

Politička ekonomija njemačkih parlamentarnih izbora

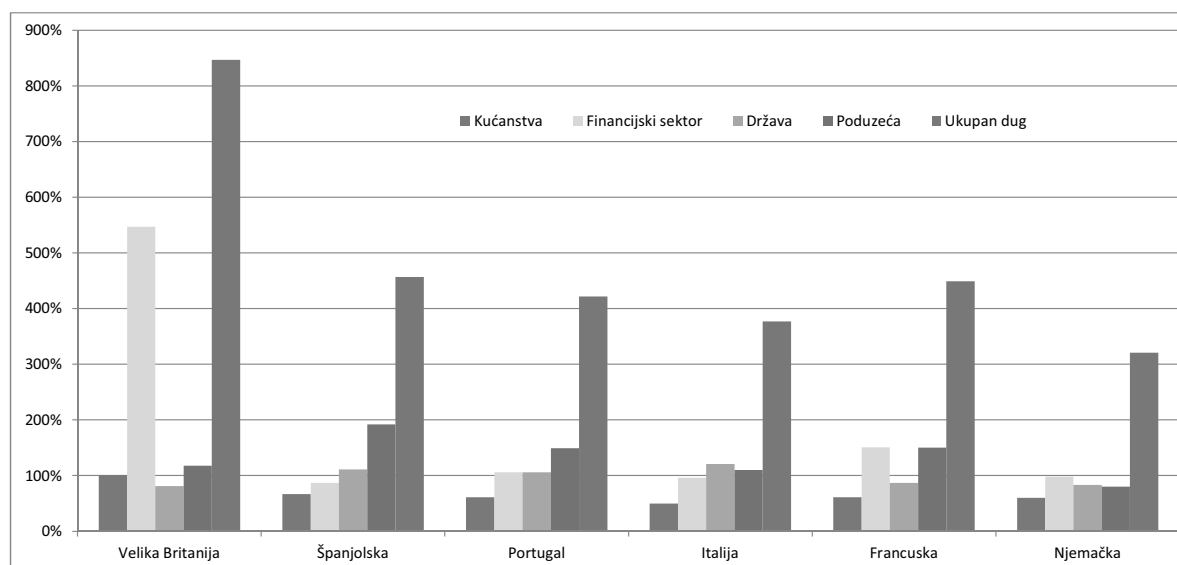
Kristijan Kotarski

**Od početka krize Njemačka sve
više djeluje kao istinski europski
ekonomski hegemon, a svoju
ekonomsku poziciju polako
dopunjava sve jačim političkim
nastupom i sve vidljivijim političkim
profilom**

Europska dužnička ili bankarsko-dužnička kriza?

Posljednje tri godine promijenile su način na koji građani Europske unije gledaju na najuspješniji primjer regionalne ekonomske integracije u svijetu nakon Drugoga svjetskog rata. Građani nikad nisu legitimnost integracije izvodili iz ubacivanja listića u biračku kutiju nego iz konkretnih ekonomskih koristi proizvedenih njome. Sadašnja je kriza mnogo dublja od jednostavnog kolebanja poslovnog ciklusa u vrijeme recesije nakon Drugoga svjetskog rata, a događa se u kontekstu problematične europske institucionalne arhitekture koja nema ni dostatnu zalihu difuzne legitimnosti za takva stanja niti primjerenija rješenja koja bi zadovoljila sve aktere.

Velik dio uzroka krize treba tražiti preko Atlantika, u slomu američkoga hipotekarnog tržišta 2008, ali je krajnje problematičan narativ da su europske banke, koje su izgubile značajan dio ulaganja, bile puke žrtve kaprica dereguliranih finansijskih tržišta SAD-a. Martin Hellwig, ravnatelj bonskog Instituta Max-Planck za javna dobra i suautor knjige *Bankarevo novo ruho*, ističe da u Europi postoji problem prevelikog kapaciteta banaka koje je želja za povećanjem profita tjerala u sve rizičnija ulaganja, pa i u ulaganja u američke vrijednosnice. Nakon spašavanja niza europskih banaka novcem poreznih obveznika neposredno nakon kraha Lehman Brothersa izgledalo je da će se stanje stabilizirati, ali je lančana reakcija već bila pokrenuta. S obzirom na gubitke u kapitalnoj osnovici vodećih njemačkih i francuskih banaka u prvom valu krize, počela je likvidacija

Slika 1. Ukupno zaduženje i zaduženje po sektorima u pojedinim zemljama EU (% BDP-a)

Izvor: Manager Magazin, 2011.

dugova na periferiji ili, jednostavno, prestali su se odobravati novi krediti bankama u državama na periferiji eurozone kako bi se stabilizirale kapitalne baze banaka kreditora. Prestanak priljeva privatnog kapitala ekonomijama duboko ovisnima o refinanciranju postojećih obveza i nove potrošnje označio je početak turbulentnih vremena. Nakon zaoštavanja krize 2010. s prvim lošim vijestima iz Grčke ubrzo nastaje „efekt zaraze“ te su krizom zahvaćene i ostale zemlje periferije koje ne mogu otplaćivati svoj javni dug.

