

Dr Dejan Mikerević\*

# Značaj tržišta kapitala i institucionalnih investitora za prevazilaženje dužničke krize u Grčkoj i Evropi

## Rezime

Svjetska privreda je sredinom 2008. godine ušla u krizni period, koji je počeo visokim stopama inflacije, nastavio se finansijskom i ekonomskom krizom, da bi na kraju došla i dužnička kriza u Grčkoj i ostalim zemljama Evropske unije. Problem dugova zemalja Ekonomske i monetarne unije značajno je uzdrmao vrijednost i respektabilnost evra i izazvao strah investitora i građana za budućnost zajedničke evropske valute. Finansijska tržišta zapala su u neizvjesnost, a privrede država evro zone duboko u recesiju i hitno rješenje problema bilo je neophodno. Teški pregovori o pomoći posrnuloj Grčkoj (110 milijardi evra) i plan spašavanja ostalih problematičnih zemalja Ekonomske i monetarne unije (750 milijardi evra) uspješno su završeni 2. i 10. maja, čime su evropske zemlje pokazale spremnost da urade sve što je neophodno da bi održale stabilnost evra i svojih privreda. Međutim, bitno je istaći da je dužnička kriza pokrenula proces strukturnih reformi problematičnih privreda evro zone, kao što su Grčka, Portugal, Španija, Italija i druge. Naviknuti na visoka primanja i mnogobrojna prava, građani tih zemalja teško bi se odrekli tih povlastica i sa ovom krizom dovedeni su pred izbor – ili će bankrotirati ili će početi proces neophodnih reformi svojih državnih finansija. Uz kratkotrajne proteste u Grčkoj, Španija i Portugal su već počeli sprovoditi reforme ukidanja povlastica i njihove privrede započele su strukturne promjene da bi postale konkurentnije i izašle iz recesije. Depresijacija evra je, isto tako, doprinijela da evropski izvoz postane konkurentniji na svjetskom tržištu i time su omogućeni dodatni resursi tim zemljama da izvrše strukturno prilagođavanje realnim tržišnim uslovima u svijetu. Koncept izlaska iz recesije Evropska unija bazirala je na povećavanju konkurentnosti s posebnom pažnjom na jačanje izvoznih sposobnosti svoje privrede (pored već konkurentnih privreda, kao što su Njemačka, Belgija, Holandija i skandinavske zemlje, neophodna je konkurentnost i ostalih članica EU iz istočne, centralne i južne Evrope) i na povećanju domaće tražnje i investicija u zemljama gdje su one relativno niske (kao što je to Njemačka i ostale zemlje sa snažnom tradicijom štednje, gdje postoji veliki potencijal za povećanje agregatne tražnje). Samim tim, privreda evro zone i ostalih zemalja Evropske unije teži da ispuni zacrtani lisabonski cilj da postane najkonkurentnija privreda u čitavom svijetu 2020. godine.

## UVOD

Finansijska i ekonomska kriza je dovela do velikih poremećaja u svijetu, ali i unutar samih zemalja. Različitost država, njihova organizacija i tradicija uslovljavali su i različitost uticaja navedene krize na njihov ekonomski i finansijski sistem, kao i različitost mjera usmjerenih na njeno prevazilaženje. Problemi koji su zadesili Grčku predstavljaju najdrastičniji primjer negativnih efekata krize na finansijsku i ekonomsku stabilnost, kako grčke privrede tako i samih državnih finansija. Pod problemima koji se odnose na finansije države treba podrazumijevati enorman rast budžetskog deficita, javnog duga i nemogućnosti servisiranja dugovanja koja dospijevaju, što predstavlja osnovni razlog grčke dužničke krize sa kraja 2009. i početka 2010. godine. Osnovni cilj rada je da se analiziraju uzroci koji su doveli do dužničke krize u Grčkoj i cijeloj Evropi i da se razmotre mjere koje bi mogle da doprinesu njenom prevazilaženju u što skorijoj budućnosti. Sam rad se sastoji iz četiri poglavlja. U prvom poglavlju se posmatra

povezanost rasta zaduživanja države i privatnog sektora i kretanja na međunarodnom tržištu kapitala, posebno tržištu obveznica. U posljednje vrijeme, države i privatne korporacije prvenstveno teže da se zadužuju putem emitovanja hartija od vrijednosti (obveznica) pa se kao posljedica pojavljuje prevelika ponuda dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti na nacionalnim i međunarodnim tržištima kapitala. U drugom dijelu rada razmatra se tržište obveznica, osnovne karakteristike i aktivnosti koje se dešavaju na tom tržištu. Daje se osvrt na kretanje cijena pojedinih vrsta hartija od vrijednosti, izračunavanje njihovih vrijednosti i analiziranje tržišta kapitala. Posebno se analizira proces rejtingovanja pojedinih dužničkih hartija od vrijednosti i uloga specijalizovanih rejting agencija, kao što su Moody's, Standard and Poor's i Fitch. U trećem poglavlju analiziraju se posljedice bankrotstva države na njenu ekonomiju, sa posebnim osvrtom na iskustvo Argentine, koja još uvijek nije u potpunosti postigla sporazum sa svojim povjericima o izmirenju dugovanja prema njima iz 2001. Zatim

\* Viši asistent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjoj Luci.

se, u posljednjem dijelu rada, razmatra problem velikih dugova Grčke i nemogućnost države da uredno servisira svoje obaveze po osnovu dospjelih potraživanja povjerilaca. Imajući u vidu da je Grčka članica evro zone, njeni problemi su značajni i za ostale članice koje koriste zajedničku evropsku valutu, ali i za ostatak Evropske unije. Kao najznačajniji članovi Ekonomske i monetarne unije (EMU) izdvajaju se Francuska i Njemačka i njihovo djelovanje u ovom kriznom trenutku za Grčku je od posebnog značaja. Između država koje upotrebljavaju evro kao zajedničku valutu postoje značajne razlike u razmišljanjima o načinu pomoći Grčkoj i izlasku iz dužničke krize. Ovo je posebno značajno zato što postoji mogućnost da i druge članice evro zone, kao što su Španija, Portugalija, Irska i Italija, dođu u sličnu poziciju u kojoj se sada nalazi Grčka. Samim tim, problemi koji bi tada zadesili područje u kojem cirkuliše zajednička evropska valuta bili bi kritični i ugrozili bi samo funkcionisanje EMU. Razlog za to je činjenica da problemi Grčke imaju mnogo manji efekat na evro od mogućih posljedica koje bi imale poteškoće pomenutih zemalja koje su geografski, demografski i ekonomski mnogo veće. Rješenje za probleme koji su zadesili područje evro zone treba tražiti u povećanju konkurentnosti njihovih privreda, disciplinovanju finansija problematičnih zemalja i zajedničkom djelovanju članica koje dijele istu sudbinu. Pad vrijednosti evra pojavljuje se kao faktor koji pozitivno djeluje na izvozne rezultate evropske privrede i kao moguć izlaz iz recesije. Uz strukturnu reformu kompletne privrede, kako trenutno problematičnih tako i dobrostojećih ekonomija Evropske unije, može se očekivati da ona ostvari svoj cilj najkonkurentnije privrede u svijetu do 2020. godine.

## 1. TRŽIŠTE OBVEZNICA I ZNAČAJAN RAST ZADUŽIVANJA U CILJU PREVAZILAŽENJA KRIZE

Pad aktivnosti svjetskih privreda (recesija) došao je kao rezultat finansijske i ekonomske krize koja je zahvatila razvijene zemlje, zemlje u razvoju i najsiromašnije države. Rijetke su zemlje koje su uspjele da izbjegniju recesiju, a među njima se posebno izdvaja Kina, koja je imala rast bruto društvenog proizvoda oko 8% u kriznoj 2009, a u 2010. godini već ima dvocifrenu stopu rasta (iznad 10%). Međunarodne finansijske institucije i institucije vlasti zemalja predstavile su opširne programe i aktivne mjere koje bi trebalo da doprinesu izlasku iz recesije. Osnova datih mjera jeste snižavanje referentnih kamatnih stopa, podsticanje velikih javnih infrastrukturnih projekata, povećavanje budžetskog deficita i javnog duga. Način na koji se finansiraju veliki budžetski deficit i javni dug jeste zaduživanje zemlje putem kredita kod međunarodnih finansijskih institucija ili putem emitovanja dužničkih hartija od vrijednosti, tj. obveznica. Manje razvijene zemlje sa lošijim kreditnim rejtingom zadužuju se, prvenstveno, putem uzimanja zajmova od međunarodnih finansijskih institucija, kao što su Svjetska banka, MMF, EIB, EBRD i ostale, a nerazvijenost njihovih tržišta kapitala onemogućuje značajno zaduživanje putem emitovanja obveznica. S druge strane, razvijene zemlje najveći dio svojih zaduživanja obavljaju kroz izdavanje dužničkih hartija od vrijednosti, koje se plasiraju kroz sofisticirana finansijska tržišta. Posebno se ističu aktivnosti američkog ministarstva finansija (US Treasury) i Federalnih rezervi (Federal reserve – FED) na najrazvijenijem finansijskom tržištu u svijetu – tržištu u Sjedinjenim Američkim Državama.<sup>1</sup> Značajno je istaći da se i privatne kompanije sada najčešće odlučuju za pozajmljivanje novčanih sredstava putem plasiranja dužničkih hartija od vrijednosti. Velike kompanije imaju navedenu mogućnost, dok su male kompanije uskraćene za taj način finansiranja svojih poslovnih aktivnosti. Kao rezultat tih aktivnosti, klasičan metod bankarskog

kreditiranja značajno je smanjen u posljednjih godinu dana.

