**Izazovi europske bankarsko-dužničke krize i pozicija Njemačke u genezi i dinamici krize**

*Ljudi godinama mogu biti savršeno upoznati sa određenim fenomenom i čak ga često doticati u svojim raspravama bez osvješćivanja njegovog pravog značenja i bez njegovog prihvaćanja u svoju opću shemu promišljanja.* Joseph Schumpeter, Povijest ekonomske analize

**Europska dužnička ili bankarsko-dužnička kriza?**

Zadnje tri godine promijenile su način kako građani Europske unije promatraju najuspješniji primjer regionalne ekonomske integracije u svijetu nakon Drugog svjetskog rata, a k tome svakako treba pridodati i percepciju integracijskog projekta u ostatku svijeta. U očima građana EU legitimitet integracije nikada se nije izvodio iz njihovog ubacivanja listića u biračku kutiju, već iz konkretnih ekonomskih koristi proizvedenih kvalitativnim i kvantitativnim obilježjima trgovinske i financijske integracije. Iz ovoga se može zaključiti da je kriza puno dublja od jednostavnog kolebanja poslovnog ciklusa jer je puno većeg razmjera nego što je to iskustvo recesija nakon Drugog svjetskog rata i zbog toga jer se događa u kontekstu problematične europske institucionalne arhitekture koja nema zalihu difuzne legimitnosti za ovakve situacije, a niti primjenjiva rješenja koja bi zadovoljila sve aktere na horizontalnoj i vertikalnoj razini.

Neminovno je da je dobar dio uzroka krize potrebno tražiti preko Atlantika i u krahu američkog hipotekarnog tržišta 2008. godine, ali je krajnje problematično prihvatiti narativ da su europske banke koje su izgubile značajan dio ulaganja bile puke žrtve kaprica američkih dereguliranih financijskih tržišta. Martin Hellwig, direktor bonnskog Max-Planck Instituta za javna dobra i ko-autor knjige *Bankarevo novo ruho*, ističe da u Europi postoji problem prevelikog kapaciteta banaka i da ih je njihova želja za povećanjem profita tjerala u sve rizičnija ulaganja pa tako i ona u američke vrijednosnice. Nakon serije državnih spašavanja pojedinih europskih banaka novcem poreznih obveznika neposredno nakon kraha Lehman Brothersa izgledalo je kao da će se situacija 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 dugova na periferiji ili jednostavno prestanak odobrenja novih kredita bankama u državama na periferiji eurozone s ciljem stabilizacije kapitalne baze banaka kreditora. Prestanak priljeva privatnog kapitala ekonomijama duboko ovisnima o refinanciranju postojećih obaveza i financiranju nove potrošnje označio je početak turbulentnih vremena. Nakon zaoštravanja krize 2010. sa prvim lošim vijestima iz Grčke uskoro dolazi i do efekta zaraze, krizom su zahvaćenje ostale zemlje periferije i u prvi plan dolazi financiranje njihovog javnog duga.

S obzirom na prethodno navedene događaje važno je rasčistiti neke osnovne zablude jer se problem bankarsko-dužničke krize na europskoj periferiji još uvijek u najvećoj mjeri prikazuje kao isključiva posljedica fiskalne neodgovornosti *PIIGS zemalja*, dakle kao dužnička kriza. Nadaleko je poznato da su zemlje poput Grčke pronalazile kreativne načine da zaobiđu pravila budžetskog ograničenja *Pakta o stabilnosti i rastu* koji je čak u pojedinim godina ignorirala i ekonomski moćna Njemačka. Dakle, sigurno da i taj argument zaslužuje dužnu pozornost i ima određenu dozu validnosti, ali je tek dio šire slagalice.[[1]](#footnote-1) Nakon što se zaviri ispod haube europskog ekonomskog motora u godinama uoči krize i pokušaju zbrojiti osnovne činjenice vidljivo je sljedeće. Od 2000. do 2011. godine kombinirana aktiva vodećih 15 banaka sa sjedištem u EU povećana je sa 7000 na 20000 milijardi eura, a što predstavlja skok sa 43% na 150% BDP-a Europske unije. Osim toga, vrijedno je spomenuti da je kombinirana aktiva 8000 vodećih financijskih institucija u EU 2011. godine iznosila 46000 milijardi eura što je ekvivalentno 370% BDP-a Europske unije. Prema izračunu britanske banke Barclays, 15 vodećih banaka u EU imalo je 2011. polugu 28:1 što govori u prilog tezi da se je kreditna ekspanzija previše otela kontroli i da banke pri tome nisu adekvatno ograničene stopom obveznih rezervi i diskontnom kamatnom stopom kako bi to postulirala teorija konvencionalnog monetarnog multiplikatora.[[2]](#footnote-2)