Važno je pritom raščistiti neke zablude, jer se bankarsko-dužnička kriza na europskoj periferiji još uglavnom prikazuje kao isključiva posljedica fiskalne neodgovornosti zemalja PIIGS-a, dakle kao dužnička kriza. Nadaleko je poznato da su zemlje poput Grčke pronalazile kreativne načine da zaobiđu pravila

Od početka 1980-ih ukupna zaduženost nefinancijskih poduzeća, država i kućanstava u zapadnim zemljama udvostručila se sa 160 na 320 posto BDP-a

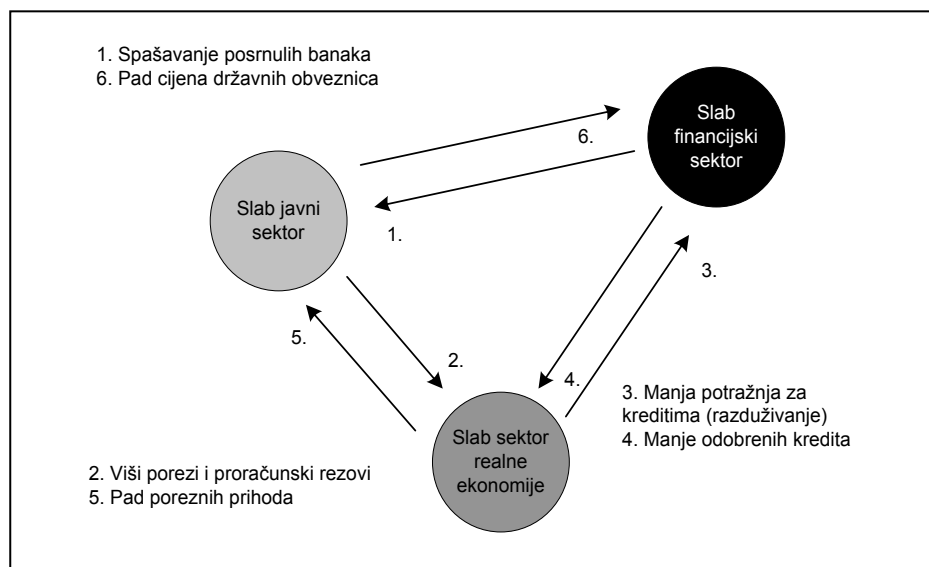
proračunskog ograničenja *Pakta o stabilnosti i rastu*, koji je povremeno ignorirala čak i ekonomski moćna Njemačka. Zacijelo, i taj argument zaslužuje dužnu pozornost, ali je dio šire slagalice.¹ Nakon što se zaviri pod poklopac europskoga ekonomskog motora u godinama uoči krize i pokušaju povezati osnovne činjenice, vidljivo je da je od 2000. do 2011. kombinirana aktiva 15 vodećih banaka sa sjedištem u EU-u povećana sa 7.000 na 20.000 milijardi eura, a to je skok sa 43 na 150 posto BDP-a EU-a.

Osim toga, kombinirana aktiva 8.000 vodećih financijskih institucija EU-a 2011. iznosila je 46.000 milijardi eura, što je ekvivalent 370 posto BDP-a EU-a. Prema izračunu britanske banke Barclays, 15 vodećih banaka EU-a imalo je 2011. polugu 28:1, što govori u prilog tezi da se kreditna ekspanzija previše otela kontroli i da banke nisu bile adekvatno ograničene stopom obveznih rezervi i diskontnom kamatnom stopom, kako to postulira teorija konvencionalnoga monetarnog multiplikatora.²

Usporedno s rastom aktive banaka rasli su i dugovi, budući da u postojećemu monetarnom sustavu najveći dio novca nastaje ekspanzijom bankovnih kredita, a samo je manji dio (papirni novac i kovanice) rezultat operacija središnje banke koja u ime suverena stvara novac, a razliku u trošku proizvodnje i nominalne vrijednosti emisije bilježi kao „zaradu“ suverena ili *seignorage*. Od početka 1980-ih ukupna zaduženost nefinancijskih poduzeća, država i kućanstava u zapadnim zemljama udvostručila se sa 160 na 320 posto BDP-a.³ Nešto širu perspektivu, u koju je uključen i dug financijskog sektora, nudi slika 1. (podaci se odnose na kraj 2011., dio potraživanja se prebija, ali se brz rast dugova ne može demantirati).

Nekoliko je uzroka takve ekspanzije dugova, ali je glavni pogodba financijske i političke elite, to jest svojevrsan „faustovski pakt“ prema kojemu banke dobivaju slobodnije ruke u poslovanju, a politička elita kredite potrebne za političke svrhe i financiranje javne potrošnje.⁴ U sustavu u kojemu se najveći dio novca zasniva na dugu i u kojemu su dugovi uvijek veći od količine novca, promjena sentimenta i prestanak refinanciranja dugova i/ili izostanak nove kreditne ekspanzije potiču razornu dinamiku bilančne recesije, kao što zorno pokazuje slika 2. Slaba pozicija banaka nakon prsnuća financijskog mjehura problematizira fiskalnu poziciju države koja je angažirana u akciji spašavanja posrnutih financijskih institucija. Veći teret duga implicira povećanje poreza i smanjenje rashoda, što smanjuje agregatnu potražnju. Pad agregatne potražnje slabi

Slika 2.



