesti do pretjeranih pritisaka na restriktivnost monetarne politike, poremećaja na jedinstvenom europskom tržištu novca i kapitala, poremećaja vanjske vrijednosti eura i drugih visokih troškova koje bi trebale sanirati druge zemlje članice EMU–a i EU–a. To je pokazala Grčka 2010.

Mjere za koordinaciju fiskalne politike koje su uvedene Paktom o stabilnosti i rastu sastoje se od pravila da budžetski deficiti zemalja članica ne smiju prelaziti 3% BDP–a tijekom poslovnog ciklusa i u srednjem roku se moraju dovesti u ravnotežu te automatskih prijetnji sankcijama zemljama koje prekrše pravilo od 3% i u roku od 10 mjeseci ne vrate deficit unutar granica. Time se pokušalo osigurati da se fiskalne politike zemalja članica vode prema ekonomskoj stabilnosti čitave Europske unije, smanjujući mogućnost konflikta s jedinstvenom monetarnom i tečajnom politikom, uz istovremeno ostavljanje fiskalnih politika u rukama nacionalnih vlada.

Zašto je određena gornja granica tekućega budžetskog deficita od 3%? Ona je izvedena iz gornje granice udjela javnog duga u BDP–u od 60% (a to je opet određeno kao prosjek udjela duga u BDP–u zemalja članica u 1990) i pretpostavke o nominalnoj prosječnoj stopi rasta BDP–a od 5% (realna stopa rasta 3% plus stopa inflacije 2%). Tako je množenjem 60% i 5% dobiveno tih 3%. Smanjivanje stopa rasta u vrijeme recesije početkom 2000. godine, a naročito nakon izbijanja krize 2008. ugrozilo je to pravilo, pa su neke zemlje (Grčka, Irska) imale veće deficite od dopuštenih 3%. Međutim, u vrijeme konjunktura, kad stope rasta BDP–a budu veće od 5%, može se očekivati da će tekući deficit biti manji od dopuštenog.

ECB ima kao posredni cilj monetarne politike kamatnjak, koji se određuje na temelju Taylorova pravila, a ne tečaj. Ona naime, u skladu s Mundell–Flemingovim modelom, ne može istodobno ostvariti dva cilja jednim instrumentom monetarne politike.<sup>9</sup>

9 Vidi: Babić, M. Makroekonomija, 15. izdanje, MATE 2007, str. 484–495.

Zemlje eurozone imale su zajedničku monetarnu politiku, ali su zadržale fiskalnu suverenost, pa su fiskalne politike bile različite. Da se fiskalne politike pojedinih zemalja ne bi previše razlikovale i da bi ih se nekako koordiniralo, definirani su zajednički kriteriji, od kojih je za usklađivanje ekonomskih politika najvažnije da tekući budžetski deficit nijedne članice ne bude veći od 3% BDP-a i da ukupni javni dug ne bude veći od 60% BDP-a pojedine članice. Tako se *Stability nad Growth Pactom* htjela postići konvergencija fiskalnih politika zemalja članica eurozone.

Međutim, različite privredne strukture zemalja članica iziskivale su i različite fiskalne i industrijske politike. Različita konkurentnost pojedinih zemalja uvjetovala je različita stanja i njihovim tekućim bilancama plaćanja. To je pak uvjetovalo i kretanje kapitala iz suficitarnih zemalja u deficitarne. Tako su deficitarne zemlje svoje deficite pokrivale zaduživanjem. Na taj su način povećavale svoju zaduženost. Zaduhivanjem na eurotržištu emisijom svojih obveznica te su zemlje povećavale njihovu ponudu. Porast ponude obveznica utječe na smanjivanje njihove cijene i na povećanje prinosa (kamatnjaka) na te obveznice. Uz pad svoga kreditnog *rejtinga*, te su se zemlje zaduživale pod sve težim uvjetima da bi otplatile dospjele dugove. Teškoće u otplati dospjelih dugova nekih zemalja, prije svega Grčke i Irske, dovele su ih u probleme nelikvidnosti i prisilile da zatraže pomoć šire zajednice EMU-a. To je dovelo do krize povjerenja u euro 2010.

Stoga ćemo malo detaljnije analizirati probleme s kojima su se suočile Grčka i Irska i koji su doveli do krize eura.

### 3. Grčka kriza

Povjerenje u euro prvo je narušeno pojavom grčke nesolventnosti. Naime Grčka je trebala otplatiti dospjele rate svoga duga, ali nije imala dovoljno sredstava, a refinanciranje dospjelog duga bilo je vrlo teško jer je tržište ocijenilo da je ulaganje u grčke obveznice postalo previše rizično. Zato se Grčka obratila za pomoć ostalim članicama eurozone.

#### 3.1. Nastanak krize

Kriza eura počela je u Grčkoj u svibnju 2010. Vlade eurozone brzo su reagirale osnivanjem Fonda za intervencije (European Stability Mechanism — ESM) radi spašavanja eura, u visini od 750 milijardi eura. Taj fond omogućuje zemljama članicama zajmove za servisiranje njihova javnog duga. Na taj način ECB neizravno daje garancije europskim bankama koje su investirale u državne obveznice zaduženih zemalja (Grčke, Irske i drugih).

Čelnici eurozone time su pokazali dosad neviđenu djelotvornost u brzini donošenja odluka. Što je uzrok takvoj žurbi?