U cilju sprečavanja potpunog ekonomskih kolapsa, vlasti država u svijetu su pristupile preuzimanju dugova privatnog sektora (posebno bankarskog) tako što su značajnim finansijskim sredstvima podsticale njihov opstanak i dalji razvoj. Samim tim, vlade su preuzele potpunu odgovornost za izlazak iz krize i najvažnije pitanje koje se postavlja jeste da li će one moći izdržati dužnički pritisak dok se njihove ekonomije ne oporave u potpunosti. Ovakav način djelovanja države može da ima pozitivne efekte u kratkom roku, ali u srednjem roku vlade moraju da obezbijede povratak privatnog biznisa na poziciju centralnog aktera koji generiše rast privrede. Posljednji podaci su ohrabrujući imajući u vidu da su potrošački i berzanski indeksi, kao i prinosi na obveznice za mjesec mart porasli. Uz činjenicu da centralne banke Amerike, Japana i Evrope ne planiraju podizati kamatne stope, optimisti smatraju da je oporavak realan u narednom periodu. Međutim, tradicionalni problem sa kojim se sve vlade susreću prilikom zaduživanja jeste njihova mogućnost da iskorištavaju moć instrumenata monetarne i poreske politike, koje privatni poslovni sektor ne posjeduje i ne može da kombinuje za olakšavanje ispunjavanja svojih obaveza. Mogući problem za vlasti država jeste nesprijetnost odricanja od navedenog izvora likvidnosti kroz instrumente monetarne i fiskalne politike nakon završetka perioda koji obezbjeđuje potpun oporavak ekonomije. Tržišta kapitala će negativno reagovati ako osjete da je dugovno opterećenje za pojedine države preveliko. Upravo to je slučaj sa Grčkom i problemima koje ona trenutno proživljava. Sadašnji troškovi dugoročnih vladinih dugova u Grčkoj iznose oko 7% (visina kamatne stope na državne obveznice) i stalno rastu, pa se može zaključiti da su neodrživi s obzirom na očekivanu stopu rasta nominalnog BDP-a i velikog odnosa dugova prema BDP-u Grčke.<sup>2</sup> Međutim, sam slučaj Grčke smatra se posljedicom velike dužničke krize koji je pogodio najranjiviju zemlju u ovom trenutku i očekuje se nastavak dugovnih problema i za ostale zemlje koje će morati da smanjuju svoje budžetske deficite. Prema tvrdnjama ekonomiste Swiss Bank, Sebastijana Ajzingera, vlade država su u trci za oživljavanje svojih ekonomija prije nego što finansijska tržišta izgube strpljenje zbog njihovih velikih budžetskih deficita. Ukoliko ne uspiju da obezbijede oporavak svojih ekonomija prije nego što tržišta izgube strpljenje, neophodna mjera tih država biće povećanje poreza koje može da ugrozi njihov ekonomski oporavak. Problem kejnzijanske (monetarne) stimulacije je to što onaj ko je primjenjuje postaje zavisn od nje i vlade se vrlo rijetko odlučuju da odbace prednosti koje ona pruža. Ima i izuzetaka, kao što je to bio slučaj sa britanskim laburističkim premijerom Džimom Kalaganom u sedamdesetim godinama prošlog vijeka. On je donio odluku da se ekonomski oporavak ne može zasnivati na stalnom rastu budžetske potrošnje. U tom vremenu, glavni problem bio je rast inflacije, ali sada je to pretjerani obim emitovanih obveznica država i privatnih kompanija.

*A šta se to dešava na tržištu obveznica, posebno tržištu vladinih državnih obveznica?* Prinos na dugoročne obveznice značajno je porastao u posljednjim sedmicama, a razlika između kratkoročnih i dugoročnih stopa je veća nego što je to uobičajeno (tzv. kriva prinosna). Objašnjenje za navedenu situaciju varira od pozitivnog razvoja situacije, tj. da se ekonomija vraća u normalu, do apokaliptičnog scenarija – da su investitori izgubili interesovanje za državne dužničke hartije od vrijednosti (dugove vlada). Samim tim, razlog koji objašnjava značajan rast vrijednosti tržišta akcija jeste taj da su njihovi potencijalni povrti mnogo atraktivniji od povrata na vladine obveznice, a to je značajan potencijal za konkurenciju između njih. Vlade su imale priliku da finansiraju svoje ekonomije u kriznom periodu sa veoma

1 Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, J. A., *Počela ulaganja*, prevod: Essentials of Investments, MATE d.o.o., Zagreb, 2006, str. 325.

2 The Economist, The wax melts, Volume 395, Number 8677, April 10th – April 16th, London, p. 67–69.

niskim troškovima, ali će veće kamatne stope na njihove dužničke hartije od vrijednosti vršiti pritisak na njih da sprovedu strožu poresku politiku. Ekonomije i tržišta koja su previše zavisna od vladine finansijske podrške naći će se u značajnom problemu. U takvoj situaciji je sada Grčka, a sutra to mogu biti Španija, Portugal, Italija ili bilo koja druga država.<sup>3</sup>

## 2. OSNOVNE KARAKTERISTIKE OBVEZNICA I NJIHOVOG TRŽIŠTA

Sam pojam obveznica predstavlja obavezu emitenta kao dužnika da izvrši povrat pozajmljenog novca od investitora, tj. kupca obveznica (dužničkih hartija od vrijednosti).<sup>4</sup> Zajmoprimac ima obavezu vratiti zajmoprimcu ukupan iznos pozajmljenog novca (glavnicu), a za mogućnost korištenja tog novca će platiti kamatu (kupon) uz dogovorenu kamatnu stopu (kupon stopa) i na unaprijed dogovoren rok dospijea instrumenta.<sup>5</sup>

Postoje različite vrste obveznica, ali je značajno naglasiti da, iako se razlikuju, one mogu imati neke zajedničke karakteristike. Samim tim, obveznice se mogu podijeliti na vrste i podvrste, a najčešći kriteriji klasifikacije su:

- rok – kratkoročne sa rokom dospijea do jedne godine, srednjoročne sa periodom dospijea od jedne do pet godina, i dugoročne sa rokom dospijevanja od pet do 30 godina,
- izdavalac ili emitent – država (vlada), državne agencije, lokalni organi vlasti, kompanije i banke,
- tip amortizacije – kuponski, anuitetni i diskontni (nulti kupon – zero coupon),
- denominacija – nacionalna valuta, strana valuta i dualna (nacionalna i strana valuta).

Posebno će se istaći karakteristike državnih obveznica pošto se u radu obrađuje grčka dužnička kriza, koja je i nastala kao posljedica problema sa isplatom emitovanih obveznica grčke vlade. Osnovne osobine obveznica koje izdaje država jesu:

- emitent je država koja nije profitabilno orijentisana,
- osnovna namjena je finansiranje javnih rashoda (budžetskog deficita i deficita javnih fondova),
- emituju se na osnovu planova budžeta i javnih rashoda, a imaju značajnu regulatornu ulogu na tržištu kapitala,
- rizik je direktno povezan sa stabilnošću budžeta, tj. same države,
- imaju veoma širok krug kupaca, a najznačajniji su banke i investicioni fondovi,
- poreske olakšice, pošto su najčešće oslobođene plaćanja poreza na kamatni prihod, što zavisi od vrste obveznice, emitenta i poreskog sistema,
- inovativne su pošto se javlja veliki broj različitih oblika državnih obveznica u posljednje vrijeme,
- jednostavne su pošto nemaju kompleksne elemente kao korporativne obveznice (konvertibilnost, supstitucija, razni oblici derivacije).

Država emituje obveznice da bi ostvarila određene ciljeve. To može biti želja da se određena poreska opterećenja preraspodijele sa sadašnjih na buduće poreske obveznike (putem planiranja budžetskih deficita) ili da se finansiraju određeni razvojni projekti za koje trenutno ne postoji dovoljno novčanih sredstava. Zatim može da se podstiče povećanje agregatne tražnje i ponude na tržištu da bi se došlo do privrednog rasta i povećanja zaposlenosti ili da se vrši regulisanje visine kamatne stope i monetarne mase ubrizgavanjem ili povlačenjem novca iz opticaja. Država može putem emitovanja obveznica da finansira infrastrukturne projekte koji imaju pozitivne indirektne efekte na privredu, ali izvršna vlast može na ovaj način i da pokuša ostvariti svoje političke ambicije. Kupci državnih obveznica na primarnom tržištu imaju interes da investiraju višak likvidnih sredstava. Zainteresovanost za ovu vrstu obveznica proističe iz relativne rentabilnosti i malog rizika koju oni nose. Na sekundarnom tržištu, kupci su, pored interesa koji je svojstven kupcima na primarnom tržištu, zainteresovani da obezbijede sebi kapitalnu dobit, ostvare svoj politički ili drugi strateški interes. Osnovna podjela državnih obveznica identična je klasifikaciji kod dužničkih instrumenata, a jedna od najznačajnijih podjela je podjela po roku dospijea:

- kratkoročne državne obveznice ili blagajnički zapisi (Treasury bills) – od jednog mjeseca do jedne godine,
- srednjoročne državne obveznice (Treasury notes) – emituju se s ciljem finansiranja budžetskog deficita i sa rokom od jedne do 10 godina,
- dugoročne državne obveznice (Treasury bonds or Government bonds) – izdaju se zbog pokrivanja budžetskog deficita ili infrastrukturnih projekata sa rokom dužim od 10 godina.

Osnovna karakteristika državnih obveznica jeste da one nose nizak nivo rizika, jer bez obzira što se njihov rizik dijeli na sistemski i nesistemski, u ovom slučaju oba su sjedinjeni u jedan – sistemski rizik. Država je istovremeno i emitent i glavni faktor koji kontroliše i kreira sistemske rizike. Ona određuje budući program rada, dalja zaduživanja, ekonomske aktivnosti, visinu budžeta i ostalo. Ukoliko državni program nije usvojen ili nije realan, dolazi do povećanja rizika ulaganja u državne obveznice. To se može vidjeti na primjeru Grčke i njene dužničke krize, gdje se primjećuje veliki broj faktora koji utiču na cijenu grčkih obveznica i kamatne stope (prinos na obveznice), po kojima su investitori spremni da kupuju njene dužničke hartije od vrijednosti. Bez obzira na to što obveznice spadaju u najsigurnije hartije od vrijednosti, prinos može biti niži ili viši od očekivanog, a rizik da emitent neće platiti svoje obaveze naziva se rizik neplaćanja ili kreditni rizik. Razlika u prinosima između obveznica različitog kreditnog rejtinga naziva se premija na rizik neplaćanja. Rizici ulaganja u obveznice su različiti, a kao najvažniji izdvajaju se:

- kreditni rizik,
- kamatni rizik,
- monetarni rizik inflacije,
- rizik promjene deviznog kursa,
- rizik likvidnosti,
- rizik reinvestiranja,
- rizik opoziva.<sup>6</sup>

3 The Economist, *Europe's debt crisis – Acropolis now*, Volume 395, Number 8680, May 1st – May 7th, London, page 11.

4 Kada se govori o dospijea novčanih tokova (obračunskim periodima, tj. isplata kamata i osnovnog duga), javljaju se četiri osnovne vrste instrumenata kreditnog tržišta: 1. Prost zajam, 2. Zajam s fiksnom ratom (anuitetski ili potpuno amortizovani zajam), 3. Kuponska obveznica, 4. Obveznica s diskontom (obveznica bez kupona). Kod ovih vrsta instrumenata isplata se vrši u različitim periodima. Kod prostog zajma i obveznica s diskontom isplata se obavlja samo na dan dospijea (jedanput), dok se periodična isplata do roka dospijea vrši kod zajma s fiksnim ratama i kuponskih obveznica. Miškin, F., *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006, str. 62–65.