Izvor: ilustracija autora

proizvodnju u realnom sektoru ekonomije, a posljedično se razdužuje privatni nefinancijski sektor pa pada potražnja za novim kreditima, a to opet slabi finansijski sektor. Nakon vala bankrota finansijske su institucije zbog neizvjesnosti smanjile ponudu kredita i ugradile u njihovu cijenu višu premiju rizika. Nefinancijska poduzeća koja nisu bila pogođena prvim valom bankrota smanjuju potražnju za kreditima te se usporava investicijska aktivnost. Padaju porezni prihodi države i cijene izdanih državnih obveznica, što povratno slabi položaj finansijskog sektora sa suverenim dugom na svojim bilancama (podkapitaliziranost).

Na slici je vidljivo je da se u slučaju krize u eurozoni ne može govoriti o isključivom problemu javnih financija, nego i o problematičnoj isprepletenosti suverena i banaka, i to ne samo isprepletenosti dviju strana povezanih određenim oblikom dužničkog ugovora na ekonomskoj nego i na političkoj razini na kojoj je ta povezanost mnogo opasnija jer su ključna regulatorna pravila podešena tako da državama omogućuju nesmetan pristup novcu u fazi ekspanzije kada finansijske institucije dobivaju pristup velikoj količini likvidnih i lukrativnih državnih obveznica.

Njemačka pozicija u sklopu krize

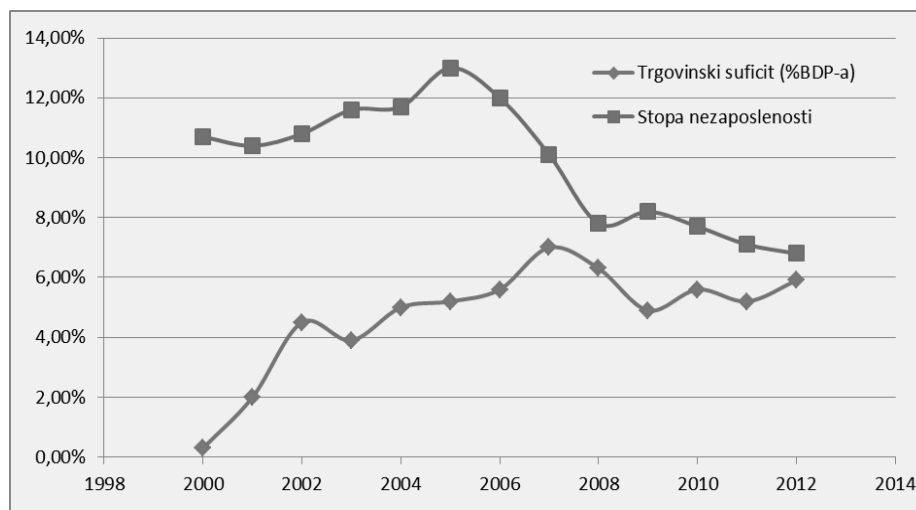
Nakon pucanja *dotcom* mjehura 2000. u SAD-u, efekt prsnuća mjehura prenio se i na Njemačku kao stožer buduće eurozone. Kako se nije mogla

primijeniti ekspanzivna fiskalna politika (*Pakt o stabilnosti i rastu*) i kako je njemačka ekonomija slabjela, ECB 2003. spušta kamatnu stopu na dva posto. Takav potez nije postigao ciljani učinak, ali je, gledano iz današnje perspektive, imao kobnu ulogu u genezi krize zbog masovnog priljeva jeftinog kapitala, najviše njemačkoga i francuskog, u periferne zemlje eurozone. Nakon toga nastaje priča o uspješnome njemačkom izvoznom modelu koja traje u godinama nakon izbijanja krize. Od početka krize Njemačka sve više djeluje kao istinski europski ekonomski hegemon, a svoju ekonomsku poziciju polako dopunjava sve jačim političkim nastupom

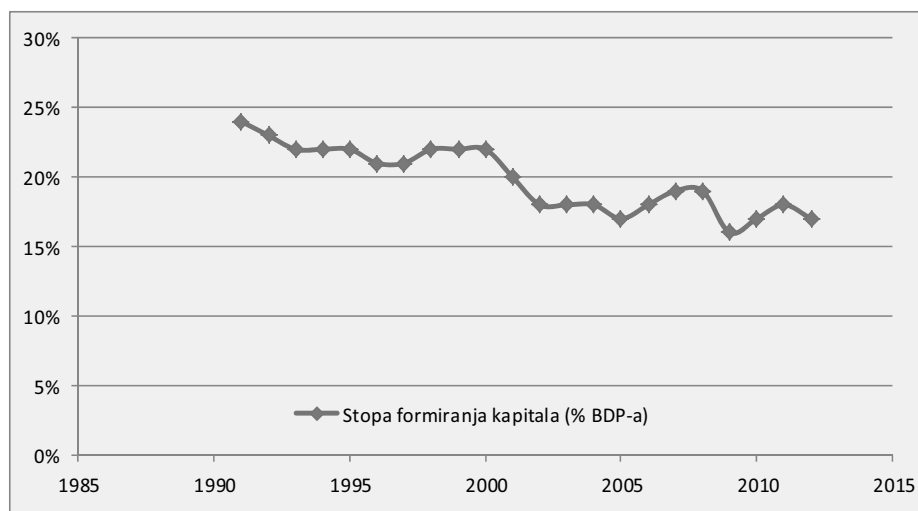
i sve vidljivijim političkim profilom. Mnogi površni promatrači, zavedeni selektivnim odabirom određenih ekonomskih indikatora poput stope nezaposlenosti i izvoza, prognoziraju nastavak visoke ekonomske konjunktura, političku hegemoniju Njemačke u EU-u i poželjnost oponašanja njemačkoga ekonomskog modela, čija bi dinamičnost trebala razbiti arhaične ekonomske strukture na periferiji EU-a. Pad stope nezaposlenosti s 11,2 (2004) na 5,3 posto (svibanj 2013), zajedno s prosječnom stopom suficita tekućeg računa bilance plaćanja od 4,7 posto između 2000. i 2012, djeluje impresivno (slika 3). No ispod površine uspjeha kriju se mnoge ranjivosti njemačkoga ekonomskog modela.