U tjednu koji je završio hitnim sastankom čelnika eurozone došlo je do pojave velikih nestabilnosti na svjetskim financijskim tržištima. Dow Jones indeks na burzi u New Yorku pao je u jednom danu za skoro 1000 bodova, što je po broju bo-

dova, ali i po gubitku tržišne vrijednosti od 1000 milijardi dolara, njegov najveći pad u povijesti. I druge su svjetske burze slično reagirale. Pojavila se realna opasnost da se ugrozi još uvijek krhki opravak svjetske privrede. Povod je bilo smanjivanje kreditnog rejtinga grčkih obveznica od kuće *Standar & Poor* na stupanj BB+, dakle rizičnih obveznica. Neki su investitori grčke obveznice odmah svrstali u grupu »junk« (vrlo rizičnih) obveznica. To je bitno smanjilo povjerenje u te obveznice i povećalo rizik nastupanja ogluhe (default), što vodi u »restrukturiranje« zajmova. Restrukturiranje zajmova znači da će vjerovnici morati pristati na smanjivanje nominalnog iznosa svojih potraživanja, ili na produživanje roka otplate, ili oboje. Procjena S&P-a bila je da bi vjerovnici u slučaju restrukturiranja grčkog duga mogli dobiti samo 30–50% od nominalne vrijednosti obveznica. Kako se to u stručnom žargonu kaže, posjedovatelj obveznica bili bi »ošišani« (hair cut) za 50–70% njihove nominalne vrijednosti. Najveći dio grčkih obveznica drže u svojim portfeljima europske banke, i to francuske 32%, a njemačke 19%.

To je odmah potaknulo vlasnike tih obveznica da ih se čim prije riješe, da ih prodaju. Porast ponude obveznica na financijskim tržištima smanjio je njihovu cijenu, pa je prinos (yield = tržišna cijena/nominalni kamatnjak) porastao. Tako je prinos na desetogodišnje grčke obveznice porastao na skoro 10%, što je trostruko više od prinosa njemačkih obveznica istog roka dospijeca. U igru su se odmah uključili i spekulanti, koji su »kratkom« prodajom na terminskom tržištu samo dolijevali ulje na vatru nestabilnosti na financijskim tržištima.

Budući da je većina (72%) svih grčkih obveznica denominirana u eurima, pad njihove vrijednosti utjecao je i na bijeg iz eura, a time i na pad tečaja eura prema američkom dolaru, koji je u jednom trenutku iznosio 1, 2529 dolara za euro, što je najniži tečaj eura od 5. ožujka 2009. godine. Počeo je bijeg iz eura u dolare, švicarske franke i japanske yene. On je bio znak za uzbunu čelnicima eurozne da spase euro. Zato su oni tako brzo i tako djelotvorno donijeli odluku o pomoći Grčkoj.

### 3.2. *Uzroci krize*

Grčka je trošila iznad svojih mogućnosti, pa je njezina potrošnja bila veća od njezine proizvodnje. Sklonost potrošnji u Grčkoj bila je velika, a sukladno tome sklonost štednji gotovo jednaka nuli. Institucionalni sektori tekuće agregatne potrošnje, stanovništvo i država, trošili su više od svojih prihoda. Tekući deficit budžeta u Grčkoj bio je iznad gornje granice od 3%, određene sporazumom iz Maastrichta. U 2009. godini on je iznosio čak 13, 6%. Ti su se sektori zato zaduživali. Svakogodišnje zaduživanje povećavalo je gomilu duga. Udio ukupnog duga u bruto domaćem proizvodu (BDP) dosegao je 115%. Otplata dospjelog duga vršila se uglavnom refinanciranjem. To je išlo lako sve dok su vjerovnici vjerovali da će Grčka biti u stanju vratiti dug.

Zbog relativno visokoga jediničnog troška rada, grčki je izvoz postajao sve manje konkurentan, jer je jedinični trošak rada (odnos nominalne plaće i produktivnosti rada) rastao. Nominalne plaće u Grčkoj rasle su posebno u javnom sektoru, gdje su zaposlenici uza sve ostale povlastice primali još i 13. i 14. plaću (božićnicu

i uskršnicu), a prosječna produktivnost rada sporije je rasla od produktivnosti rada u Europskoj uniji. Iz tog je razloga relativna cijena grčkih proizvoda rasla, a njihova konkurentnost opadala. Uvjeti razmjene su se pogoršavali. Deficit vanjskotrgovinske bilance iznosio je ponekad i više od 15% BDP-a. Budući da nisu imali svoju monetarnu politiku, jer su ušli u eurozonu, Grci nisu devalvacijom svoje valute mogli povećati konkurentnost svojih proizvoda i tako stimulirati izvoz, a destimulirati uvoz. Zato je rastao deficit vanjskotrgovinske bilance, ali i tekuće bilance plaćanja (TBP). Tako se povećavala vanjska zaduženost sve do razmjera koji su doveli do krize.

Daljnji problem Grčke je i velika porezna evazija. Naime oko jedne trećine radne snage su samouposlenici, obrtnici, slobodna zanimanja (liječnici, odvjetnici i sl.), a oni često u svojim poreznim prijavama iskazuju manju zaradu od stvarne, i tako smanjuju poreznu osnovicu i porezne prihode države.

### 3.3. *Moguće širenje krize*

Iako je Grčka relativno mala zemlja, s udjelom od oko 1% u eurozonskom BDP-u, njezina dužnička kriza prijeto širenjem i na ostale zemlje eurozone. Kandidati su i Portugal, Španjolska, Italija i Irska. Kad bi se to dogodilo, dovelo bi u pitanje opstanak eura, ali i možda mnogo više. Grčka, kao što smo vidjeli, ima kreditni rejting BB+, dok Portugal ima A-, a Španjolska AA. Udio duga u BDP-u u Grčkoj je 117%, u Portugalu 77%, a u Španjolskoj 53%. Udio deficita u BDP-u u Portugalu je 9,3%, dok je u Grčkoj 13,6%. Naravno, obje su zemlje premašile granicu od 3% koju im postavljaju maastrichtski kriteriji.