5 Rok dospijea instrumenta (Maturity Date) predstavlja broj godišnjih perioda na kraju kojih emitent instrumenta treba da izvrši obećanu isplatu glavnice i kamate. Sam emitent određuje rok dospijea i to utiče na novčani tok instrumenta, njegov prinos do dospijea (Yield to Maturity) i njegovu cijenu. Nominalni iznos pozajmljenih sredstava kod obveznice naziva se glavnica (Principal Value, Face Value, Par Value), a kamata koju zajmoprimac isplaćuje zajmoprimcu, tj. vlasniku obveznice je kupon (Coupon). Kamatna stopa koja se isplaćuje tokom perioda dospijea obveznice predstavlja kuponsku stopu (Coupon Rate) ili nominalnu kamatnu stopu. Šoškić, D. i Živković, B., *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za istraživačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006, str. 235–240.

6 Šoškić, D. i Živković, B., *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za istraživačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006, str. 249. Isto, str. 238

Mjerenje rizika obveznica naziva se rejting obveznica, što predstavlja rang obveznica po obilježju opadajuće sigurnosti (rastućeg rizika), a obavljaju ih agencije specijalizovane za procjenjivanje i mjerenje rizika koje se zovu rejting agencije. Najpoznatije su tri rejting agencije: Moody's, Standard and Poor's (S&P's) i Fitch IBCA. One ocjenjuju kratkoročne i dugoročne dužničke obaveze, hartije od vrijednosti, kredite, prioritetne akcije i osiguravajuće kuće. Dugoročni kreditni rejtingi prvenstveno su orijentisani na investiciono okruženje zemlje i/ili sposobnost kompanija da izvršavaju svoje dužničke obaveze. Posebno se razmatra mogućnost isplate dugova u stranim valutama, gdje se analizira visina deviznih rezervi pojedinih zemalja. Njihov manjak može značajno uticati na smanjenje rejtinga obveznica pojedinih zemalja i kompanija. Važno je imati na umu da se rejtingi ovih agencija razlikuju od preporuka za kupovinu, prodaju ili držanje pojedinih hartija od vrijednosti i oni

su, prije svega, mjera sposobnosti entiteta i volje da isplati svoja dugovanja.<sup>7</sup> Na slici 1. može se vidjeti pregled rejtinga tri najznačajnije svjetske specijalizovane agencije i sve one počinju svoju analizu sa Aaa ili AAA (maksimalna sigurnost) i završavaju sa C ili D (najveći kreditni rizik, tj. visoka vjerovatnost neizvršenja). Postoje tri segmenta obveznica i to su: investicione (investment bonds), špekulativne (speculative bonds) i visokorizične obveznice (junk bonds). Tokom perioda postojanja obveznice, rejting se mijenja u skladu sa promjenama kreditne sposobnosti emitenta i promjenama performansi dužnika, što se odražava na cijenu obveznica na sekundarnom tržištu i mogućnost novog zaduživanja novim emisijama obveznica po povoljnim uslovima. To je i slučaj sa Grčkom, kada je rejting agencija Standard & Poor's smanjila rejting državnih obveznica na špekulativne sa BBB (Baa) na BB (Ba), tj. proglasila ih „smeće“-obveznicama (junk bonds).

**Slika 1. Kreditni rejting hartija od vrijednosti tri najznačajnije svjetske rejting agencije: Moody's, Standard & Poor's i Fitch.**

Rejting obveznica	Rejting obveznica 2	Rejting obveznica 3	Ocjena-definicija
Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA	
Aaa	AAA	AAA	Maksimalna sigurnost
Aa1	AA+	AA+	Ocjena visokog nivoa kvaliteta
Aa2	AA	AA	Ocjena visokog nivoa kvaliteta
Aa3	AA-	AA-	Ocjena visokog nivoa kvaliteta
A1	A+	A+	Ocjena višeg srednjeg nivoa kvaliteta
A2	A	A	Ocjena višeg srednjeg nivoa kvaliteta
A3	A-	A-	Ocjena višeg srednjeg nivoa kvaliteta
Baa1	BBB+	BBB+	Ocjena nižeg srednjeg nivoa kvaliteta
Baa2	BBB	BBB	Ocjena nižeg srednjeg nivoa kvaliteta
Baa3	BBB-	BBB-	Ocjena nižeg srednjeg nivoa kvaliteta
Ba1	BB+	BB+	Bez investicione ocjene
Ba2	BB	BB	Špekulativne obveznice
Ba3	BB-	BB-	Špekulativne obveznice
B1	B+	B+	Visokošpekulativne obveznice
B2	B	B	Visokošpekulativne obveznice
B3	B-	B-	Visokošpekulativne obveznice
Caa1	CCC+	CCC+	Znatan rizik
Caa2	CCC		U izrazito lošem stanju
Caa3	CCC-		U izrazito lošem stanju
Ca	-	-	Ekstremno špekulativne
C	-	-	Neizvršenje moguće
-	-	DDD	Visokovjerovatno neizvršenje-najveći kreditni rizik (default risk)
-	-	DD	Visokovjerovatno neizvršenje- najveći kreditni rizik (default risk)
-	D	D	Visokovjerovatno neizvršenje-najveći kreditni rizik (default risk)
-	-	-	Visokovjerovatno neizvršenje-najveći kreditni rizik (default risk)

Izvor: <http://www.bondsonline.com/asp/research/bondratings.asp>

<sup>7</sup> <http://www.investopedia.com/articles/03/202203.asp>

Prinos na obveznice može biti nominalni (kuponski) i stvarni. Nominalni prinos zavisi od kuponske stope, konstantan je u čitavom periodu važenja obveznice, a tržišni faktori nemaju uticaj na njega i zbog toga on ima relativno mali praktični značaj za investitore. Postoji više načina izračunavanja stvarnog prinosa obveznica (kamatnih stopa), a najpreciznija mjera kamatnih stopa je prinos do dospijea. To se posebno odnosi na situacije kada se razmatra srednjoročno i dugoročno ulaganje u obveznice. Matematička formalizacija ovog složenog pojma identična je internoj stopi prinosa (IRR) kod ulaganja u realnu aktivu – prinos do dospijea je interna stopa prinosa obveznice. Prinos do dospijea je diskontna stopa pri kojoj je sadašnja vrijednost novčanih tokova obveznice jednaka njenoj cijeni. Stoga ona u obzir uzima tekući prinos (sadašnja vrijednost novčanog toka – cash flow-a), ali i promjene u cijeni obveznice tokom njenog perioda važenja. Kod izračunavanja se koristi iterativna procedura, gdje se uzima više vrijednosti dok se ne dobije ona koja izjednačava sadašnju vrijednost novčanih tokova (cash flow-a) sa cijenom obveznice.

Tekući prinos dobija se podjelom godišnje kuponske kamatne stope (kamatnog prihoda) sa cijenom obveznice i predstavlja približnu vrijednost prinosa do dospijea kuponskih obveznica. On je veći od nominalnog ili kuponskog u slučaju da je cijena obveznice manja od nominalne vrijednosti (obveznica kupljena uz diskont), dok je manji ako je cijena obveznice veća od nominalne vrijednosti (obveznica kupljena uz premiju). Za razliku od nominalnog prinosa, izuzetno je osjetljiv na promjene tržišne cijene i predstavlja pouzdan indikator trenutne rentabilnosti ulaganja u obveznice. Nedostatak ovog metoda mjerenja prilikom donošenja odluka za dugoročno ulaganje u obveznice jeste što od svih tržišnih promjena koje utiču na prinos obveznica uzima samo trenutnu cijenu. Tekući prinos je u negativnoj korelaciji sa cijenom obveznice.

Definicija tekućeg prinosa je: *tekući prinos = vrijednost godišnjeg kupona / cijena.*

Diskontnu stopu prinosa (prinos na bazi diskonta ili kamatnu stopu na kratkoročne državne obveznice) koristili su dileri kratkoročnih državnih obveznica (zapisa trezora) i dobija se na sljedeći način:

*Diskont = (dani do dospijea/360) x iznos kamate na godišnjem nivou,*

*Iznos diskonta = diskont x nominalna vrijednost,*

*Cijena = nominalna vrijednost – diskont.<sup>8</sup>*

Ovaj metod izračunavanja kamatnih stopa ima dvije specifičnosti:

1. Koristi se dobit na nominalnu vrijednost kratkoročne obveznice  $(F-P)/F$ , izražena u procentima, prije nego dobit na kupovnu cijenu kratkoročne obveznice  $(F-P)/P$ , izražena u procentima, koja se koristi kada se izračunava prinos do dospijea,
2. Prinos se iskazuje na godišnjem nivou, a godina se računa kao 360 dana, a ne 365 dana.