Prvi uzrok ranjivosti proizlazi iz pretpostavke da se stalno može održavati trgovinski suficit na takvoj razini i da je to čak

Slika 3.



Izvor: World Development Indicators

Slika 4. Stopa formiranja kapitala (%BDP-a)

Izvor: World Development Indicators

iznimno poželjno. Dok to može vrijediti za male i otvorene ekonomije s nekoliko milijuna stanovnika, teško da vrijedi za zemlju veličine Njemačke, jer se svaki suficit zrcali u nečijem deficitu. Visoke izvozne performanse teško je zadržati u problematičnome izvanjskom okruženju sve većeg broja zemalja suočenih s usporavanjem rasta, uključujući i tržišta u nastajanju (BRICSM). Istodobno, oportunitetni trošak usvajanja takvog modela jest zanemarivanje agregatne potražnje na domaćem tržištu kroz potiskivanje jediničnih troškova rada ispod stope produktivnosti kako bi se povećala konkurentnost u odnosu prema glavnima trgovinskim partnerima. Taj model generira povećanje dohodovne nejednakosti i slabi investicijski kapacitet domaće ekonomije (slika 4). Potrebno je napomenuti i

Bit protukrizne politike čini to što su se gotovo sva potraživanja privatnoga financijskog sektora od periferije pretvorila u javna potraživanja za koje jamče njemački i europski porezni obveznici

da neto-izvoz zemlje predstavlja njezinu stopu štednje koja, umjesto ulaganja u domaću infrastrukturu i popratne sadržaje, odlazi na financiranje kupaca dobara i usluga na kredit. Podaci Bundesbanke i Banke za međunarodna poravnanja pokazuju da je omjer između njemačkih potraživanja i dugovanja prema inozemstvu i BDP-a 5:1, dok je u Kini kao drugoj velikoj izvoznici samo 1:1. Renate Ohr sa Sveučilišta Göttingen u tome vidi razlog slabljenja infrastrukture (prometnice, željeznice, obrazovanje, istraživanje i razvoj), što dugoročno smanjuje potencijalni rast. Još veća zamka krije se u nemogućnosti naplate potraživanja

od dužniku ili naplati na teret treće stranke.

Kumulativ njemačkih suficita od 2000. do 2012. i potraživanja prema inozemstvu manji je za 600 milijardi eura od kumulativa što se vodi kao evidentan gubitak. Njemački je model problematičan i zbog porasta dohodovne nejednakosti. Od 2000. do 2012. Ginijev koeficijent povećao se s 0,26 na 0,29. Premda njegova vrijednost nije alarmantna u usporedbi sa SAD-om i Velikom Britanijom, ipak govori o trendu koji bi u budućnosti mogao biti još izraženiji. Dva su čimbenika važna za objašnjenje te pojave. Prema podacima Njemačkoga saveznog zavoda za statistiku,

od 2000. do 2011. dohodak iz nadnica porastao je 19 posto, a dohodak od kapitala 50 posto. Očito je držanje nadnica ispod stope produktivnosti pridonijelo rastu dohodovne nejednakosti (tome treba pribrojiti i smanjenje progresivnosti poreznog sustava). Drugi je čimbenik protukrizna politika od 2010. čije bi se posljedice mogle vidjeti tek u budućnosti. Izvozni model financiran njemačkim kapitalom kroz kreditiranje kupaca implicira ranjivost vjerovnika. No bit protukrizne politike čini to što su se gotovo sva potraživanja privatnoga financijskog sektora od periferije pretvorila u javna potraživanja za koje jamče njemački i europski porezni obveznici.⁵ Pojednostavnjeno, najveći izvoznici i privatni financijski sektor naplatili su najveći dio svojih potraživanja, dok porezni obveznici vrlo vjerojatno neće naplatiti svoja potraživanja i ostat će dužni financijerima raznih „spasilačkih kišobrana“ kao što su EFSF-a i ESM-a.⁶ Ako porezni pritisak sljedećih godina nadmaši porast nadnica iz godina obilježenih izvoznim *boomom*, onda je to dodatan element koji pogoršava raspodjelu dohotka, jer su koristi iz razdoblja rasta usko koncentrirane, a troškovi široko raspodijeljeni u prostoru i vremenu. Suprotno javnom narativu o transferu novca njemačkih poreznih obveznika „lijenim Grcima“, posrijedi je značajan transfer njemačkim i francuskim financijskim institucijama koje su kreditirale poslove s Grčkom i ostalim perifernim zemljama. Druga je strana kolajne krajnje nejednaka raspodjela bogatstva po kojoj Njemačka zauzima prvo mjesto u Europi, jer „gornjih“ deset posto stanovnika raspolaže s 59,2 posto bogatstva. Bogatstvo izraženo u novcu i ostalim likvidnim sredstvima bilježi od 1991. do 2013. rast od 1.751 na 4.992 milijarde eura. Premda je prema studiji ECB-a veličina bogatstva njemačkih kućanstva mjerena medijanom mala u usporedbi s Italijom i Španjolskom, to proizlazi iz veličine kućanstva kao jedinice analize (kućanstva u Njemačkoj imaju manje članova) i sugerira da divergencija medijana i aritmetičke sredine bogatstva ukazuje na značajnu nejednakost.