Paralelno s porastom aktive banaka rasli su i dugovi s obzirom da u postojećem monetarnom sustavu najveći dio novca nastaje kroz kreditnu ekspanziju od strane banaka, a tek manji dio novca (papirnati novac i kovanice) rezultat je operacija središnje banke koja u ime suverena stvara novac i razliku u trošku proizvodnje i nominalne vrijednosti emisije bilježi kao 'zaradu' suverena ili *seignorage*. Od početka 1980-ih ukupna zaduženost ne-financijskih poduzeća, država i kućanstava u zapadnim zemljama udvostručila se je sa 160% na 320% BDP-a.[[3]](#footnote-3) Nešto širu sliku u koju je uključen i dug financijskog sektora nudi *Slika 1* i podaci se odnose na konac 2011. godine (dio potraživanja se prebija, ali se rapidan porast dugova ne može demantirati).

Izvor: Manager Magazin, 2011

Postoji nekoliko razloga zbog kojih je došlo do ovakve ekspanzije dugova, ali u centru svega stoji pogodba financijske i političke elite, tj. svojevrsni 'faustovski pakt' prema kojemu banke dobivaju slobodnije ruke po pitanju poslovanja (re-regulacija u korist financijskih institucija), a politička elita dobiva kredite potrebne za političke svrhe i financiranje javne potrošnje umjesto oslanjanja na porezne prihode ili primarnu emisiju.[[4]](#footnote-4) U takvom sustavu u kojemu najveći dio novca počiva na dugu i u kojemu je količina dugova uvijek veća od količine novca (Kydland i Prescott, 1990), promjena sentimenta i prestanak refinanciranja dugova i/ili izostanak daljnje kreditne ekspanzije okidaju razornu dinamiku bilančane recesije i to zorno pokazuje *Slika 2*. Iz ilustracije je jasno da slaba pozicija banaka nakon prsnuća financijskog mjehura problematizira fiskalnu poziciju države koja je angažirana u akciji spašavanja posrnulih financijskih institucija. Viši teret duga implicira podizanje poreza i smanjenje rashodovnih stavki koje smanjuju agregatnu potražnju. Pad agregatne potražnje slabi proizvodnju u realnom sektoru ekonomije, a posljedično dolazi i do razduživanja privatnog ne-financijskog sektora pa pada potražnja za novim kreditima što slabi financijski sekor. Uslijed vala bankrota financijske institucije zbog neizvjesnosti smanjuju ponudu kredita i ugrađuju u cijenu kredita višu premiju rizika. Usred toga ne-financijska poduzeća koja nisu pogođena prvim valom bankrota smanjuju potražnju za kreditima i dolazi do usporavanja investicijske aktivnosti. Padaju porezni prihodi države i padaju cijene već izdanih državnih obveznica što povratnom spregom djeluje na sve slabiju poziciju financijskog sektora sa suverenim dugom na svojim bilancama (podkapitaliziranost).

Iz gore navedenoga vidljivo je da se u slučaju krize u EU/eurozoni nikako ne može govoriti o isključivom problemu javnih financija, već i o problematičnoj isprepletenosti suverena i banaka, ne samo na ekonomskoj razini kao između dvije stranke povezane određenim oblikom dužničkog ugovora, već i na političkoj razini na kojoj je ta povezanost daleko opasnija jer su ključna regulatorna pravila podešena na način da državama omogućavaju nesmetan pristup novcu u fazi ekspanzije dok financijske institucije dobivaju pristup velikoj količini likvidnih i lukrativnih državnih obveznica.[[5]](#footnote-5)