Iz ovih razloga, diskontna stopa prinosa ima nižu stopu prinosa na kratkoročne obveznice nego što bi to iznosilo u slučaju mjerenja metodom prinosa do dospijea. Prinos obveznice zavisi u značajnoj mjeri od politike oporezivanja, tj. stope poreza na prihod (u Americi je ekvivalentan naziv „income tax“). Sve obveznice nemaju isti poreski tretman i uobičajeno je da municipalne obveznice imaju najpovoljniji poreski tretman, dok su državne obveznice više oporezive. *Prinos obveznica nakon oporezivanja dobije se kada se prinos*

*pomnoži sa  $(1 - \text{marginalna stopa oporezivanja})$ . Svaka zemlja ima svoj autentični poreski sistem i, da bi prinosi poslije oporezivanja mogli da budu uporedivi, koristi se alternativni račun prinosa nakon oporezivanja. *Ekvivalentni oporezivi prinos (EOP) predstavlja stopu prinosa koju isplaćuje emitent investitoru, tako da poslije oporezivanja ostvari isti prinos kao i da je investirano u neoporezivu obveznicu –  $EOP = \text{neoporezivi prinos} / (1 - \text{marginalna stopa poreza})$ . Samim tim, s povećanjem marginalne poreske stope povećava se i ekvivalentni oporezivi prinos, što znači da u ambijentu visokih poreskih opterećenja, emitenti moraju nadoknaditi investitorima povećane poreske izdatke da bi se obezbijedila isplativost ulaganja u oporezive u odnosu na neoporezive obveznice.<sup>9</sup>**

Na primjer, poznat je uticaj reformi predsjednika Amerike Džordža Buša iz 2001. godine, kada je smanjen porez na kamatne stope obveznica sa 39% na 35% u desetogodišnjem periodu. Analizom ponude i tražnje dolazi se do zaključka da je došlo do smanjenja tražnje za municipalnim obveznicama, a da se povećala tražnja za državnim. Smanjenje stope poreza na prihod bogatih ljudi doveo je do toga da je očekivani prinos nakon oporezivanja kod municipalnih obveznica koje su oslobođene poreza niži u odnosu na prinos državnih obveznica, koje se oporezuju po nižoj stopi. U stvari, to je značilo da je Bušovo smanjenje poreza povećalo kamatne stope municipalnih obveznica u odnosu na kamatne stope državnih obveznica.<sup>10</sup>

Rizičnu strukturu kamatnih stopa, tj. odnos između kamatnih stopa obveznica sa istim rokom dospijea objašnjavaju tri faktora: kreditni rizik, likvidnost i porez na prihod (oporezivost ili neoporezivost kamata obveznica). U slučaju kada se povećava kreditni rizik neke obveznice, tada se povećava i premija na rizik (razlika između njene kamatne stope i kamatne stope državne obveznice oslobođene rizika) na tu obveznicu. Veći stepen likvidnosti državnih obveznica uslovljava njihove niže kamatne stope u odnosu na manje likvidne obveznice, dok je uticaj oporezivosti prethodno je elaboriran. Razlika u kreditnom riziku instrumenata utiče da investitori kupuju obveznice sa razlikom (maržom, spreadom) u odnosu na uporedivu, neposredno emitovanu državnu obveznicu trezora. Razlika između državne kratkoročne obveznice i bilo koje druge obveznice, koja, u stvari, mjeri razliku u rejtingu odnosno kvalitetu emitenta, naziva se kvalitativna marža ili kreditni spread (quality spread ili credit spread). To je, u stvari, premija na rizik koja predstavlja dodatni prinos kao rezultat dodatno preuzetog rizika od kupca obveznice koju nije izdala vlada države. *Kamatna stopa na ne-državne obveznice dobije se kao zbir osnovne kamatne stope i premije na rizik (kreditnog spreda), dok se spread u prinosu dvije obveznice dobija izračunavanjem njihovih prinosa i razlika se izražava u baznim poenima.<sup>11</sup> Prinosni spread može biti mjeren i relativno, kada se podijeli razlika prinosa obveznice A i obveznice B sa prinosom obveznice B (relativni prinosni spread =  $\text{prinos obveznice A} - \text{prinos obveznice B} / \text{prinos obveznice B}$ ). Koeficijent prinosa, definisan kao količnik prinosa obveznice A i prinosa obveznice B, često se koristi za upoređivanje obveznica iste ili različitih grupa rizika. Imajući u vidu segmentiranost tržišta obveznica, kamatne marže obveznica istog dospijea, a emitovanih na različitim segmentima su međutržišne marže (inter-market sector spread).<sup>12</sup> Prilikom poređenja spreadova dvije obveznice koje pripadaju istom segmentu tržišta radi se o unutartržišnom spreadu (intra-market spread).*

8 Šoškić, D. i Živković, B., *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za istraživačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006, str. 249.

9 Isto, str. 238.

10 Miškin, F., *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006, str. 125–127.

11 Bazni poen se izračunava na sljedeći način:  $1/100 \text{ h } 1\% = 1/100 \text{ h } 0,01 = 0,0001$ .

12 Uobičajena praksa je da se koriste spreadovi između nerizične obveznice (državne obveznice) i obveznice određenog sektora sa istim rokom dospijea.

Na sekundarnom tržištu, cijene obveznica uglavnom nisu jednake njihovoj nominalnoj vrijednosti, a sama cijena približno je jednaka sadašnjoj vrijednosti očekivanog novčanog toka (cash flow) finansijskih instrumenata. Osnova za određivanje cijene je sadašnja vrijednost, a za njeno izračunavanje potrebno je izvršiti procjenu očekivanog novčanog toka i očekivanog prinosa. Struktura cash flowa se sastoji od periodičnih godišnjih isplata kupona do dana dospijea i od nominalne vrijednosti na dan dospijea. Stopa očekivanog prinosa se utvrđuje kao prinos koji imaju obveznice sa sličnim stepenom rizika, tj. identični su po klasi rejtinga i veoma često definišu se kao godišnja kamatna stopa. S obzirom na to da je cijena obveznice sadašnja vrijednost novčanog toka cash flowa), ona se određuje sabiranjem sadašnje vrijednosti polugodišnjih ili godišnjih isplata kupona i sadašnje vrijednosti glavnice na dan dospijea.<sup>13</sup>

### 3. ISKUSTVO BANKROTSTVA DRŽAVE, SA POSEBNIM OSVRTOM NA SLUČAJ ARGENTINE IZ 2001. GODINE

Bez obzira na to što u teoriji bankrot prouzrokuje značajne troškove za državu i dovodi je u situaciju nemogućnosti isplaćivanja sopstvenih dugova prema povjericima, ipak u velikom broju prilika vlade procjenjuju da same koristi od bankrota mogu biti značajno veće nego troškovi. Glavni efekat bankrota jeste povećanje troškova zaduživanja kod kreditora, tj. pristup fondovima finansiranja postaje komplikovaniji i skuplji. Prema rezultatima studije MMF-a koju su uradili Eduardo Borenštajn i Hugo Paniza, u periodu od 1824. do 2004. godine bilo je 257 bankrota, dok između 1981. i 1990. čak 74.<sup>14</sup> U tom istraživanju došlo se do zaključka da su zemlje koje su bankrotirale u periodu 1970–2000. imale više spredove (kvalitativna marža, kreditni spread ili, u opštem slučaju, premija na rizik) obveznica i lošiji kreditni rejting između 2003. i 2005. nego što su to imale zemlje sa istim odnosom dugova prema BDP, a koje nisu bankrotirale. Studija je pokazala da je bankrot u prosjeku uticao na smanjenje kreditnog rejtinga za dva nivoa, a istovremeno na značajan skok u visini kvalitativnih marži (spredova) obveznica. Tako su nakon prve godine od bankrota spredovi imali prosječan rast od četiri procentna poena, dok je u drugoj godini taj rast iznosio 2,5 procentna poena (rast troškova zaduživanja za državu). Navedeni rezultati istraživanja pokazuju da se i za Grčku može očekivati period velikih spredova na dužničke obveznice, što automatski znači rast troškova finansiranja njenih dugova. Međutim, rezultati do kojih su Borenštajn i Paniza došli pokazuju da finansijska tržišta brzo zaboravljaju loše događaje (bankrot) i da su njihovi efekti na spredove kratkoročni. Na primjer, kreditni rejting država između 1999. i 2002. bio je samo pod uticajem bankrota koji su se desili poslije 1995. godine i da nakon druge godine od bankrota nema najvažnijeg uticaja na spredove obveznica. Ovi rezultati se podudaraju sa rezultatima do kojih su došli Bari Ajhengrin i Ričard Portes u svom istraživanju o emitovanju obveznica u dvadesetim godinama prošlog vijeka, kada je zaključeno da bankrot ima samo kratkoročan negativan uticaj na visinu spredova, dok dugoročno on ne postoji. Posmatrajući šire ekonomske posljedice bankrota, dolazi se do sličnih zaključaka o vremenskom trajanju negativnih efekata – zemlja koja bankrotira ima niži rast BDP-a za 1,2 pro-

centna poena u periodu dok ne resukturira svoj dug u odnosu na zemlju koja nije bankrotirala. Ovaj efekat je posebno izražen u prvoj godini nakon bankrota. Sami bankroti država najčešće se javljaju u periodu recesija, kada je BDP zemlja već u problemu. Zemlje koje ne restrukturiraju svoja dugovanja imaju veće i dugoročnije troškove pozajmljivanja, koji su, prema istraživanju Centralne banke Engleske, tri puta veći nego za zemlje koje su restrukturisale svoja dugovanja. Na primjer, kvalitativne marže obveznica bile su znatno više kod Ekvadora, čiji su povjericoci bili prinudeni da se odreknu velikog dijela glavnice, nego kod Ukrajine ili Pakistana, čiji su kreditori bili prisiljeni na znatno manje odricanje. Značajno je istaći da bankroti ne ugrožavaju samo finansiranje budžeta zemlje, već i spoljno kreditiranje njenih privatnih kompanija opada u prosjeku za oko 40%, dok oni utiču čak i na zemlje koje nisu bankrotirale.<sup>15</sup> Na primjer, u periodu poslije dužničke krize 1980-ih godina, krediti za sve zemlje u razvoju (uključujući i one koje nisu bankrotirale) presušili su, tako da druge razvijene države sa napregnutim javnim finansijama imaju dosta razloga za brigu ukoliko bi Grčka bankrotirala. Slučaj Grčke je specifičan iz razloga što su se dosadašnji bankroti javljali isključivo u ekonomijama koje se razvijaju, dok je Grčka član evro zone, pa bi ona bila prvi slučaj da bogata kapitalistička zemlja bankrotira. To bi značilo da je svjetska ekonomija još uvijek slaba nakon velike finansijske i ekonomske krize iz 2008, ponuda kredita oskudna i da drugi suvereni zajmoprimci privlače značajne novčane sume. Stoga bi finansijsko tržište moglo mnogo negativnije reagovati na bankrot Grčke nego što je to bio slučaj sa bankrotima drugih država u prošlosti. Imajući u vidu da je Grčka članica EMU i da je nemoguće očekivati devaluaciju evra, kreditori će morati biti spremni na veće rezanje svojih potraživanja i da će se povećati troškovi pozajmljivanja za Grčku. Mogući problem su i političke promjene i naknadni troškovi s kojima se može susresti Grčka jer je, prema istraživanju Borenštajna i Panize, u polovini zemalja koje su doživjele bankrot došlo i do promjene političkog vodstva. Zato je potrebno imati u vidu koliko će nova vlada pod vodstvom socijalista izdržati u sprovođenju bolnih reformi koje su neophodne da bi se dužnička kriza prebrodila.