Da bi se sačuvala stabilnost eura, ali i njegova opstojnost, ministri financija eurozone dogovorili su osnivanje Stabilizacijskog fonda — *European Financial Stability Facility* (EFSF) u iznosu od 720 milijardi eura. Od toga dvije trećine sredstava osigurala bi članice eurozone, a jednu trećinu bi osigurao MMF.

Naravno da nije bilo jednostavno podijeliti teret među zemljama članicama, pa je rasprava ministara financija o raspodjeli tereta pomoći trajala dugo. No završena je i sporazum je postignut.

## 4. *Program pomoći Grčkoj*

Da bi se pomoglo Grčkoj, dogovoren je program pomoći kroz zajmove od 110 milijardi eura uz kamatnjak od oko 5%, daleko povoljniji nego bi Grčka mogla postići na financijskom tržištu. Tako se Grčkoj nastojao smanjiti teret kamata.

Međutim, da bi se osigurao povrat tih sredstava, bilo je potrebno Grčkoj nametnuti određene uvjete. Nastao je problem: kako jednoj jednakopravnoj članici druge članice mogu diktirati mjere fiskalne politike i politike dohodaka? Izlaz je bio pozvati u pomoć MMF (Međunarodni monetarni fond), koji za svoje sudjelovanje uvijek postavlja određene uvjete. Ti su uvjeti dobro definirani i već standardizirani. Ali to je odmah otvorilo pitanje: znači li pozivanje MMF-a u pomoć nesposobnost eurozone da sama rješava svoje probleme? Zar to ne bi bila pljuska

ugledu najelitnijeg kluba zemalja EU–a? Između dva zla izabrano je manje. Pozvan je MMF da u zajmu od 110 milijardi eura sudjeluje s 30 milijardi eura svojih sredstava.

MMF je ponudu prihvatio i odmah postavio svoje standardne uvjete koje je Grčka morala prihvatiti, što je i učinila. Koji su to uvjeti?

Prvi je uvjet uravnoteživanje domaće proizvodnje i potrošnje. To se može postići ili povećanjem proizvodnje ili smanjivanjem domaće potrošnje. Uvijek je bolje povećavati proizvodnju nego smanjivati potrošnju, jer smanjivanje potrošnje uvjetuje smanjivanje nečijih stečenih prava, što može uzrokovati političke i socijalne probleme. Međutim, povećavanje proizvodnje dugoročni je proces. Zato se kratkoročno uravnoteženje proizvodnje i potrošnje vrši smanjivanjem domaće potrošnje. Budući da je osobna potrošnja funkcija raspoloživog dohotka, raspoloživi se dohodak smanjuje povećavanjem poreza ili smanjivanjem transfera (mirovina), ili njihovom kombinacijom.

Uravnoteženje budžeta ili fiskalna konsolidacija jedan je od važnih uvjeta kojim se Grčka obvezala da do 2014. smanji primarni budžetni deficit od 13,6% na 2,7% BDP–a.

Smanjivanje budžetnog deficita vrši se smanjivanjem budžetne potrošnje i transfera stanovništvu ili povećanjem poreza. Smanjivanje budžetnih rashoda provodi se uglavnom smanjivanjem broja zaposlenika i njihovih plaća u javnom sektoru i mirovina. Grčka se obvezala da do 2013. smanji broj zaposlenih u javnom sektoru za 100.000. Povećavanje budžetnih prihoda vrši se povećavanjem poreza, prije svega poreza na dohodak i na dodanu vrijednost. Grčka je sve ove mjere prihvatila.

Da bi se smanjio deficit vanjskotrgovinske bilance i bilance plaćanja, Grčka treba smanjiti jedinične troškove rada. To znači smanjiti plaće i povećati produktivnost.

Sve ove mjere mogu imati pozitivne rezultate u dugom roku. Ali u kratkom roku fiskalna konsolidacija znači i smanjivanje domaće potražnje. Ako se ona ne kompenzira povećanjem inozemne potražnje za domaćim proizvodima, povećanjem izvoza, onda to može smanjiti potražnju za domaćim proizvodima, a preko nje i proizvodnju i zaposlenost. A smanjivanje proizvodnje i zaposlenosti može uzrokovati i smanjivanje poreznih prihoda, pa se prihodna strana budžeta može ne povećati onoliko koliko se očekivalo. Zato vrijeme recesije nije dobro vrijeme za provođenje programa fiskalne konsolidacije.

#### *4.1. Izgledi za uspjeh programa pomoći Grčkoj*

Ako se ne uklone uzroci krize, velika je vjerojatnost da će se ona ponoviti. A kakva je vjerojatnost da se uzroci krize u Grčkoj i uz veliku pomoć EU–a uklone?

Među ekonomistima je bilo puno rasprava o izgledima za uspjeh ovog programa pomoći Grčkoj. Mnogi ističu velike poteškoće s kojima će se Grčka suočiti na ekonomskom, političkom i socijalnom planu.

Grčka treba bitno smanjiti svoj deficit za oko 12% BDP-a. Da bi to postigla, vidjeli smo da treba smanjiti broj zaposlenih za oko 100.000 te plaće i mirovine. Osim političkih problema, to može smanjiti izgleda i za oporavak grčkoga gospodarstva. A produbljivanje recesije smanjit će porezne prihode i povećati socijalna davanja (transfere), što bitno otežava fiskalnu konsolidaciju.

Ako Grčka ne bude ispunjavala uvjete MMF-a, on može suspendirati cijeli program. To će natjerati države eurozone da povećaju svoje izdatke za pomoć Grčkoj ili će je pustiti da ode u stečaj, odnosno ogluhu, kako se to ljepše kaže. S obzirom na raspoloženje birača, posebno u Njemačkoj, malo je vjerojatno da bi države išle u još veće izdatke za pomoć Grčkoj. Osim toga, takvo što je protivno članku 125 Europskog ugovora, kojim se izričito zabranjuje da se nekoj članici daju garancije.