Izvor: Vlastita ilustracija

**Njemačka pozicija u kontekstu krize**

Nakon pucanja *dotcom* mjehura 2000. godine u SAD-u došlo je do prenošenja efekta prsnuća mjehura na Njemačku kao stožer buduće eurozone. U odsustvu mogućnosti primjene ekspanzivne fiskalne politike (*Pakt o stabilnosti i rastu*) i slabljenja njemačke ekonomije, ECB 2003. godine spušta kamatnu stopu na 2%. Takav potez nije polučio ciljani učinak, ali imao je iz današnje perspektive kobnu ulogu za genezu aktualne krize zbog masovnog priljeva jeftinog kapitala u periferne zemlje eurozone, u najvećoj mjeri kapitala iz Njemačke i Francuske. Nakon toga kreće priča uspješnog njemačkog izvoznog modela koja još traje u godinama nakon izbijanja krize. Od samog početka krize Njemačka još više djeluje kao istinski europski ekonomski hegemon, a svoju ekonomsku poziciju polagano komplementira sve jačim političkim nastupom i vidljivijim političkim profilom. No, mnogi površni promatrači zavedeni selektivnim odabirom određenih ekonomskih indikatora poput stope nezaposlenosti i izvoza prognosticiraju nastavak visoke njemačke konjukture, političku hegemoniju Njemačke unutar EU i poželjnost oponašanja njemačkog ekonomskog modela čija bi dinamičnost trebala razbiti arhaične ekonomske strukture na periferiji EU. Pad stope nezaposlenosti sa 11,2% (2004.) na 5,3% (svibanj 2013.) u tandemu sa prosječnom stopom suficita tekućeg računa bilance plaćanja od 4,7% u periodu između 2000. – 2012. djeluje stvarno impresivno (*Slika 3*) i zajedno navode na takav zaključak. No, ispod površine uspjeha kriju se mnoge ranjivost njemačkog ekonomskog modela i postoje mnogi podaci koji ukazuju na suprotno od gore navedenoga.

Prvi uzrok ranjivosti odnosi se na pretpostavku da je konstantno moguće održavati trgovinski suficit na ovakvoj razini i da je to čak iznimno poželjno. Dok to može vrijediti za male i otvorene ekonomije sa nekoliko milijuna stanovnika, teško je isto zamisliti za zemlju veličine Njemačke jer svaki suficit ima svoju zrcalnu sliku u nečijem deficitu.[[6]](#footnote-6) Mogućnost održavanja visokih izvoznih performansi teško je zadržati u kontekstu problematičnog eksternog okruženja kao što je sve veći broj zemalja suočen sa usporavanjem rasta, uključujući i tržišta u nastajanju (BRICSM). S druge strane, oportunitetni trošak usvajanja takvog modela je zanemarivanje agregatne potražnje na domaćem tržištu kroz potiskivanje jediničnih troškova rada ispod stope produktivnosti u svrhu oštrenja konkurentnosti prema glavnim trgovinskim partnerima. Takav model generira porast dohodovne nejednakosti i slabi investicijski kapacitet domaće ekonomije (*Slika 4*). Govoreći o slabljenju investicijskog kapaciteta potrebno je napomenuti da neto-izvoz zemlje predstavlja njezinu stopu štednje koja umjesto investiranja u domaću infrastrukturu i popratne sadržaje odlazi na financiranje kupaca kupaca dobara i usluga koji ih kupuju na kredit. Podaci Bundesbanke i Banke za međunarodna poravnanja pokazuju da njemačka potraživanja i dugovanja prema inozemstvu u odnosu na njemački BDP stoje u omjeru 5:1, dok je to u slučaju drugog velikog izvoznika Kine samo 1:1. Renate Ohr sa Sveučilišta Göttingen u takvome pristupu vidi razlog slabljenja infrastrukture (prometnice, željeznice, obrazovanje, istraživanje i razvoj) koja dugoročno smanjuje potencijalni rast. Još veća zamka krije se u nemogućnosti naplate potraživanja prema dužniku ili naplati na teret treće stranke.