Specifičan slučaj Argentine, koja je bankrotirala u decembru 2001. godine sa dugom od 81,8 milijardi američkih dolara, doveo je do napuštanja njenog dotadašnjeg sistema funkcionisanja deviznih kurseva, naglog smanjenja vrijednosti nacionalne valute (pezosa) i BDP-a koji je te godine opao za 10,9%. Bez obzira na uspješno prikupljanje 6,7 milijardi dolara na tržištu obveznica 29. marta 2010, grčki slučaj je isto tako zabrinjavajući pošto budžetski deficit iznosi 13,6% BDP-a, a dugovni racio prema BDP-u je 113,4% (veći od bilo kog dugovnog racija države koja je bankrotirala između 1998. i 2001). Argentinski predsjednik Nestor Kirchner je 2005. godine ponudio rješenje povjericima koje je podrazumijevalo emitovanje novih obveznica koje su vrijedile 35% vrijednosti starih dugova. Od ukupnog broja povjericilaca, 25% se odlučilo da ne prihvati te uslove i da čeka bolju ponudu bez obzira na činjenicu da je u argentinskom kongresu usvojen zakon o zabrani bilo kakvih budućih plaćanja povjericima po osnovu dugova iz 2001. S druge strane, kreditori su uspjeli isposlovati sudsku zabranu zaduživanja Argentine na internacionalnim tržištima. Ipak, vlada je uspjela da proda obveznice na lokalnom tržištu u vrijednosti od 8,5 milijardi dolara, Venecueli 7,6 milijardi i čak je isplatila svoj dug MMF-u, prvenstveno zahvaljujući snažnom ekonomskom oporavku privrede i cirkulaciji velike količine slobodnih finansijskih sredstava na finansijskom tržištu.<sup>16</sup> Međutim, kriza koja je pogodila svijet u 2008. godini ponovo je dovela

13 Šoškić, D. i Živković, B., Finansijska tržišta i institucije, Centar za istraživačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006, str. 258.

14 The Economist, Default Settings, Volume 395, Number 8676, April 3rd – April 9th, London, p. 69.

15 The Economist, Default Settings, Volume 395, Number 8676, April 3rd – April 9th, London, p. 69.

16 The Economist, Eating their words, Volume 395, Number 8676, April 3rd – April 9th, London, p. 46.

javne finansije Argentine u kritičnu situaciju, a njeno isključivanje sa međunarodnog tržišta je počelo da proizvodi izrazito negativne posljedice po državu. Sadašnja predsjednica Argentine, Kristina Fernandez – žena bivšeg predsjednika Argentine Nestora Kirhnera, deset mjeseci nakon preuzimanja dužnosti 2007. godine ponudila je dogovor povjericima, ali usljed panike na finansijskim tržištima, prihod na argentinske obveznice skočio je na veoma visok nivo.

Stoga se vlada odlučila na neuobičajene izvore prihoda:

- prvo, nacionalizovala je privatne penzione fondove koristeći njihovih 30 milijardi dolara,
- drugo, pokušano je korištenje rezervi Centralne banke Argentine da bi se otplatio dug od šest milijardi dolara, ali je to spriječeno protivljenjem guvernera Centralne banke Martina Redrada (dobio otkaz zbog toga), a kasnije i odbijanjem Kongresa, gdje opozicija ima većinu.

Nakon smirivanja tržišta, Fernandez je izrazila ponovnu želju da napravi sporazum sa povjericima i Kongres je donio odluku kojom se ukida zabrana pregovaranja sa kreditorima iz 2001. Uslovi u ponudi zajmodavcima i regulatorima u Sjedinjenim Državama, Japanu i Italiji (koji treba da odobre povratak Argentine na međunarodno finansijsko tržište) slični su onima iz 2005. godine i uključene su ekstra obveznice, koje treba da pokriju kamate tokom prethodnih pet godina. Isto tako, nove obveznice bi trebalo da budu sa varantom koji bi podrazumijevao dodatno plaćanje ukoliko bi se ekonomija oporavljala snažnije nego što se predviđa. Ovakav razvoj situacije dobro je primljen od investitora tako da je opala premija rizika na argentinske obveznice (kreditni spread ili kvalitativna marža). Analitičari smatraju da je tri četvrtine povjericima spremno da prihvati ponudu, što bi značilo da je 94% duga iz 2001. godine izmireno. Argentinski zvaničnici se nadaju da će taj stepen restrukturisanosti njihovih dugovanja ubijediti američke sudije da ignorišu zahtjeve pojedinih fondova za isplatu potpune cijene obveznica iz 2001. i da će se konačno omogućiti Argentini slobodno zaduživanje na internacionalnom tržištu. Da li će Argentina i njene kompanije moći da se zadužuju jeftino kao što to rade njihove kolege u Brazilu ili Čileu zavisi od uspjehnosti predsjednice Fernandez da izvrši reformu drugih politika, kao što je odnos vlade prema privatnom biznisu ili problem nefunkcionalne državne ekonomske statistike. Činjenice pokazuju da te promjene i ne napreduju baš najbolje tako da se može očekivati da troškovi zaduživanja Argentine do kraja mandata predsjednice Fernandez 2011. godine ostanu među najvećim i najrizičnijim u Latinskoj Americi, zajedno sa Ekvadorom i Venecuelom.

#### 4. GRČKA DUŽNIČKA KRIZA – IZLAZAK IZ MRAČNOG TUNELA ILI NASTAVAK AGONIJE ZA ČITAVU EVROPU

Slučaj Grčke i njenih osnovnih ekonomskih pokazatelja aktuelan je još od nastanka evra 1999. godine i njenog naknadnog uvrštavanja u klub zemalja koje su ispunile uslove za punopravno članstvo u Ekonomskoj i monetarnoj uniji (EMU). Grčka je dobila taj status 2001. godine iako su postojale opravdane sumnje u istinitost ekonomskih podataka koje je objavljivala zvanična statistika. Čak je postala uobičajena praksa u svim svjetskim udžbenicima koji izu-

čavaju monetarnu integraciju u Evropi da se navodi primjer Grčke kao zemlje koja je postala članica evro zone, a da nije ispunjavala uslove propisane Paktom stabilnosti i rasta. Sam cilj priključenja Grčke bio je da se što veći broj članica Evropske unije (EU) uključi u projekat monetarne integracije, a u Grčkoj je postojala politička i javna podrška za taj projekat. Motiv kojim se Grčka vodila prilikom ulaska u EMU bila je težnja da obezbijedi jeftine izvore finansiranja (plasiranja dužničkih hartija od vrijednosti) jer su investitori znatno više zainteresovani da kupuju obveznice denominovane u evrima nego u drahmama. S druge strane, Grčka se odrekla samostalne monetarne politike koja joj i nije bila od velike koristi jer je nacionalna valuta bila nestabilna, povjerenje u nju na niskom nivou, a grčka ekonomija nije spadala u najrazvijenije. Ekonomski pokazatelji koji su uzdrmali Grčku i doveli u pitanje njenu sposobnost vraćanja dugova jesu budžetski deficit i javni dug. Budžetski deficit dostigao je 13,6%, a javni dug 113,4% (269,3 milijarde evra) bruto društvenog proizvoda (BDP-a) u 2009. godini.<sup>17</sup> U uslovima velike finansijske i ekonomske krize u 2008. i 2009. godini, povjerenje investitora u grčke državne dužničke hartije od vrijednosti počelo se smanjivati i Grčka više nije bila u mogućnosti da izmiruje sopstvene obaveze prema povjericima, a da se istovremeno zadužuje po povoljnim uslovima na međunarodnom tržištu kapitala.

Imajući u vidu da je Grčka članica evro zone, ostale evropske države morale su da intervenišu i pomognu u prevazilaženju krize da bi spasile zajedničku evropsku valutu – evro. Kao posljedica grčke dužničke krize, vrijednost evra se smanjila u odnosu na dolar na najnižu vrijednost u posljednjih godinu dana i pojavile su se špekulacije o mogućem krahu zajedničke evropske valute. Kao argument za navedene činjenice ističe se segmentiranost privrede evro zone i kao buduće ekonomije koje bi mogle imati iste probleme kao Grčka pominju se Portugal, Španija, Irska i Italija. Samim tim, članice EMU bile su primorane da počnu pregovore o mogućim opcijama pomoći Grčkoj i prevenciji širenja dužničke krize na ostale njene članice. Pregovori su bili izuzetno teški, gdje se posebno isticala aktivna uloga Francuske, koja se pokušavala nametnuti kao lider, dok je Njemačka bila izuzetno oprezna i tražila obećanja od Grčke da će reformisati svoju ekonomiju prije dobijanja pomoći. Zbog veoma sporog odgovora članica na krizu u Grčkoj, vrijednost evra padala je u odnosu na dolar i ostale svjetske valute. Mnogi evropski zvaničnici odmah su izašli sa tvrdnjama da su to pokušaji špekulanata da unište evro i samim tim doprinijeli su daljoj nervozni na tržištu. Špekulanti su sastavni dio svakog finansijskog tržišta i njihovo ponašanje zavisi od budućih očekivanja privrednih kretanja. Upućivanje kritika špekulantima je, u stvari, pokazivanje nedostatka volje u Evropi da se izvrši strukturna reforma ekonomija koje su zapale u poteškoće zbog velikih budžetskih deficita, rasta javnih dugova i nekonkurentnosti. S druge strane, ekonomski oporavak veoma je slab zbog recesije koja je zahvatila skoro sve kapitalističke zemlje. Takvo ponašanje evropskih političara nije doprinijelo stabilizaciji finansijskih tržišta tako da je bila neophodna konkretna akcija pomoći Grčkoj. Evropski lideri i Međunarodni monetarni fond (MMF) su se usaglasili da pomognu Grčkoj sa 110 milijardi evra (145 milijardi američkih dolara) 2. maja 2010. godine, dok se Grčka obavezala na reforme koje podrazumijevaju smanjivanje plata u javnom sektoru, podizanje poreza i reforme tržišta rada (prava i povlastica radnika), koje treba da obezbijede smanjivanje budžetskog deficita na nivo ispod 3% u 2014. godini. Navedene mjere još više će produbiti recesiju i usporiti privredni oporavak Grčke. Veliki

17 Iznos nominalnog BDP-a Grčke je u 2009. godini iznosio 237,5 milijardi evra, a predviđanje londonskog ekonomista za 2014. godinu je 225,6 milijardi. Očekuje se rast javnog duga sa 113,4% (269,2 milijarde evra) na 149,2% (336,7 milijardi evra) i iznos plaćenih kamata kao dijela BDP-a sa 5% na 7,2%, dok se predviđa smanjenje budžetskog deficita sa 13,6% BDP-a na 2,9 u istom periodu.