Ostaje dakle da Grčka ipak ide u ogluhu (default). U tom slučaju će vjerovnici biti dobro »očišćeni« — morat će smanjiti svoja potraživanja. Kamate na grčke obveznice će rasti, a Grčka je članica eurozone koja ima zajedničku valutu, zajedničku monetarnu politiku i jedinstvene kamatne stope. Zato M. Feldstein s Harvarda kaže da će Grčka ipak morati uz pomoć MMF-a restrukturirati postojeći dug, plaćajući dospjele obveznice novima manje nominalne vrijednosti, ili da će dobiti smanjenje kamatnjaka na svoje zajmove.

Stoga je BDP u Grčkoj nakon uvođenja *stand-by aranžmana* smanjen, a nezaposlenost je porasla sa 7% na 12, 6%. Smanjivanje BDP-a smanjuje poreznu osnovicu, a uz nepromijenjene stope i iznos poreza. To smanjuje i budžetne prihode. Na taj način restriktivna ekonomska politika, uvedena na temelju *stand-by aranžmana*, kojom se željelo postići izvjesnije otplaćivanje dospjelih dugova, može povećati poteškoće u toj otplati.

Tako Grčka, kao i svaka prezadužena zemlja, upada u zamku visoke zaduženosti. Naime visoki udio duga u BDP-u znači veliki kreditni rizik, ali i rizik suverenosti za investitore. Strani kapital ne dolazi, osim spekulativnog, koji dolazi uz vrlo visoku cijenu (jer je i rizik velik). Domaća štednja nije dovoljna ni za urednu otplatu dospjelih obveza. Zato nema investicija ni razvoja. Nezaposlenost se povećava. Raspoloživi dohodak se smanjuje. Agregatna potražnja se smanjuje, pa se smanjuje i domaći proizvod. Smanjuje se porezna osnovica, pa se smanjuju i porezni prihodi. A to, uz iste budžetne rashode (iako se oni povećavaju zbog povećanih naknada za nezaposlene), utječe na povećavanje budžetnog deficita, što još više povećava zaduženost. Dakle rezultat sasvim suprotan onome koji se želio postići.

## 5. Irska

### 5.1. Nastanak irske krize

U studenome 2010. pojavila se kriza likvidnosti i u Irskoj. Ministri financija eurozone sastali su se zajedno s Europskom komisijom, ECB-om i MMF-om radi pronalaženja najboljeg načina pomoći Irskoj da spasi svoje banke od propadanja.

Naime prinos na irske desetogodišnje obveznice dosegnuo je skoro 9%, dakle 6,5 postotaka više od njemačkih obveznica istog roka dospijeća, koje se inače uzimaju kao referentna veličina. To je predstavljalo opasnost da se nepovjerenje proširi i na obveznice ostalih zemalja eurozone, prije svega Portugala i Španjolske.

Vlade eurozone opet su intervenirale na isti način kao i u slučaju Grčke, s iznosom od 85 milijarda eura iz ESM-a 28. studenoga 2010. Kamatnjak na ovaj irski paket bio je znatno iznad onoga na sredstva odobrena Grčkoj, i iznosio je 5,8%. Namjera je bila upozoriti ostale zemlje da će se paket pomoći ubuduće odobravati uz sve strože uvjete.

Zanimljivo je također da su vlade velikih europskih zemalja »molile« Irsku da zatraži međunarodnu pomoć za spas svojih banaka, što je čudno, jer se za pomoć obraća zemlja u nevolji. Razlog je jednostavan. Najveću izloženost u irskim bankama imaju banke Velike Britanije, Francuske i Njemačke. I u cjelokupnoj zaduženosti zemalja PIIGS-a (Portugal, Irska, Italija, Grčka i Španjolska) od preko 2 trilijuna (2.000 milijardi) dolara, izloženost njemačkih, britanskih, francuskih, španjolskih i nizozemskih banaka bila je oko 1,5 trilijuna dolara. Konsolidirana potraživanja francuskih banaka od banaka i vlada PIIGS-zemalja iznosila su 16% BDP-a Francuske, a njemačkih 15%. To je najvjerojatniji razlog zašto su te zemlje »uvjeravale« Irsku da zatraži pomoć. Ta je izloženost bila uglavnom na tržištu derivata, dakle na spekulacijskom tržištu financijskih izvedenica.

Njemačka vlada je kao i u slučaju grčke krize tražila da i inozemne banke koje su kreditirale irske banke snose dio tereta sanacije, ali i općenito da u svakom budućem slučaju krize u bilo kojoj zemlji i kreditori snose dio tereta restrukturiranja duga, prije svega smanjivanjem svojega potraživanja (hair cut). Takav program opterećivanja banaka koje su se spekulativnim akcijama jako izložile u spekulativnim transakcijama s bankama i vladama (ponekad je u trgovini državnim obveznicama poluga iznosila i 40:1!) mogao bi se temeljiti na planu sličnom Bradyjevu planu iz konca osamdesetih, kad je komercijalnim bankama ponuđeno da smanje glavnice potraživanja od prezaduženih zemalja za oko 40%, pa da potraživanja zamijene novim obveznicama koje bi garantirale međunarodne financijske organizacije MMF, Svjetska banka i druge. Međutim, veliki udio izloženosti njemačkih i francuskih banaka u BDP-ima tih zemalja otežava prebacivanje rizika na banke vjerovnike kako bi se teret restrukturiranja ravnomjernije rasporedio na dužnika i na vjerovnike. Zato Njemačka predlaže novi europski zakon o bankrotu suverenih dužnika, kojim bi se teret restrukturiranja duga ravnomjernije rasporedio, pa bi teret restrukturiranja snosili ne samo porezni obveznici zemlje dužnika nego i vjerovnici koji su u utrci za profitom često zanemarivali veliki rizik.