Promatrajući kumulativ njemačkih suficita u periodu 2000. – 2012. i potraživanja prema inozemstvu vidljivo je da su ta potraživanja za 600 milijardi eura manja od spomenutog kumulativa što se vodi kao evidentan gubitak (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung). Drugi dio problematičnosti modela odnosi se na porast dohodovne nejednakosti. U periodu od 2000. – 2012. Ginijev koeficijent porastao je sa 0,26 na 0,29. Premda njegov apsolutni iznos nije alarmantan u usporedbi sa SAD-om i Velikom Britanijom ipak govori o trendu koji bi u budućnosti mogao biti još izraženiji. Postoje dva faktora važna u objašnjenju fenomena. Prema podacima Njemačkog federalnog zavoda za statistiku u periodu 2000. – 2011. dohodak koji se izvodi iz nadnica porastao je za 19% dok je dohodak od kapitala porastao za 50%. Očito je da je držanje nadnica ispod stope produktivnosti doprinijelo porastu dohodovne nejednakosti (tome treba pribrojiti i smanjenje progresivnosti poreznog sustava). Drugi razlog je svakako anti-krizna politika od 2010. čije posljedice bi se tek mogle vidjeti u budućnosti. Izvozni model financiran njemačkim kapitalom kroz kreditiranje kupaca implicira ranjivost vjerovnika. No, suština anti-krizne politike sastojala se je u tome da su se gotovo sva potraživanja privatnog financijskog sektora prema periferiji pretvorila u javna potraživanja za koje jamče njemački i europski porezni obveznici.[[7]](#footnote-7) Pojednostavljeno govoreći, 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 prema financijerima raznih 'spasilačkih kišobrana' kao što su EFSF-a i ESM-a.[[8]](#footnote-8) Ukoliko porezna presija u narednim godinama nadmaši porast nadnica u godinama obilježenima izvoznim boomom onda je to dodatan element koji pogoršava raspodjelu dohotka jer su koristi razdoblja rasta usko koncentrirane, a troškovi široko raspodijeljeni kroz prostor i vrijeme. Dakle, suprotno javnom diskursu o transferu sredstava njemačkih poreznih obveznika 'lijenim Grcima' radilo se je o značajnom transferu prema njemačkim i francuskim financijskim institucijama koje su kreditirale poslove sa Grčkom i ostalim perifernim zemljama. Druga strana medalje je ekstremno nejednaka raspodjela bogatstva i po tome Njemačka zauzima prvo mjesto u Europi s obzirom da gornja decila stanovništva raspolaže sa 59,2% bogatstva. Bogatstvo izraženo u novcu i ostalim likvidnim sredstvima od 1991. – 2013. bilježi rast sa 1751 na 4992 milijarde eura. Usprkos tome što je prema studiji ECB-a veličina bogatstva njemačkih kućanstva mjerena medijanom malena u usporedbi sa zemljama poput Italije i Španjolske to proizlazi iz kućanstva kao jedinice analize (broja članova je manji u Njemačkoj) i sugerira u kontekstu gore navedenih podataka da divergencija medijana i aritmetičke sredine bogatstva ukazuje na značajnu nejednakost.

Osim problematičnosti samog izvoznog modela Njemačka je u zadnjih 10 godina značajno povećala i svoj javni dug što odudara od standardne predodžbe da je primjer fiskalne prudencijalnosti prije i za vrijeme krize. 2004. godine javni dug iznosio je 65,8% dok je 2012% iznosio 80,5% BDP-a i bio bi još veći da investitori nisu tražili sigurnost u njemačkim državnim obveznicama koje su poznate po niskim prinosima ili čak negativnom prinosu. Još je šokantniji podatak iz studije Bundesbanke govori da je neto imovina Savezne Republike Njemačke 1991. iznosila 52% BDP-a dok danas iznosi samo 1,6% BDP. Vrijednost imovine njemačke države čak bi bila na negativnom terenu da se kao imovina ne vode krediti izdani posrnulim članicama eurozone kroz stabilizacijske mehanizme od čega je status povratka mnogih od njih krajnje upitan. Samo povećanje duga vezano je i uz njemački bankarski sektor čemu je najbolji primjer ikona njemačkog bankarstva, Deutsche Bank. 2010. godine kada je počela kriza u eurozoni bilanca Deutsche Bank (DB) zauzimala je veći udio njemačkog BDP-a nego što što je kumulativ bilanci pet vodećih američkih banaka u odnosu na BDP Sjedinjenih Američkih Država. Podkapitaliziranost DB-a je notorna jer je koncem 2012. udio vlastitog kapitala iznosio svega 2,68% tako da bilo koji gubitak u aktivi veći od tog postotaka znači nesolventnost i porezni obveznici su taoci *too-big-to-fail* statusa banke. U tome treba tražiti razlog zbog čega je 2010. odgođen grčki bankrot. U takvom kontekstu lako je uočiti logiku koletivne 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 to svjedoči akcija Instituta za međunarodne financije na čelu kojega je upravo u vrijeme značajnog pokušaja otpisivanja duga Grčkoj bio Josef Ackermann, bivši CEO Deutsche Bank.