problem koji ugrožava grčki plan reformi jeste i veliki talas protesta i nasilja u Atini i ostalim gradovima, gdje narod i radnici ispoljavaju nezadovoljstvo i nespremnost na smanjivanje njihovih prava i primanja. Protesti radnika i sindikata imaju veliku tradiciju u Grčkoj i oni ističu da nisu spremni da plaćaju za greške koje su pravili političari i kapitalisti. Stoga plan reformi grčkih vladajućih političara ima veliki otpor u zemlji, što automatski ugrožava trenutnu poziciju i budućnost evra. Kao rezultat toga i stalnog pada vrijednosti evra, evropski lideri, zajedno sa MMF-om, 10. maja 2010. godine usvojili su izdašni paket pomoći za spašavanje evro zone u iznosu od 750 milijardi evra (950 milijardi dolara), što je prevazišlo sva očekivanja, pa i najoptimističnijih analitičara. Tim potezom, evropski ministri finansija željeli su pokazati da će uraditi sve što je neophodno da bi spasili zajedničku evropsku valutu. Sam paket pomoći se sastoji od 500 milijardi evra (635 milijardi dolara) finansijskih sredstava za „stabilizacioni fond“, od toga je 440 milijardi evra garantovanih od zemalja evro zone i 60 milijardi evra od prodaje obveznica Evropske unije tokom tri godine bez probijanja okvirnog budžeta Evropske komisije (izvršilac posla je Evropska centralna banka). Ovaj zadnji navedeni element paketa pomoći mora biti odobren od svih članica Evropske unije, a ne samo članova EMU jer će u slučaju neisplaćivanja dugova i njihovi poreski obveznici morati to finansirati. U okviru ovog dijela pomoći postoji klauzula o 50 milijardi evra za pomaganje zemljama izvan EMU koje imaju probleme sa neravnotežom platnog bilansa. Pored toga, MMF će obezbijediti dodatnih 250 milijardi evra za intervencije „stabilizacionog fonda“. Izrazito bitnu ulogu ima i Evropska centralna banka (ECB), koja se obavezala da će kupovati državne obveznice da bi se vratilo povjerenje na finansijskim tržištima i ponudiće bankama neograničenu količinu novčanih sredstava po fiksnim kamatnim stopama u naredne dvije finansijske operacije tokom tri mjeseca (26. maja i 30. juna). Isto tako, ECB je ponovo otvorila kreditnu liniju za pozajmljivanje dolara i drugih valuta evropskim bankama koja je, zajedno sa Federalnim rezervama, Bankom Engleske, Bankom Kanade i Švajcarskom nacionalnom bankom, bila aktivna u jesen 2008. godine. U početku, finansijska tržišta su pozitivno reagovala, pa je Njemačka berza rasla 5%, Francuska čak 10%, a prinos na grčke državne obveznice pao je sa 12% na 8%. Sličan razvoj događaja bio je i sa prinosima na irske, italijanske, portugalske i španske državne obveznice.<sup>18</sup> Razlog za to je veliki procenat učešća kapitala evropskih banaka, posebno velikih njemačkih i francuskih banaka, u kupovini dužničkih hartija od vrijednosti i grčke imovine, ali i ostalih spomenutih država koje bi mogle imati probleme sa svojim finansijama. Na primjer, francuske banke imaju oko 32% od ukupnog vlasništva grčke imovine (kapital banaka i emitovanih hartija od vrijednosti), što predstavlja iznos od 52 milijarde evra, od čega 34 milijarde čine ulaganja u državne obveznice. Njemačka ima učešće od 19% (ukupno 31 milijarda evra), od čega obveznice čine 20 milijardi evra. Holandija i ostatak evro zone imaju po 5% i 16% od ukupnog vlasništva grčke imovine (kapital banaka i emitovanih hartija od vrijednosti). Preko 70% ukupnih dugova Grčke je u vlasništvu banaka zemalja koje su, većinom, članice Ekonomske i monetarne unije, dok je učešće grčkih banaka u kupovini državnih obveznica samo 8%. Sjedinjene Američke Države, Velika Britanija i ostatak svijeta učestvuju sa po 6%, 7% i 15% u ukupnom vlasništvu grčke imovine (kapital banaka i emitovanih hartija od vrijednosti).<sup>19</sup> Samim tim, primjetna je značajno veća izloženost stranih banaka u odnosu na grčku dužničku krizu, pa je stoga i očekivano snažno insistiranje Francuske na pomoći Grčkoj.

Ukoliko bi Grčka bankrotirala, Francuska i Njemačka morale bi da spašavaju svoje velike banke, što bi ih skuplje koštalo, a i politički bi bilo štetnije za kompletnu EU nego što je to spašavanje i reforma nedisciplinovanih članica, kao što su Grčka, Portugal, Irska, Španija i Italija. Bez obzira na brzi i efikasno donesen paket pomoći koji su usvojili evropski ministri finansija zajedno sa ECB i MMF, evro je veoma brzo ponovo počeo da gubi vrijednost u odnosu na dolar i ostale valute, a porasli su i strahovi da plan pomoći od 750 milijardi evra neće biti implementiran. Međutim, stvarna pretnja uspjehu akcije spašavanja finansija država evro zone jesu sljedeće tri bojazni koje imaju investitori:

1. Mnogobrojni detalji konkretnog plana akcije spašavanja problematičnih ekonomija nisu jasno precizirani, a prisutan je i problem stalnog okrivljavanja špekulanata od strane evropskih političara za negativna kretanja na finansijskim tržištima. Nije jasno definisano da li će se novac koristiti da se unaprijed utiče na određena ekonomska kretanja ili će se samo upotrebljavati kada je situacija kritična, kao što je to u slučaju Grčke. Kamatne stope za pristup „stabilizacionom fondu“ nisu precizno definisane, a to je bio i razlog zašto je usvajanje plana spašavanja Grčke odgađano više sedmica. Za sam početak operativne funkcionalnosti plana pomoći biće potrebno određeno vrijeme, dok istovremeno postoji strah da će pojedine zemlje vrlo brzo doći u sličnu situaciju kao Grčka. MMF nije precizirao tačne uslove svog učešća u planu spašavanja ekonomija evro zone, ali se očekuje da uslovi budu povoljni, kao što je to bilo i u slučaju Grčke.
2. Postoji preveliko polaganje nada u snažnu reakciju finansijskih tržišta na ogroman iznos paketa pomoći i brzu intervenciju lidera evro zone na pokušaj ugrožavanja evra. Ovaj paket pomoći će samo obezbijediti dodatno vrijeme ugroženim ekonomijama da izvrše strukturnu reformu svojih finansija da bi unaprijedile svoju izgubljenu izveznu konkurentnost, a efekat smanjivanja domaće tražnje kroz neohodne mjere štednje neće im biti od pomoći u toj nakani. Strah investitora da će veliki iznos pomoći samo kupiti vrijeme političarima tih zemalja da trenutno ne bankrotiraju, a da reforme neće biti provedene značajan je, imajući u vidu tradiciju finansijske nediscipline, velikih socijalnih izdvajanja i hronične nekonkurentnosti mediteranskih zemalja (zemalja južne, centralne i istočne Evrope). Na primjer, londonski Ekonomist predviđa da će javni dug Grčke dostići 150% BDP-a u 2014. godini, što nam govori da problem nije nelikvidnost, već da je suština u nesolventnosti grčke privrede u odnosu na njene buduće perspektive rasta. Stoga kriza ne može biti riješena samo upumpavanjem velikih količina gotovog novca za pokrivanje dugova koji stalno rastu, već vlade i regulatori evro zone moraju planirati konkretno restrukturisanje dugova, pa čak i po cijenu da pojedine banke moraju da otpišu određene iznose potraživanja.
3. Uloga ECB u otkupu dugova država pokreće pitanje političke nezavisnosti ECB i njene kredibilitnosti kao izrazitog borca za održavanje niske stope inflacije i garanta snažne zajedničke evropske valute. Pojedini analitičari smatraju da je politički pritisak natjerao ECB da se uključi u kupovinu državnih obveznica 10. maja 2010, što je samo četiri dana ranije snažno negirao sam njen predsjednik Žan Klod Triše. Odluka o takvom djelovanju ECB nije donesena jednoglasno, a posebno se ističe protivljenje predsjednika Njemačke centralne banke (Bundes

18 The Economist, Emergency repairs, Volume 395, Number 8682, May 15th – May 22nd, London, p. 72.

19 The Economist, The cracks spread and widens, Volume 395, Number 8680, May 1st – May 7th, London, p. 66.



banke) Aksela Vebera, koji važi za glavnog kandidata koji će naslijediti Trišea na mjestu predsjednika sljedeće godine. Triše je pokazao nedosljednost i u slučaju kada se protivio pomoći MMF-a, a kasnije je podržavao sudjelovanje njegovih sredstava u „stabilizacionom fondu“ za spašavanje finansija članica evro zone. Samo ponašanje ECB u odnosu na početak velike finansijske i ekonomske krize sredinom 2008. godine, drastično se promijenilo. Za razliku od drugih centralnih banaka u svijetu koje su kupovale obveznice svojih vlada kao metod hitne intervenciju nacionalne monetarne politike, omogućavale cirkulaciju svježeg novca kroz domaći bankarski sistem, redukovale svoje kamatne stope da bi smanjile troškove pozajmljivanja kompanijama i stanovništvu, Evropska centralna banka se odupirala tim aktivnostima iz razloga očuvanja svoje reputacije nezavisne institucije koja ima osnovni cilj očuvanje niske stope inflacije i vrijednosti valute koju emituje (evro). Sada se ona pojavljuje kao direktan kupac državnih obveznica, obezbjeđujući konkretnu pomoć poreskim politikama evropskih vlada, što direktno utiče na njihove troškove kreditiranja (kamatne stope) i na reputaciju snažne nezavisnosti Evropske centralne banke. Međutim, to i ne treba da predstavlja baš negativnu konotaciju za ECB jer je jedna stvar biti nezavisan od političara, a druga stvar je iznalaziti rješenja s njima u kriznim vremenima. Njeno učešće u planu spašavanja finansija problematičnih zemalja Ekonomske i monetarne unije neophodno je iz razloga što je ona jedina institucija koja može reagovati dovoljno brzo, a da za to posjeduje finansijske i operativne resurse. Istovremeno, neprihvatanjem grčkih državnih obveznica, bez obzira na njihov status obveznica („smeće“), kao kolaterala za ECB bi bilo nezakonito jer bi se time Grčkoj uskratilo pravo koje ima iz uslova punopravnog članstva u Ekonomskoj i monetarnoj uniji.<sup>20</sup>