Za razliku od Grčke, čije su teškoće proizašle prije svega iz nekonkurentnosti njezinih proizvoda na europskome tržištu, irske poteškoće rezultat su prije svega nesolventnosti njezinih banaka. I irska je privreda u dubokoj krizi. Bruto nacionalni proizvod BNP (koji je za Irsku bolji pokazatelj ukupnog dohotka zbog relativno velikog udjela bilance tekućih transfera i dohodaka u tekućoj bilanci plaćanja) opadao je već devet kvartala zaredom. Nezaposlenost je porasla od 4% na 14%. Deficit u budžetu je 12% BDP-a, ali bi zbog potrebnih injekcija kapitala u

bankarski sustav od oko 50 milijardi eura (od čega samo na Anglo Irish Bank otpada dvije trećine toga iznosa) mogao dosegnuti oko 32% BDP-a. Naime i irske su banke bile jako izložene spekulacijama na tržištu nekretnina. Kad je balon cijena nekretnina i hipoteka puknuo, banke su postale ne samo nelikvidne nego neke i nesolventne. Strani depozitari su počeli povlačiti svoje depozite, iako je irska vlada već 2008. garantirala sve depozite u svojim bankama. Irska vlada raspolaže rezervama izdvojenim za sanaciju banaka od oko 20 milijardi eura. Osim toga irske banke imaju mogućnost zaduživanja kod ECB-a kao i banke drugih zemalja eurozone.

### 5.2. *Irski put od »Keltskog tigra« do financijske krize*

Zanimljivo je pratiti kako je Irska došla u ovu situaciju. To može biti poučno i za Hrvatsku.

U kasnim osamdesetim godinama prošlog stoljeća irska privreda bila je u vrlo teškom stanju. Javni dug je iznosio oko 120% BDP-a. Porezne stope bile su vrlo visoke, što je utjecalo na relativnu nekonkurentnost irskih proizvoda na europskom tržištu. I kamatne stope bile su visoke, pa su investicije bile male. Zato je i stopa rasta bila niska. Trećina stanovništva (oko 1 milijun) živjela je ispod granice siromaštva.

Iz ovoga jasnog stanja irska privreda se u devedesetim godinama prometnula u »keltskog tigra« radikalnom promjenom ekonomske politike. Prvo je započela fiskalna konsolidacija smanjivanjem javnih rashoda. Radnici i poslodavci su se sporazumjeli o trogodišnjem ograničavanju plaća. Smanjivanje javnih rashoda omogućilo je smanjivanje poreznih stopa i stope inflacije. Tako je Irska postala atraktivna za inozemne investicije. Tome je pridonijela i dobra i kvalificirana radna snaga, koja je uz to govorila i engleski. Posebno mjesto u privlačenju stranih investicija zauzimalo je i smanjivanje poreza na dobit poduzeća na svega 12,5%, čime je Irska postala najprivlačnija zemlja za strane investicije u Europi. Strane investicije su bile usmjeravane u nove investicije (greenfield investicije), u proizvodni sektor, a ne kao što je bio slučaj u Hrvatskoj u *portfolio* investicije, koje zemlji mogu donijeti više štete nego koristi. Rezultat takve ekonomske politike bile su visoke stope rasta, koje su u Irskoj u razdoblju 1990–2007. iznosile prosječno 6,5% godišnje. Nezaposlenost je opadala. Mnogi Irci koji su bili emigrirali, počeli su se vraćati. Došlo je i do uvoza radne snage iz ostalih europskih zemalja (u 2006. u Irskoj je radilo oko 250.000 Poljaka). Raspoloživi dohodak i potrošnja su vrlo brzo rasli. Tako je od jedne od najsiromašnijih zemalja osamdesetih godina Irska postala jedna od najbogatijih.

### 5.3. *Od zdravoga ekonomskog rasta u spekulacijski*

Međutim, ovaj zdravi ekonomski rast prekinut je početkom novog tisućljeća, kad je motor rasta postala stanogradnja. Broj zaposlenih u građevinarstvu dosegnuo je 2007. godine 272.000, što je više od 20% radne snage. Visoki rast raspoloživog dohotka potaknut visokima stopama rasta BDP-a u prethodnom razdob-

lju stvorio je optimistična očekivanja. To je potaknulo porast potrošnje trajnih potrošnih dobara. Potražnja za stanovima je rasla. Rasle su i njihove cijene. Banke su se kao i u SAD-u upuštale u sve veće spekulacije s drugorazrednim hipotekama. Strane banke, prije svega britanske, francuske i njemačke, posuđivale su novac irskim bankama. Međubankarski zajmovi su se povećavali. Kamatne stope su se smanjivale. Tako se do tada zdravi irski ekonomski rast prometnuo u spekulacijski. Zarade, posebno u financijskom sektoru, rasle su, plaće su rasle, ali se zaboravljalo da raste i rizik. Zarade u privatnome sektoru potaknule su zbog demonstracijskog efekta rast plaća i u javnome sektoru. Deficit se povećavao. Zaduzženost je rasla. Smanjivao se irski izvoz zbog opadanja njegove konkurentnosti. Rasli su deficiti u bilanci plaćanja. Povjerenje u sustav je opadalo.