Osim problematičnosti izvoznog modela, Njemačka je u posljednjih deset godina znatno povećala i svoj javni dug, što

odudara od standardne predodžbe da je ona primjer fiskalne prudenčijalnosti i prije i za vrijeme krize. Javni dug je 2004. iznosio 65,8, a 2012. čak 80,5 posto BDP-a, a bio bi još veći da investitori nisu tražili sigurnost u njemačkim državnim obveznicama koje su poznate po niskome ili čak negativnom prinosu. Još je šokantniji podatak iz studije Bundesbanke da je neto imovina SR Njemačke 1991. iznosila 52 posto, a danas čini samo 1,6 posto BDP-a. Vrijednost imovine njemačke države čak bi bila

Suprotno javnom narativu o transferu novca njemačkih poreznih obveznika "lijenim Grcima", posrijedi je značajan transfer njemačkim i francuskim financijskim institucijama koje su kreditirale poslove s Grčkom i ostalim perifernim zemljama

negativna da se kao imovina ne vode krediti dani posrnutim članicama eurozone kroz stabilizacijske mehanizme, pri čemu je povrat mnogih od njih krajnje upitan. Samo povećanje duga vezano je i za njemački bankarski sektor, što najbolje pokazuje ikona njemačkog bankarstva, Deutsche Bank (DB). Kada je 2010. počela kriza u eurozoni, bilanca Deutsche Bank činila je veći udio njemačkog BDP-a od kumulativa bilanci pet vodećih američkih banaka u odnosu prema BDP-u SAD-a. Notorna je podkapitaliziranost DB-a jer je krajem 2012. udio vlastitog kapitala iznosio samo 2,68 posto, tako da bilo koji gubitak u aktivni veći od tog postotaka znači nesolventnost, a porezni su obveznici taoci *too-big-to-fail* statusa banke. U tome treba tražiti razlog zbog kojega je 2010. odgođen grčki bankrot. U takvom kontekstu lako je uočiti logiku kolektivne akcije Mancura Olsona, pri čemu je homogenoj skupini aktera koji bi snosili koncentrirane gubitke relativno lako, uz male transakcijske troškove, orkestrirati mobilizacijsku kampanju, kao što svjedoči akcija Instituta za međunarodne financije na čelu kojega je upravo u vrijeme pokušaja otpisivanja duga Grčkoj bio Josef Ackermann, bivši CEO DB-a.

Politička ekonomija njemačkih parlamentarnih izbora

Prenapregnutost njemačkoga bankarskog sektora u krizi je došla na naplatu u obliku 12 milijardi eura gubitka HRE-a, 9 milijardi IKB-a, 10 milijardi LBBW-a, 8 milijardi Bayerische LB-a, 4 milijarde HSH Nordbank i 3-6 milijardi Commerzbank. Zaoštavanjem krize na površinu će isplivati i druge dubioze. Razlog prenapregnutosti treba tražiti u korporativnom komplotu financijskih institucija i svijeta politike u kojemu su političari ponavljali mantru o potrebi izgradnje moćnih nacionalnih šampiona i čak aktivno poticali banke da izađu na međunarodno tržište i povećavaju financijsku polugu (primjer je angažman njemačkih pokrajinski banaka na američkom tržištu). U dobrim

broj 16 - prosinac 2013.

godinama svima je odgovarala takva konstelacija. Nakon što se kriza stižala, njezini su latentni uzroci ostali i, prema Martinu Hellwigu i Anat Admati kao vrsnim znalcima bankarskog sustava, pitanje nije hoće li doći do još razornije krize ako se nešto značajno ne promijeni, nego kada će ona izbiti. Unatoč imidžu regulatora, Njemačka i Francuska najviše opstruiraju postroženje bankarskih standarda kroz Basel III. zbog podkapitaliziranosti Credit Agricole, BNP Paribas, DB i Commerzbank, te se usmjeravaju na jeftina populistička rješenja kao što je strožija regulacija *hedge-fondova* i zabrana *short-sellinga* instrumenata za osiguranje duga (CDS) bez posjedovanja dotičnoga financijskog proizvoda. Naime, povećanje vlastitog kapitala zahtijeva preraspodjelu između dioničara i poreznih obveznika, jer se do veće stope vlastitog kapitala može doći isključivo izdavanjem novih dionica ili zadržavanjem dobiti, što ne odgovara dioničarima. Stoga je kod podkapitaliziranosti banke u slučaju krize, a iz perspektive financijskih *insidera*, oportunistički računati na izdašnu pomoć poreznih obveznika.