Međutim, problemi sa kojima se susreće područje zajedničke evropske valute treba posmatrati i iz ugla konkurentnosti njihovih privreda i popravljajući izvoznih rezultata. Politika države u krizno vrijeme mora biti fokusirana na jačanje sopstvenih izvoznih resursa, a Evropa, izuzev izvoznike svjetske sile kakva je Njemačka, ima veliki problem sa konkurentnosti svojih proizvoda u odnosu na ostale svjetske privrede. To posebno dolazi do izražaja kada se upoređuju sa azijskim zemljama, SAD ili drugim zemljama u razvoju. Sindrom monopolističkih sektora industrije, koji je prisutan u Evropi, doprinosi produbljanju postojećih ekonomskih neravnoteža. Razlog za to je da najbolji i najsposobniji ljudski kadrovi u državi žele da rade u tim sektorima jer su najbolje plaćeni i nose najmanji rizik, a to im obezbjeđuje dominantna tržišna pozicija. S druge strane, ti kadrovi zbog nedostatka konkurencije ne iskorištavaju u potpunosti svoje potencijale i ne doprinose stvaranju nove dodate vrijednosti koja treba da omogući jednoj privredi rast i blagostanje njenih građana. Nedostatak konkurencije stvara dodatne troškove kompanijama, uključujući i izvoznike, kod kojih se smanjuje produktivnost, što dovodi ekonomiju jedne zemlje u neravnotežan položaj u međunarodnoj podjeli rada. Na primjer, Portugal, koji se spominje kao sljedeća moguća zemlja koja bi mogla doći u poziciju u kojoj je Grčka, kad je u pitanju vraćanje dugova, ima sektore ekonomije u kojima se forsira monopolistički status, kao što je to oblast telekomunikacija. Svi ljudski potencijali u državi teže da rade u tom sektoru jer znaju da će imati dobra i sigurna primanja. Portugal je zemlja u EU koja ima najviše problema sa konkurentnošću pa odliv najboljih kadrova u monopolističke sektore još više derogira mogućnost poboljšanja u ovoj oblasti. Izvještaj o namjerama osnaživanja jedinstvenog evropskog tržišta predsta-

vio je Mario Monti (zvaničnik Evropske komisije) 19. maja 2010. godine. Poreska politika i konsolidacija može značajno uticati na povećanje konkurentnosti ekonomije, kroz povećavanje poreza na dodatu vrijednost, a istovremeno smanjivanje opterećenja privredi kroz reformu tržišta rada. Tranzicija ka konkurentnijim privredama će biti izuzetno teška iz razloga što stanovnici zemalja koje moraju to sprovesti nisu naviknuti na žrtvovanja, a političari su dugo vodili pogrešnu politiku velikih zaduživanja i izdašnih socijalnih davanja.

Samim tim, pad vrijednosti evra u odnosu na dolar i ostale valute značajno će pomoći da proizvodnja zemalja evro zone postane konkurentnija na svjetskom tržištu. Monetarni uslovi će, takođe, uticati na nisku vrijednost evra u budućem periodu, jer neophodnost rigoroznije fiskalne politike u pojedinim evropskim zemljama onemogućuje, u dogledno vrijeme, Evropsku centralnu banku da podigne referentne kamatne stope. To će značajno pomoći prezaduženim građanima Španije, Portugala i Irske, gdje se kamatne stope na hipotekarne zajmove kreću u skladu s kamatnim stopama evrosistema.

Podaci za maj 2010. godine pokazuju da je ekonomija evro zone u prvom kvartalu godine rasla 0,2%, dok je američka privreda imala četiri puta snažniji rast u tom periodu. Samim tim, pad vrijednosti evra treba da obezbijedi impuls za snažniji rast zemalja evro zone u narednom periodu. Izrazito bitan faktor jeste činjenica da zemlje koje su problematične sprovedu mjere disciplinovanja državnih finansija i podizanja konkurentnosti svojih privrednih subjekata. Mjere koje su donesene u posljednje vrijeme ohrabruju da bi to moglo i da se ostvari. Tako je Grčka usvojila rigorozan program reformi, dok su Portugal i Španija započele reforme tržišta rada i javnih finansija. Portugalska privreda je imala rast BDP od 1,7% u prvom kvartalu 2010, identičan kao i Njemačka, što dokazuje njegovu spremnost da promijeni svoj dosadašnji koncept funkcionisanja. Ne može se očekivati da zemlje Mediterana postanu konkurentne zemljama sa visokom produktivnošću, kao što je to Njemačka, ali reforme treba da omoguće njihov ravnopravan odnos sa uvozom koji dolazi izvan evro zone. Izuzetno bitna činjenica za uspjeh restrukturisanja privreda evro zone jeste da i zemlje koje imaju velike suficite trgovinske razmjene (Njemačka, Belgija, Holandija i Finska) izvrše reforme i promovišu politike usmjerene na podsticanje domaće tražnje. Poznata činjenica je da ove zemlje imaju veoma snažan izvozniki mentalitet, velike stope štednje i nizak nivo potrošnje.

Međutim, da bi privreda evro zone funkcionisala, pitanje je koliko Njemačka (kao i ostale navedene zemlje) treba da se promijene? Nijemci smatraju da su prilikom stvaranja zajedničke evropske valute bili znatno hendikepirani činjenicom da je njemačka marka bila precijenjena i da je imala velike troškove ujedinjenja iz 1989. godine. Bez obzira na to, sindikati radnika i trgovinski savezi su saradivali na stvaranju konkurentnih uslova na tržištu rada zajedno sa Vladom. Socijalni izdaci su smanjeni, a porez na dodatu vrijednost povećan da se uspostavi ravnoteža. Tako su troškovi rada u Njemačkoj smanjeni za 1,4% godišnje od 2000. do 2008. godine, dok su istovremeno u Francuskoj i Britaniji rasli 1% godišnje. Iako je tokom određenog perioda probila granicu budžetskog deficita propisanu Paktom stabilnosti i rasta od 3%, Njemačka je uspjela da je pred sam početak krize 2008. stabilizuje ispod 3%. Njemačka borba sa Kinom za vodeću poziciju na svjetskom tržištu izvoza, prema francuskom ministru finansija (Kristina Lagarde) i IMK (njemački istraživački institut blizak sindikatima), glavni je izvor nestabilnosti u Evropi. Uzimajući Francusku za primjer, rast plata

je išao u skladu sa produktivnosti i inflacijom, dok je njen izvoz bio puno manji od Njemačkog. Istovremeno, individualna potrošnja rasla je trostruko više nego u Njemačkoj. Između 1999. i 2007. godine, francuski BDP je rastao za trećinu više nego Njemački, dok je nezaposlenost padala dvostruko brže. Gustav Horn iz IMK smatra da je pretežna koncentrisanost Njemačke na izvoz stvorila 400.000 novih radnih mjesta, ali da je slaba domaća tražnja ugasila drugih milion radnih mjesta.<sup>21</sup> Ovakve ideje su za većinu Nijemaca pokušaj da se ugroze njihovi izvoznici, a što se tiče visine plata – kažu da ih uspostavlja tržište, a ne državni aparat. Jedan od prijedloga da se smanji razlika između njemačke visoke štednje i malih investicija jeste smanjivanje poreza, ali novi predloženi budžetski amandmani na njemački Ustav će primorati Njemačku ili da smanji javnu potrošnju ili da poveća poreze sljedeće godine, što je upravo obrnuto od onoga što je potrebno za korigovanje neravnoteža u Evropi i podsticaj privrednog rasta. Drugi način za podsticanje investicija jeste povećano ulaganje u inovacije, što je kancelarka Merkel spremna da podrži. S druge strane, liberalizaciju pristupa profesijama advokata i računovođa još nije spremna podržati iz razloga što želi održati njihovu kredibilnost, koja je osnova za stabilnost njemačkog političkog i ekonomskog sistema (bavljenje ovim profesijama je strogo regulisano i ograničeno od profesionalnih udruženja i same države). Proces smanjivanja trgovinskih suficita Njemačke i uspostavljanja ekonomske ravnoteže u Evropi neće biti brz i lak, ali je neophodan za prosperitet i budućnost EU u novom globalnom svijetu. Njemačko tržište može da bude snažan impuls za privredni rast ostalih nekonkurentnih članica, kao što su Grčka, Portugal, Španija i druge. Stoga postoji značajan potencijal za ekonomski razvoj unutar Evropske unije, ali ga je potrebno iskoristiti na mudar i postepen način. Sigurno da će zemlje sa toliko dugom tradicijom i velikom ekonomskom i političkom moći kakve su članice evropskog kluba imati znanja da to i implementiraju.

## ZAKLJUČAK

Velika finansijska i ekonomska kriza promijenila je koncept funkcionisanja svjetske privrede i principe na kojima se zasnivala krajem 20. i početkom 21. vijeka. Događaji koji su dodatno zakomplikovali krizu su dužnički problemi Grčke i ostalih zemalja evro zone koji su započeli krajem 2009. i čiji rasplet se očekuje u 2010. godini. Tržište kapitala i finansijska tržišta imaju značajnu ulogu u uslovima krize i njenom prevazilaženju. Tržište državnih obveznica osnovni je element kojim se distribuiše zaduživanje država, i to putem prodaje zainteresovanim investitorima na primarnom tržištu, a kasnije su ovi instrumenti podložni preprodaji na sekundarnom tržištu. Države putem emitovanja obveznica prikupljaju sredstva za pokrivanje budžetskih deficita, finansiranje infrastrukturnih i razvojnih projekata, podsticanje ponude i tražnje, kao i za servisiranje dospjelih obaveza. Zemlje evro zone, Evropska komisija i MMF objavili su plan za izlazak iz krize kojim su predvidjeli 110 milijardi evra za pomoć Grčkoj, a 750 milijardi evra za „stabilizacioni fond“ koji treba da obezbijedi da se zajednička evropska valuta odbrani od špekulantskih napada na novčanom tržištu, a da, istovremeno, zemlje sa problematičnim finansijama u Ekonomskoj i monetarnoj uniji imaju neophodnu pomoć za disciplinovanje svojih državnih finansija. Međutim, bitno je shvatiti da je grčki scenario samo dio problema koji je zahvatio cijelo područje Evropske unije i da je kompletan proces izlaska iz finansijske i ekonomske krize povezan sa aktivnostima