No kad je balon cijena hipoteka prsnuo, mnoge su banke postale nelikvidne. Zato se smanjilo kreditiranje realnog sektora. Smanjila se zaposlenost. Nezaposlenost je od 4% u 2006. narasla na 14% koncem 2010. Smanjivali su se raspoloživi dohoci, a opadao je BDP. Smanjili su se budžetni prihodi. Rastao je budžetni deficit, koji je početkom 2011. dosegao udio od 32% u BDP-u. Irska je vlada bitno povećala mogući budžetni deficit i garancijom svih depozita u irskim bankama u rujnu 2008. Garantirala je ne samo sve depozite nego i obveznice. Garantiranje depozita bilo je opravdano zbog čuvanja od problema likvidnosti banaka, jer se depoziti mogu brzo podići iz banaka, ali obveznice ne. Na taj je način na teret irskih poreznih obveznika palo još oko 80 milijardi eura obveznica koje su imali strani investitori (spekulanti), uglavnom banke. Na taj se način smanjila mogućnost da banke koje su bile nesolventne (čak i Anglo Irish Bank čiji su gubici bili dvostruko veći od kapitala) odu u stečaj. To je povećalo mogućnost porasta budžetnog deficita i smanjenje povjerenja u irske državne obveznice, što je za posljedicu imalo opadanje njihove cijene i povećanje prinosa na te obveznice. Zaduzivanje je postalo skuplje.

Zbog opadanja BDP-a opali su i porezni prihodi: od 47 milijarda eura u 2007. na 33 milijarde eura u 2009. Budžetni deficit se sve više povećavao. Financijska kriza uzrokovala je fiskalnu krizu.

#### 5.4. Fiskalna konsolidacija

I Irska je kao i ostale zemlje eurozone poduzela fiskalnu konsolidaciju. Međutim, u situaciji recesije provođenje fiskalne konsolidacije može imati vrlo nepovoljne posljedice. Ona znači restriktivnu fiskalnu politiku, a to u recesiji znači daljnje opadanje BDP-a i opadanje poreznih prihoda. Rezultat može biti povećavanje budžetnog deficita i javnog duga, dakle suprotan od cilja fiskalne konsolidacije. Tako je i Irska upala u zamku visoke zaduzenosti.

Osim toga, porast plaća u doba ekonomskog *booma*, naročito rasta temeljenog na spekulacijama, značio je relativno opadanje konkurentnosti irskih proizvoda na inozemnom tržištu, pa se smanjivala proizvodnja i zbog smanjivanja neto izvoza. To je još više smanjivalo porezne prihode. Budući da je članica eurozone, Irska nije mogla devalvacijom svoje valute postići porast konkurentnosti svojih proizvo-

da. Preostalo joj je da to postigne smanjivanjem plaća ili povećanjem produktivnosti, dakle deflacijom domaćih cijena, što se inače u teoriji zove interna devalvacija.

### 5.5. *Keynesova dilema*

Zanimljivo je ovdje podsjetiti na jednu Keynesovu teoretsku postavku o izlasku iz krize tridesetih godina 20. stoljeća. To je dilema između deflacije i devalvacije. Da bi se povećala proizvodnja i zaposlenost, treba povećati agregatnu potražnju. U krizi se teško mogu povećavati domaće komponente domaće potražnje: osobna potrošnja zbog smanjenja raspoloživog dohotka, privatne investicije zbog nedovoljnog korištenja postojećih kapaciteta, a u situaciji velikoga budžetnog deficita i javnog duga ne može se povećavati ni opća potrošnja. Ostaje da se povećava inozemna potražnja za domaćim proizvodima, dakle neto izvoz. Zemlja može povećati inozemnu potražnju za svojim proizvodima ili deflacijom, dakle smanjivanjem unutarnjih cijena (smanjivanjem plaća ili povećanjem produktivnosti rada), ili devalvacijom svoje valute. To se navodi kao dilema koju je Keynes nazvao »devaluation versus deflation« dakle »devalvacija ili deflacija«.<sup>10</sup> Ova Keynesova postavka može se lijepo ilustrirati na razlikama u pristupu rješavanja krize u Irskoj i Islandu.

U anglosaksonskoj literaturi često se duhovito ističe da je razlika između Irske i Islanda vrlo mala, i svodi se samo na jedno slovo (Ireland vs. Iceland). Činjenica je da su obe zemlje bile u financijskoj i ekonomskoj krizi 2008. No razlike u pristupu rješavanju krize bile su velike. Island je u rješavanju svojih golemih problema izazvanih nelikvidnošću svojih banaka devalvirao svoju krunu (dakle izvršio eksternu devalvaciju) za više od 60%. Irska kao članica eurozone to nije mogla učiniti, pa je svoj program stabilizacije temeljila na internoj devalvaciji, dakle na restriktivnim mjerama fiskalne politike, kojom su plaće bitno smanjene. To je uzrokovalo spiralu deflacije dugova. Rezultat toga je da je BDP u Islandu počeo rasti, dok je u Irskoj nastavio padati.

U rješavanju Keynesove dileme treba voditi računa o kratkoročnim i dugoročnim efektima ekonomske politike. Povećanje produktivnosti teško je postići u kratkom roku, jer je to dugoročniji proces. Zato je u kratkom roku deflacija cijena moguća samo smanjivanjem plaća. A smanjivanje plaća politički nije lako postići. Ipak, Irska je uspjela smanjiti jedinične troškove rada za oko 6% smanjivanjem nominalnih plaća. Uz to i uz jake strane zdravoga privrednog razvoja koji je Irska imala do 2002, prije svega dobru radnu snagu i dobru privrednu strukturu, i uz ustrajanje vlade da sačuva »poreznu konkurentnost« najnižim porezom na dobit poduzeća, industrijska proizvodnja je porasla za 11, 5% od trećeg kvartala 2009. do trećeg kvartala 2010. U tome je najveća razlika između Irske i Grčke. Ipak, i u Irskoj kao i u Grčkoj treba očekivati daljnji pad životnog standarda radi fiskalne

10 Vidi: J. M. Keynes: Izabrana djela — uredio M. Babić, Matica hrvatska i Privredni vjesnik, Zagreb, 1994, str. 49–53.

konsolidacije. Fiskalna konsolidacija, da se budžetni deficit i javni dug svedu u okviru određene mastrihtskim ugovorom, potrajat će duže vrijeme. Stoga će trebati vremena da se povrati povjerenje u njihove obveznice i izbjegne kontaminacija nepovjerenjem i u obveznice drugih zemalja eurozone.