**Politička ekonomija njemačkih parlamentarnih izbora**

Prenapregnutost njemačkog bankarskog sektora u krizi došla je na naplatu u vidu 12 mlrd. eura gubitka HRE-a, 9 mlrd. IKB-a, 10 mlrd. LBBW-a, 8 mlrd. Bayern LB-a, 4 mlrd. HSH Nordbank i 3-6 mlrd. Commerzbank i još će sa zaoštravanjem krize na površinu isplivati mnoge 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 (dobar primjer je angažman njemačkih 'zemaljskih banaka' na američkom tržištu). U dobrim godinama, svima je odgovarala takva konstelacija sve dok u 'igri muzičkih stolica glazba nije prestala'. Danas, nakon što se je kriza stišala, njezini uzroci su i dalje latentno prisutni i prema Martinu Hellwigu i Anat Admati kao vrsnim poznavaocima bankarskog sustava pitanje nije pitanje da li će doći do još razornije krize ukoliko se nešto značajno ne promijeni, nego isključivo kada. Usprkos imidžu regulatora, Njemačka i Francuska najviše opstruiraju postroženje bankarskih standarda kroz Basel III zbog podkapitaliziranosti Credit Agricole, BNP Paribas, DB i Commerzbank, a najviše se usmjeravaju na jeftina populistička rješenja tipa stroža regulacija hedge-fondova i zabrana *short-sellinga* instrumenata za osiguranje duga (CDS) bez posjedovanja dotičnog financijskog proizvoda. Naime, povećanje vlastitog kapitala zahtjeva preraspodjelu između dioničara i poreznih obveznika jer se do veće stope vlastitog kapitala može doći isključivo kroz izdavanje novih dionica ili zadržavanje dobiti, a što financijski ne odgovora postojećim dioničarima. Stoga je kod podkapitaliziranosti banke u slučaju krize iz perspektive financijskih *insidera* očito oportunije računati na izdašnu pomoć poreznih obveznika.

Iz svega ovoga vidljivo je da niti jedna njemačka stranka na nedavnim parlamentarnim izborima nije inzistirala na raspravi o ovim pitanjima, što zbog bezidejnosti i fokusiranosti na jeftina populistička *cop-out* rješenja, što zbog isprepletenosti sa strukturama moći. Nezadovoljstvo će u narednim godinama rasti premda je i sada bilo vidljivo jer je udio propalih glasova za stranke koje nisu prešle izborni prag od 5% skoro 16%, najviši do sada. Osim toga, udio glasova za CDU/CSU-a i SPD-a kao dvije vodeće stranke pao je sa cca. 75% početkom desetljeća na 56%. S druge strane, FDP nije uspio dobiti mjesto u Bundestagu s obzirom da se u velikoj mjeri percipira kao stranka krupnoga kapitala koja je izgubila kredibilitet budući da nije ispunila glavno izborno obećanje iz prethodne kampanje, porezno rasterećenje. Nažalost, u ovim primjerima vidljiva je sve slabija funkcija političkih stranaka kao aktera koji imaju zadatak agregirati i artikulirati društvene preferencije. Ključan primjer za to nudi gore navedo pitanje odnosa dioničari/menadžeri – porezni obveznik jer usprkos padu povjerenja građana u banke sa 36% na 29% u odnosu na 2012. niti jedna stranka nije pokušala povesti debatu kako ukloniti stukturne probleme u bankarskom sektoru i vratiti povjerenje na mjesto prije krize. Drugi ilustrativan primjer svakako je pitanje porasta nejednake raspodjele dohotka u zemlji sa tradicijom države blagostanja. U odnosu na 2000. samo je pola Nijemaca eksplicitno podržavalo redistributivne mjere za smanjenje nejednakosti dok je 25% bilo protiv, da bi prošle godine omjer iznosio 66% - 15%. Udio SPD-a i Die Linke u glasovima od 34,3% u usporedbi sa prethodno navednim postotkom pokazuje da osim nerazumijevanja ili ignoriranja osnovnih načela političke ekonomije i financija ove dvije stranke ne uspijevaju pretvoriti potražnju za određenim setom programa u konkretan politički proizvod.

Pozicija njemačkih političkih stranaka prema koncipiranju rješenja za krizu u eurozoni uglavnom je determinirana potpunom predanošću očuvanja eurozone s obzirom na činjenicu da je usprkos padu udjela zemalja eurozone u njemačkom izvozu sa 44% na 36% ovisnost BDP-a o toj komponenti bez reflacijskih mjera na unutarnjem tržištu vrlo značajna.[[9]](#footnote-9) Pozicija CDU/CSU-a razlikuje se od pozicije SPD u smislu da je potonji predan rješenju uvođenja euroobveznica kao oblika mutualizacije duga dok CDU/CSU odbija takvo rješenje inzistiranjem na fiskalnoj konsolidaciji u zemljama na periferiji. Usprkos ovoj razlici koja će vrlo vjerojatnu većinsku koaliciju CDU/CSU-SPD povremeno dijeliti i otežavati im krizni menadžement, uopće nije upitno da će CDU/CSU s obzirom na gore navedeni primarni cilj pristati na određen oblik socijalizacije dugova koji će biračkom tijelu biti probavljiviji i istovremeno stranci omogućiti da 'sačuva lice'. 'Konzekventno ne' Angele Merkel u koncipiranju dosadašnjih 'paketa za spašavanje' uvijek se je pretvaralo u konzektveno 'da'. Umjesto direktnog otpisa duga vrlo izgledno preferirano rješenje je prolongiranje roka otplate i smanjenje kamata dopuštajući inflaciji da proguta dio duga (primjer otplate enormnog duga Velike Britanije nakon Drugog svjetskog rata).