Nijedna njemačka stranka na nedavnim parlamentarnim izborima nije inzistirala na raspravi o tim pitanjima, što zbog bezidejnosti i usredotočenosti na jeftina populistička *cop-out* rješenja što zbog isprepletenosti sa strukturama moći. Nezadovoljstvo će sljedećih godina rasti, premda je i na prošlim izborima bilo 16 posto propalih glasova danih strankama koje nisu prešle izborni prag od pet posto. FDP nije uspio ući u Bundestag jer se uvelike percipira kao stranka krupnog kapitala koja je izgubila vjerodostojnost zato što nije ispunila glavno izbornu obećanje iz prethodne kampanje, a to je porezno rasterećenje. Na tim primjerima vidljiva je sve slabija funkcija političkih stranaka

Unatoč imidžu regulatora, Njemačka i Francuska najviše opstruiraju postroženje bankarskih standarda te se usmjeravaju na jeftina populistička rješenja

kao aktera koji imaju zadaću agregirati i artikulirati društvene preferencije. Ključan je primjer za to odnos dioničari/menadžeri – porezni obveznik. Unatoč padu povjerenja građana u banke s 36 (2012) na 29 posto (2013), nijedna stranka nije pokušala otvoriti raspravu o tome kako ukloniti strukturne probleme u bankarskom sektoru i vratiti povjerenje u njega. Drugi je ilustrativan primjer porast nejednake raspodjele dohotka u tradicionalnoj državi blagostanja. U odnosu prema 2000, samo je polovica Nijemaca eksplicitno podržala redistributivne mjere za smanjenje nejednakosti, dok je 25 posto bilo protiv, da bi prošle godine omjer iznosio 66 naprama 15 posto. Udio SPD-a i Die Linke u glasovima (34,3 posto) pokazuje da, osim nerazumijevanja ili ignoriranja osnovnih načela političke ekonomije i financija, te dvije stranke ne uspijevaju pretvoriti potražnju za određenim programima u konkretan politički proizvod.

Odnos njemačkih stranaka prema koncipiranju rješenja krize u eurozoni uglavnom je određen potpunom predanošću oču-

vanju eurozone s obzirom na to da je, unatoč padu udjela zemalja eurozone u njemačkom izvozu sa 44 na 36 posto, ovisnost BDP-a o toj sastavnici, bez deflacijskih mjera na unutarnjem tržištu, vrlo značajna. Pozicije CDU/CSU-a i SDP-a međusobno se razlikuju: dok je SPD predan uvođenju euroobveznica kao oblika mutualizacije duga, CDU/CSU odbija takvo rješenje i inzistira na fiskalnoj konsolidaciji zemalja periferije. Unatoč toj razlici, koja će vjerojatnu većinsku koaliciju CDU/CSU-SPD povremeno dijeliti i otežavati krizni menadžment, nije upitno da će CDU/CSU pristati na određen oblik socijalizacije dugova koji će biračkom tijelu biti probavljiviji, a stranci omogućiti da „sačuva obraz“. „Konzekventno ne“ Angele Merkel u koncipiranju dosadašnjih „paketa za spašavanje“ uvijek se pretvaralo u „konzekventno da“. Umjesto izravnog otpisa duga, vrlo su izgledni produljenje roka otplate i smanjenje kamata, dopuštajući inflaciji da proguta dio duga (primjer je otplate enormnog duga Velike Britanije nakon Drugoga svjetskog rata).

U raspravi o rješenju krize u eurozoni figuriraju koncepti bankovne i fiskalne unije kao panaceja koje će ukloniti postojeće divergencije s obzirom na narativ da je kriza rezultat nedovoljne integracije EU-a. No ti koncepti zanemaruju europsku političku i ekonomsku stvarnost, a rješenja su parcijalna zbog nedostatka istinske reforme financijskog sektora i njegove problematične veze s političkom elitom. Ona ne mijenjaju temeljnu logiku igre s nultim ishodom u kojemu vjerovnici naplaćuju puni iznos svojih potraživanja neovisno o kanalima kojima se ostvaruje taj cilj i cijeni takva postupanja („zamor spašavanja“ u zemljama centra i „umor“ od mjera štednje i kronične nezaposlenosti na periferiji, te porast potpore ekstremističkim strankama).⁷ Osim toga, bankovna unija bez imperativa drastičnog

Unatoč padu povjerenja građana u banke s 36 (2012) na 29 posto (2013), nijedna stranka nije pokušala otvoriti raspravu o tome kako ukloniti strukturne probleme u bankarskom sektoru i vratiti povjerenje u njega

povećanja temeljnog kapitala banaka i restrikcije nekontrolirane ekspanzije (zajednička financijska regulacija na razini EU-a) ne uklanja problem moralnog hazarda i mogućnost još žešće krize u budućnosti.⁸ Raspravu o koncipiranju rješenja kontroliraju financijski *insideri* pa Mario Draghi, guverner ECB-a, smatra da bi veće inzistiranje na rekapitalizaciji banaka kroz zadržavanje dobiti vodilo egzodusu stranih investitora iz europskoga financijskog sektora.