## 6. Izlazak iz eurozone

Kako je vrijeme prolazilo, tako se počelo uviđati da uvođenje eura nije u cijelosti ispunilo očekivanja koja je predviđala teorija optimalnoga valutnog područja. To se odnosilo prije svega na sporost, ili čak i nedostatak procesa konvergencija ekonomskih, prije svega fiskalnih politika pojedinih zemalja.

Kriza Grčke i Irske 2010. pokazala je da se konvergencija fiskalnih politika ne ostvaruje. Iz tog se razloga ne ostvaruje ni konvergencija zarada (yield) na obveznice iste ročnosti različitih zemalja. A uvođenje eura i ostvarivanje zajedničkoga valutnog područja upravo je trebalo rezultirati barem konvergencijom, ako ne i potpunim izjednačavanjem prinosa na istovrsne obveznice različitih zemalja. Dapače, dogodilo se suprotno. Prinosi na istovrsne obveznice različitih zemalja počeli su sve više divergirati. Odmah se počelo postavljati pitanje: ako se trend prinosa na obveznice počeo kretati u suprotnom smjeru, treba li se i proces integriranja obrnuti i je li potrebno početi razmišljati o izlasku pojedinih zemalja iz eurozone? Da bi se na to odgovorilo, potrebno je detaljno analizirati moguće koristi i troškove izlaska pojedine zemlje iz eurozone. Tek na temelju dobre analize svih direktnih i indirektnih koristi i troškova može se donijeti odluka.

Glavni razlog napuštanja eura, a to znači i najveća moguća korist, ponovna je uspostava monetarnog suvereniteta kojega se zemlja bila odrekla ulaskom u europodručje. Sad se postavlja pitanje kolike su koristi ponovnog uspostavljanja monetarnog suvereniteta, a koliki su troškovi napuštanja zajedničke valute. Odgovor je različit za ekonomski jake i ekonomski slabe zemlje.

Ekonomski jake zemlje poput Njemačke izlaskom iz eurozone, napuštanjem eura i ponovnim uvođenjem svoje valute ne bi riskirale njezino slabljenje ni veću inflaciju, ali bi bile izložene riziku aprecijacije. Kad bi primjerice Njemačka ponovno uvela marku, depoziti iz ekonomski slabijih zemalja vjerojatno bi počeli bježati u nju, pa bi potražnja za markom rasla, što bi dovelo i do njezine aprecijacije. To bi moglo utjecati na slabljenje konkurentnosti njemačkog izvoza. Međutim, Bundesbanka bi te tendencije mogla sterilizirati i držati tečaj marke relativno stabilnim (recimo izvozom kapitala, kupnjom stranih obveznica kao što to čini Kina). Isto tako se postavlja pitanje utjecaja izlaska Njemačke iz eurozone na njezin izvoz u zemlje eurovalutnog područja. Naime transakcijski troškovi međunarodnih plaćanja zemalja EU-a, koji su nestali ulaskom Njemačke u eurozonu, opet bi se pojavili. Usporedba koristi od izlaska iz valutne zone i povećanja transakcijskih troškova može biti jedan od indikatora isplativosti napuštanja eurozone.

Korist za Njemačku od njezina izlaska iz eurozone bila bi prije svega smanjenje njezina doprinosa pomaganju slabih zemalja (kao u slučaju Grčke i Irske). Time

bi se izbjeglo povećanje tereta poreznim obveznicima zbog pomaganja slabim zemljama eurozone. Poreznim obveznicima ta je činjenica vrlo privlačna jer ne bi više morali financirati višak potrošnje u odnosu na proizvodnju slabih zemalja. Zbog toga im se ne bi smanjivali raspoloživi dohodak i potrošnja. Budući da su porezni obveznici ujedno i birači, o ovome i političari trebaju voditi računa. Zato izlazak ekonomski jakih zemalja i njihovo drukčije integriranje (recimo Njemačka, Austrija, Nizozemska) ne bi bilo nemoguće. No takav bi potez za ostatak eurozone bio vrlo nepovoljan.

Ekonomski slabe zemlje (Grčka, Irska, Portugal) najveću korist od napuštanja eura i ponovnog uvođenja vlastite valute imale bi od činjenice da njezinom nominalnom devalvacijom mogu povećati konkurentnost izvoza svojih proizvoda. Naime u tim je zemljama jedinični trošak rada (plaće/produktivnost) rastao brže nego u Njemačkoj, pa je konkurentnost njihovih proizvoda opadala. Bez vlastite valute i vlastite monetarne politike one ne mogu devalvacijom povećati tu konkurentnost. Međutim, devalvacija nacionalne valute može imati posljedice i na povećanje inflacije, ali i dovesti do gubitka povjerenja u valutu. Zbog toga se može očekivati da banke u tim zemljama počnu gubiti depozite, jer će štediše već i na samu najavu izlaska iz eurozone svoje depozite premještati u druge, ekonomski jače zemlje. To može utjecati na smanjenje međunarodnih rezervi i dovesti do smanjivanja kredita, a time i stopa rasta. Zato ekonomski slaba zemlja eurozone, koja napušta euro i ponovno uvodi svoju valutu, treba istodobno s njezinim uvođenjem uvesti i mjere ograničavanja kretanja kapitala, uključujući i ograničavanje podizanja depozita. Sve te mjere mogu dalje povećati nepovjerenje međunarodnog kapitala, pa zaduživanje zemlje na međunarodnom financijskom tržištu može biti i teže, i skuplje.