Sjedinjenih Država i Evropske unije na rješavanju svojih unutrašnjih strukturnih ekonomskih problema. Može se izvući zaključak o potpuno koordinisanim aktivnostima vlada u Americi i Evropskoj uniji i njihovom zajedničkom planiranju izlaska iz krize uz reformu sopstvenih ekonomskih sistema. Vrijednost dolara u 2009. godini pala je u odnosu na druge valute, što je omogućilo povećanu konkurentnost američkih proizvoda na svjetskom tržištu, a kao konkretan rezultat smanjen je deficit njenog platnog bilansa koji je bio u alarmantnoj poziciji. U isto vrijeme, američka administracija sprovela je plan reformi koji bi trebalo da obezbijedi bolje uslove za povećanu konkurentnost njenih poslovnih subjekata u odnosu na međunarodnu konkurenciju. Resursi za sprovođenje tih reformi dobijeni su tokom perioda slabog dolara i kada su američke kompanije ostvarile velike zarade, a danas je evidentan izlazak privrede Sjedinjenih Država iz recesije. Isti razvoj događaja je i sa evrom, gdje nakon perioda stabilizacije američke privrede dolazi na red stabilizacija privreda zemalja Evropske unije, koje su takođe zapale u recesiju. Međutim, proces slabljenja evra u odnosu na dolar i ostale svjetske valute nije tako jednostavan jer ne postoji mogućnost devalvacije evra zbog kompleksne organizacije Ekonomske i monetarne unije. Jedan od načina da se smanji vrijednost evra jeste da se stvori kriza koja bi uplašila investitore i dovela do gubljenja povjerenja u zajedničku evropsku valutu, koje je do početka grčke dužničke krize bilo izrazito veliko u cijelom svijetu. Iz tog ugla se može posmatrati i uključivanje Grčke u evro zonu 2001. godine iako nije ispunjavala propisane uslove iz Pakta stabilnosti i rasta. Grčka je postala zemlja koja se u trenutku krize može koristiti za uzdrmanje povjerenja u evro i njegovu postepenu depresijaciju, imajući u vidu da je od nastanka EMU plasirana priča o lažiranju ekonomskih pokazatelja Grčke i da je njeno članstvo političke prirode. Ponašanje Njemačke prilikom procesa pregovaranja o pomoći Grčkoj značajno je uticalo na smanjivanje vrijednosti evra tokom navedenog perioda, što automatski povećava konkurentnost privreda evro zone i omogućava izlazak iz recesije u koju je čitava privreda Evrope duboko zapala. Tako je 7. juna 2010. evro dostigao nivo od 1,1959 američkih dolara, što je najniži nivo od 14. marta 2006. godine, kada je iznosio 1,1948 američkih dolara. Evropska centralna banka, zbog svoje kompleksnosti, nezavisnosti i prevashodnog cilja održavanja niske stope inflacije, nema mogućnosti da na direktan način utiče na smanjenje vrijednosti evra zarad stimulisanja sopstvenog ekonomskog oporavka. Osnova za izlazak iz krize privrede evro zone jeste disciplinovanje državnih finansija problematičnih članica njenog kluba, povećanje konkurentnosti njenih privreda i potpuna koordinacija politika. Način da se građani zemalja koji su navikli na povlastice iznad njihovih mogućnosti, kao što je to slučaj sa Grčkom, ubijede da se trebaju odreći tih nerealnih primanja i prava ne može da se sprovede bez krize u kojoj građani moraju biti dovedeni do izbora da biraju između propasti ili novog početka. Primjer Grčke poslužio je i drugim problematičnim zemljama Evropske unije, kao što su Španija, Portugal, Italija i Irska, da na jednostaviji način i bez velikih javnih protesta smanje socijalna izdvajanja, primanja zaposlenih, restrukturiraju svoje državne finansije i dovedu ih u normalne okvire. Istovremeno, depresijacija evra u odnosu na dolar i druge svjetske valute daje dodatne resurse državama članicama evro zone za prevazilaženje recesije i popravljivanje konkurentnosti u odnosu na ostale zemlje u svijetu. Da bi se postigao istovjetan efekat bilo bi potrebno da se izvrši devalvacija evra.

*Pitanje koje se postavlja jeste ko će platiti restrukturisanje privreda Sjedinjenih Država i Evropske unije? Može se zaključiti da će najveći teret podnijeti države koje ne pripadaju SAD i članicama Evrop-*

ske unije. Evidentna činjenica je da su razvijene države i zemlje u razvoju, kao što su Japan, Južna Koreja i zemlje BRIK-a, uspjele da postignu znatno veću konkurentnost u odnosu na svoje konkurente iz Evrope i Sjeverne Amerike i da istovremeno manje troše. Neophodnost promjene ponašanja stanovnika Amerike i Evropske unije i unapređenje njihove konkurentnosti je vidljivo, a način postizanja tradicionalan – putem depresijacije nacionalne valute i povećanja izvoza. Američki dolar i evro su u posljednje dvije godine iskusili značajno opadanje svojih vrijednosti uz istovremene aktivnosti država na strukturnom reformisanju svojih privreda. Povećana vrijednost ostalih valuta u odnosu na dolar, a kasnije i u odnosu na evro uticala je na smanjene konkurentnosti ostalih privreda u odnosu na američku i evropsku. Povećane prihode od povoljnijeg izvoza SAD i EU mogu iskoristiti za troškove restrukturiranja svojih ekonomskih i političkih sistema. Imajući u vidu sve navedene činjenice, dolar i evro su dvije najznačajnije svjetske valute koje će se u narednom periodu boriti za primat na međunarodnom valutnom tržištu. Njihove povremene apresijacije i depresijacije pokazuju da monetarne i izvršne vlasti Sjedinjenih Država i Evropske unije još imaju usklađene aktivnosti pri vođenju politike deviznog kursa s ciljem postizanja određenih ekonomskih ciljeva, kao što je izlazak iz recesije. Dolar je još uvijek dominantna valuta, ali evro je valuta koja ima potencijal da bude ravnopravan konkurent. Međutim, to će biti moguće samo u trenutku kada EU dostigne politički i vojni uticaj koji trenutno Amerika ima u svijetu. Do tada, primjer grčke dužničke krize nam pokazuje da postoji određen nivo kordinacije, ali i međusobne borbe između navedene dvije grupacije i koji nam jasno pokazuje nestabilno stanje u globalnom svijetu. Svi koji se plaše za budućnost dolara i evra mogu da odahnu, ali i da budu sigurni da ih očekuje okršaj za prevlast između navedene dvije valute na međuvalutnom tržištu u narednom periodu. Značajni akteri u odlučivanju pobjednika u toj borbi će biti Japan i zemlje u razvoju, kao što su Kina, Indija, Brazil, Rusija i druge, ali će vrlo često morati i da plaćaju troškove restrukturisanja privreda Sjedinjenih Država i Evropske unije, kao što je to slučaj i danas. A načini na koji će svjetske sile te ciljeve i ostvarivati, kao što je to u ovom trenutku putem metoda dužničke krize u Grčkoj i opasnosti od eskalacije krize u ostalim problematičnim zemljama evro zone, biće raznovrsni i razlikovaće se kroz vrijeme.

## Summary

*The global economy slipped into crisis in mid 2008 - a period beginning with high inflation rate, whose continuation was the financial and economic crisis and resulting in the debt crisis in Greece and other European Union countries. The problem of EU countries' debts has significantly shaken the value and reputation of the euro and caused fear in investors and citizens about the future of the common European currency. Financial markets plunged into uncertainty and the Eurozone economies went deep into recession and hence an emergency rescue was needed. Hard talks about bailing out Greece (110 billion €) and bailout plans for other problematic EU countries (750 billion €) were successfully accomplished on May 2 and 10, which showed the readiness of EU countries to do everything necessary for maintaining the stability of the Euro and their economies. However, it is noteworthy that the debt crisis has initiated a process of structural reforms in problematic EU countries, such as Greece, Portugal, Spain, Italy etc. Used to high personal incomes and numerous rights, the citizens of the stated countries would hardly give up those benefits; however, this crisis has put them before the choice – either to go bankrupt or start a process of necessary reforms of state finances. With short protests in Greece, Spain and Portugal have already begun conducting reforms in terms of abolishing the benefits and their economies have started some structural changes to become more competitive and find the way out of the crisis. Similarly, depreciation of the euro has contributed to European exports to become more competitive in the world market, providing additional resources to those countries and enabling them to carry out a structural harmonization with world markets. The concept of stopping the recession has been based on a higher level of competitiveness, paying special attention to strengthening the export capacities (apart from already competitive economies such as Germany, Belgium, Netherlands and Scandinavian countries, other EU countries from Eastern, Central and South Europe also have to become competitive) and increasing the domestic demand and investments in countries with a relatively low demand (such as Germany and other countries with a strong tradition of saving and a great potential for increasing the aggregate demand). Given all this, the economy of Eurozone and other EU countries is striving to meet its Lisbon objectives and become the most competitive world economy in 2020.*

## LITERATURA

1. Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, J., A., *Počela ulaganja*, prevod: Essentials of Investments, MATE d.o.o., Zagreb, 2006.
2. Miškin, F., *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, prevod, Data status, Beograd, 2006.
3. Šoškić, D. i Živković, B., *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za istraživačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006.
4. The Economist, *May the best man share*, Volume 395, Number 8676, April 3rd – April 9th, London, page 26–27.
5. The Economist, *Eating their words*, Volume 395, Number 8676, April 3rd – April 9th, London, page 46.
6. The Economist, *Default Settings*, Volume 395, Number 8676, April 3rd – April 9th, London, page 69.
7. The Economist, *The wax melts*, Volume 395, Number 8677, April 10th – April 16th, London, page 67-69.
8. The Economist, *Europe's debt crisis – Acropolis now*, Volume 395, Number 8680, May 1st – May 7th, London, page 11.
9. The Economist, *The cracks spread and widens*, Volume 395, Number 8680, May 1st – May 7th, London, page 66.
10. The Economist, *Emergency repairs*, Volume 395, Number 8682, May 15th – May 22nd, London, page 72.
11. The Economist, *The euro-zone crisis*, Volume 395 Number 8683, May 22nd – May 28th, London, page 12.

## WEB STRANICE

- [www.bondsonline.com/asp/research/bondratings.asp](http://www.bondsonline.com/asp/research/bondratings.asp)  
[www.ecb.int](http://www.ecb.int)  
[www.federalreserve.com](http://www.federalreserve.com)  
[www.ft.com](http://www.ft.com)  
[www.investopedia.com/articles/03/202203.asp](http://www.investopedia.com/articles/03/202203.asp)