S obzirom na sve, nije realno očekivati da zemlja poput Španjolske sa stopom nezaposlenosti od 26 posto može otplatiti kumulativne dugove koji premašuju 400 posto BDP-a. Nitko od ključnih njemačkih političkih aktera nije ukazao na problem monetarnog sustava u kojemu financijske institucije imaju mogućnost kreditne ekspanzije koja je ograničena samo vlasti-

tom procjenom utjecaja poslovnog ciklusa na njihov temeljni kapital. Naime, u fazi recesije veličina dugova visi poput Damoklova mača nad glavom ekonomije jer mnoge investicije (u špekulativnu imovinu i u realni sektor) ne generiraju *cash flow* dovoljan da se otplaćuju dugovi, efektivno vodeći u deflacijski val na koji nisu otporne ni same financijske institucije zbog tanke kapitalne baze. Čak ni Alternativa za Njemačku (AfD), kao nova politička snaga koja se protivi euru i koju predvodi nekolicina profesora ekonomije sa Sveučilišta u Hamburgu, nije iskoristila prigodu da raspravu o svemu tome razumno intonira.

Rješenja za prevladavanje enormnih dugova u eurozoni

Nakon izbijanja krize zbog političkog utjecaja financijske elite i njezine povezanosti sa svijetom politike odbačena je opcija izravne monetizacije duga i otpisa nenaplativih dugova te je nastavljeno napuhivanje kreditnog mjehura. Trenutačno je na djelu poker s bilijunskim ulogom između onih koji kupuju vrijeme jeftinim novcem središnjih banaka i vjeruju da mogu nastaviti kao prije i logike inherentne poslovnom ciklusu koja govori da se svi dugovi ne mogu otplatiti. Nema lakih odgovora na pitanje kako upravljati „ekonomskim tankerom“ u opasnoj zamci visokih dugova privatnoga i javnog sektora. Prvo rješenje, otplate dugova mjerama štednje, otvara Pandorinu kutiju deflacijske spirale jer negira „zabludu sastava“ kada se svi razdužuju u isto vrijeme. Inzistiranje na tom pristupu nije samo oslabilo državu i privatni nefinancijski sektor nego i same banke, budući da podaci konzultantske kuće Ernst&Young govore da se udio loših kredita u bilancama banaka eurozone povećao za rekordnih 120 milijardi. Osim toga, ekspanzivna monetarna politika bez monetizacije dugova radi potpore financijskog sektora, a u nadi da će ponovno proraditi transmisijski kreditni mehanizam, dodaje samo ulje na vatru jer se s dugom bori stvaranjem novog duga. Drugo rješenje, rast iz duga, nije moguće jer stanovništvo sve više stari, pada kvaliteta ljudskog kapitala zbog slabijeg obrazovanja, te svaki dodatni euro duga vodi k sve manjemu inkrementalnom rastu. U SAD-u je 1950-ih svaki dolar duga stvarao je 0,60 centi rasta, dok je danas rast pao na 0,10 centi. U Kini je pad efikasnosti nakon izbijanja globalne financijske krize bio još veći: s 0,85 na 0,15 centi. Treće rješenje, financijska represija (inflacija), krajnje je nepravedno jer inflacijski porez najviše pogađa one s fiksnim dohotokom i one koji ne mogu preseliti svoj kapital u financijsku i realnu imovinu koja ih štiti od gubitka vrijednosti.

Ipak, postoji kreativno i održivo rješenje. Prema Danielu Stelteru, dugogodišnjem članu uprave ugledne Boston Consulting Group, ono obuhvaća rezanje ili „šišanje“ dugova na održivu razinu, a to je najviše 180 posto BDP-a (kumulativ dugova države, nefinancijskih poduzeća i kućanstava). Brojka se izvodi iz računice koja pretpostavlja da je prosječna kamatna stopa pet posto, pri čemu uz dug od 60 posto BDP-a trošak serviranja duga čini tri posto BDP-a. Ako bi ekonomski rast bio tri posto, refinanciranje dugova bilo bi stabilno. Jasno, 7.400 milijardi eura duga u ta tri sektora na razini eurozone potpuno je neodrživo. Dugovi se mogu rezati postupnim oporezivanjem imovine, najviše financijske imovine, pri čemu bi taj porez

pogodio 16 posto financijske imovine njemačkih kućanstava. No Stelter ne navodi da je dodatan dug financijskog sektora ujedno i golema financijska poluga s kojom on operira, kao i činjenicu da u postojećemu monetarnom sustavu veličina duga određuje količinu novca. Dakle, što i kako nakon rezanja duga da bi se izbjegle greške iz prošlosti?