Mnogi ističu tehničke probleme napuštanja eura kao prepreku izlasku bilo koje zemlje iz eurozone. Oni su relativno mali u usporedbi s ekonomskim, a time i socijalnim i političkim posljedicama tog napuštanja. Tehnički problemi riješeni su tijekom vrlo dobro vođenog procesa uvođenja eura. Prije uvođenja eura 1. 1. 1999. sve su zemlje eurozone definitivno odredile tečaj valute dana 31. 12. 1998. Svoju su novčanu masu podijelile s tako definiranim tečajem i dobile su novčanu masu izraženu u eurima. Kod izlaska iz eurozone, zemlja će svoju novčanu masu izraženu u eurima pomnožiti s tečajem eura (novim, ili onim starim, definiranim 31. 12. 1998), i tako će dobiti novčanu masu izraženu u nacionalnoj valuti. Uvođenje nacionalne valute i napuštanje eura trebalo bi biti vrlo brzo provedeno da bi se izbjegao financijski kaos i minimizirao bijeg kapitala. Centralna banka treba vrlo brzo distribuirati novi novac, odrediti referalnu kamatnu stopu, kao i ciljnu stopu inflacije, i izabrati instrumente monetarne politike kojima će to izvesti.

Postoji i treći prijedlog — da se uvede novi euro i da se koristi paralelno s postojećim, kao što hongkonški dolar cirkulira paralelno s kineskim yuanom u Kini. Taj prijedlog podsjeća na denominaciju valute koju je Francuska imala šezdesetih godina 20. st. Malo je vjerojatno da bi takav prijedlog prihvatile Njemačka, Austrija i Nizozemska.

Zbog svega toga malo je vjerojatno da bi se zemlje EU-a složile oko odluke za izlazak iz eurozone. Vjerojatnije je da će one nastojati braniti euro, ali da će postaviti neke nove uvjete zemljama koje imaju deficite u svojim budžetima i bilancama plaćanja.

### *Zaključak*

Uvođenje eura bilo je kruna europske integracije. Dočekano je i provedeno s velikim oduševljenjem i očekivanjima.

Uvođenjem eura pojedine članice odrekle su se svoga monetarnog suvereniteta i prenijele ga na nadnacionalnu instituciju ECB. Tako je monetarna politika postala zajednička za sve zemlje članice. Međutim, nijedna se zemlja nije htjela odreći svoje fiskalne politike. A u upravljanju privredom svake zemlje, kao i udruge zemalja, fiskalna se i monetarna politika moraju dobro usklađivati (kao kočnica i gas u upravljanju automobilom). Kad je monetarna politika jedinstvena, a fiskalne politike posebne, moguće je da se pojave neusklađenosti. Da bi se izbjegle mogućnosti većeg nesklada između zajedničke monetarne i posebnih fiskalnih politika, nastojala se postići harmonizacija fiskalnih politika pojedinih zemalja. Maastrichtskim sporazumom sve su se zemlje obvezale da im tekući budžetni deficiti neće prelaziti 3% BDP-a, a ukupni javni dug 60% BDP-a.

Međutim, različite privredne strukture i nepotpuna mobilnost radne snage unutar EU-a rezultirale su divergencijama fiskalnih politika pojedinih zemalja umjesto konvergencijom. Zemlje s nižom produktivnošću rada, dakle s višim jediničnim troškovima rada, imale su deficite u svojim bilancama plaćanja. Zato se povećavao njihov vanjski dug kojim su financirali te deficite. Zbog izdašnjih državnih rashoda povećavao se i njihov budžetni deficit i unutarnji dug. Iz tog su se razloga počeli mijenjati uvjeti zaduživanja pojedinih zemalja. Deficitarne zemlje zaduživale su se po nepovoljnijim uvjetima, uz viši kamatnjak. Došlo je do opasnosti ogluhe i bijega iz eura. Fond za stabilizaciju eura od 750 milijarda eura privremeno je smanjio pritisak na euro i kratkoročno otklonio krizu. Budući da je taj fond privremen i istječe sredinom 2013, europski su čelnici koncem ožujka 2011. ustanovili trajni fond od 700 milijarda eura za zaštitu eura.

Euro je tako prebrodio ovu krizu. Otklonjene su posljedice stvaranja nepovjerenja u njega. Međutim, uzroci, prije svega razlike u realnim troškovima rada i konkurentnosti izvoza pojedinih zemalja, nisu otklonjeni. Zato nije uklonjena ni mogućnost ponavljanja krize eura.

*The Crisis of the Euro — 2010*

Mate Babić\*

*Summary*

*European economic integration began in the early 1950's then passed through several phases until it reached the highest degree of integration — the European Economic and Monetary Union. The new currency, the Euro, was introduced on January 1, 1999 and thus integration was achieved. The introduction of the new currency marked the realization of the optimum currency area theory. Expectations were high. Unfortunately, very soon divergences in fiscal policies among countries proved greater than expected. Divergences of fiscal policies with incomplete freedom of movement of labour force resulted in balance of payments deficits of some countries and finally in the crisis of the Euro which started in Greece in 2010 and spread to Ireland. The danger exists that it will spread even further.*

*Key words: optimum currency area, fiscal consolidation, financial crisis, deflation, devaluation*

\* Prof. dr. sc. Mate Babić, Zagreb, Croatia. E-mail: mbabic@efzg.hr