Istinska reforma monetarnoga i financijskog sustava neizostavan je element stvaranja povoljnije investicijske i poslovne klime koja će omogućiti povratak stabilnoga i održivog ekonomskog rasta, kao i povjerenja u proces europske integracije. Samo se tako može raskinuti začarani krug da se protiv enormnih dugova bori još većim dugovima, a protiv inflacije financijske imovine još većom inflacijom. Glavni je izazov kako urediti monetarni sustav i proces kreiranja novca. S jedne strane, kreditna emisija može se vratiti u okrilje prerogativa suverena, pri čemu svaki novonastali euro kao platno sredstvo, zaliha vrijednosti i obračunska jedinica ne podrazumijeva bilo kakav dug i implicira posljedičnu mogućnost da država tako smanji poreze jer može računati na prihode od *seignoragea*. Nedostatak je pak to što političari mogu zarobiti poluge središnje banke i manipulirati kreditnom emisijom radi kupovine glasova i drugih ciljeva koji proizlaze iz političkog pristupa poslovnom ciklusu. S druge strane, financijski sektor može biti izvor likvidnosti kao mazivo razmjene i ekonomskog rasta. Prednost je takva pristupa to što privatni sektor, uz prave poticaje, može produktivno alocirati kapital, ali se opasnost krije u špekulativnom pristupu ulaganju i brzem rastu dugova od mogućnosti ekonomije da otplaćuje postojeće obveze.

Na razini eurozone to bi značilo da jedna alternativa obuhvaća ECB u ulozi prosvijećene tehnokratske institucije koja, oslobođena pritiska političara i promišljanja o uskim interesima privatnoga financijskog sektora, određuje monetarnu politiku i stvara euro sukladno porastu produktivnosti i stopi rasta u eurozoni. Druga je alternativa da bitno rekapitaliziranim i reguliranim privatni financijski sektor odgovara na potrebu za likvidnošću rastuće ekonomije. To nije isključivo akademska rasprava rezervirana za ekonomiste, jer posljedice koluzije političke i financijske elite pogađaju održivost poretka liberalne demokracije.

Bilješke

- 1 U prvim godinama nakon uvođenja eura činilo se da se najveći broj članica EU-a nalazi na medenom mjesecu te su se zemlje koje su nekoć imale problema u privlačenju kapitala najjednom suočile s golemim priljevom kapitala iz centra. Zemlje poput Španjolske i Irske čak su imale fiskalne suficite kao posljedicu povećanih poreznih prihoda usred kreditne ekspanzije, osobito u sektoru poslovanja nekretninama, što opovrgava tezu o rastrošnim suverenima kao isključivom uzroku krize.
- 2 Financijska poluga odnosi se na omjer između pozajmljenih sredstava i vlastitog kapitala u financiranju poslovnih aktivnosti.
- 3 Brz porast privatnog zaduženja uklapa se u priču o *privatnom kejnezijanzizmu*. Nakon zamjene kejnezijanske paradigme o upravljanju agregatnom potražnjom instrumentima fiskalne politike, zbog problema koje njihovo pretjerano korištenje donosi u ekspanzivnoj fazi poslovnog ciklusa poput inflacije, otišlo se u drugu krajnost. Unatoč naglasku na monetarizmu kao novom pristupu koji je trebao omogućiti ekonomski rast kroz stabilan monetarni okvir i reguliranje količine novca u optjecaju, u praksi se etablirao model *privatnog kejnezijanzizma*. On se sastojao od održavanja ekonomskog rasta temeljem potrošnje i ulaganja u poslove povezane s nekretninama i financirane zaduživanjem privatnog sektora, a taj trend kasnije je slijedio i javni sektor. Takav model znači da središnje banke nisu uspjele efektivno kontrolirati nastajanje nove novčane mase. No povećanje novčane mase nije rezultiralo visokim stopama inflacije jer se novac usmjeravao na stjecanje financijske aktive i nekretnina – kategorija koje nisu zastupljene u CPI-u (indeksu potrošačkih cijena).
- 4 Od 1980-ih na djelu je financiranje fiskalnog deficita zaduživanjem kod privatnih vjerovnika kako bi se očuvao integritet državne riznice od inflatorne spirale koju izaziva neumjereno tiskanje novca od strane središnje banke pod kontrolom političke elite, a takav trend omogućio je rast moći tržišta državnih obveznica.
- 5 Strategija privatnih vjerovnika sastoji od odgode bankrota suverena i prekrcavanja vlastitih rizika na druge aktere, poput poreznih obveznika i drugih država.
- 6 Čak je i legendarni investitor George Soros napomenuo da Grčka nije sposobna otplatiti svoje dugove. Luigi Zingales s Chicago Booth School of Business tvrdi da bi zemlja poput Grčke imala mnogo veće izgleda da izađe iz krize i da se reformira da joj je 2010. omogućen bankrot jer bi u tom slučaju imala veći fiskalni manevarski prostor za izlazak iz krize, budući da bi bila opterećena manjom razinom duga koji i nakon dva "šišanja" iznosi enormnih i neodrživih 161,3 posto BDP-a.
- 7 Izdavanje euroobveznica omogućilo bi naplatu vjerovnika, ali bi iscrpilo dužnike/porezne obveznike u zemljama vjerovnicima, ovisno o raspodjeli tereta otplate.
- 8 ECB kao potencijalni zajednički regulator još se uvijek u procjeni stanja nacionalnih bankarskih sektora oslanja na nacionalne regulatore u odabiru evaluatora bilanci, pa se time riskira guranje mnogih loših kredita pod tepih i njihova socijalizacija nakon uvođenja bankovne unije u kojoj će kapital zdravih banaka sanirati bilance prenapregnutih banaka s lošim kreditima. ■