 U debati oko rješenja 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 unutar EU. No, ovi koncepti zanemaruju europsku političku i ekonomsku realnost i parcijalna su u nedostatku istinske reforme financijskog sektora i njegove problematične veze sa političkom elitom. Takva rješenja ne mijenjaju fundamentalnu logiku igre s nultim ishodom u kojem vjerovnici naplaćuju puni iznos svojih potraživanja neovisno o kanalima kojima se ostvaruje taj cilj i cijeni takvog postupanja ('zamor spašavanja' u zemljama centra i umor od mjera štednje i kronične nezaposlenosti na periferiji, te porast potpore ekstremističkim strankama).[[10]](#footnote-10) Osim toga, bankovna unija bez imperativa drastičnog povećanja temeljnog kapitala banaka i restrikcije po mogućnost nekontrolirane ekspanzije (zajednička financijska regulacija na razini EU) ne eliminiraju problem moralnog hazarda i mogućnost još žešće krize u budućnosti.[[11]](#footnote-11) Debatu o koncipiranju rješenja nažalost kontroliraju financijski *insideri* pa Mario Draghi kao guverner ECB-a smatra da bi veće inzistiranje na rekapitalizaciji banaka kroz zadržavanje dobiti vodilo egzodusu stranih investitora iz europskog financijskog sektora.

S obzirom na sve navedeno, sasvim je surealno očekivati da zemlja poput Španjolske sa stopom nezaposlenosti od 26% ima kapacitet da otplati kumulativ dugova koji premašuju 400% BDP-a. Dakle, nitko od ključnih njemačkih političkih aktera nije ukazao na problem monetarnog sustava u kojemu financijske institucije imaju mogućnost kreditne ekspanzije ograničene samo njihovom procjenom utjecaja poslovnog ciklusa na njihov temeljni kapital.[[12]](#footnote-12) Naime, u fazi recesije količina dugova visi poput Damoklovog mača nad glavom ekonomije jer mnoge investicije (što u špekulativnu imovinu, što u realan sektor) ne generiraju *cash flow* dovoljan da se otplaćuju dugovi, efektivno vodeći u deflacijski val od kojega nisu imune ni same financijske institucije s obzirom na tanku kapitalnu bazu. Nažalost, čak niti AfD kao nova politička snaga koja svoju snagu crpi iz protivljenja euru i predvođena nekolicinom profesora ekonomije sa Sveučilišta Hamburg nije uspjela iskoristiti priliku i razumno intonirati debatu.

**Rješenja za prevladavanje enormne količine duga u eurozoni?**

Nakon izbijanja krize zbog političkog utjecaja financijske elite i njezine povezanosti sa svijetom politike sa stola je odbačena opcija direktne monetizacije duga i otpisa nenaplativih dugova te je nastavljeno sa napuhivanjem još većeg kreditnog mjehura. Trenutačno je na djelu velika oklada, poker sa ulogom koji se mjeri bilijunima, između onih koji kupuju vrijeme jeftinim novcem središnjih banaka i vjeruju da mogu nastaviti kao prije i neizbježne logike inherentne u poslovnom ciklusu koja nalaže da se svi dugovi ne mogu otplatiti. Nažalost, nema lakih odgovora na pitanje kako navigirati 'ekonomski tanker' iz opasne zamke visokih dugova privatnog i javnog sektora. Prvo rješenje kroz otplatu dugova mjerama štednje otvara Pandorinu kutiju deflacijske spirale jer negira 'zabludu sastava' kada se svi razdužuju u isto vrijeme (engl. fallacy of composition). Inzistiranje na tome pristupu ne samo da je oslabilo državu i privatan ne-financijski sektor, već i same banke s obzirom da podaci konzultantske kuće Ernst&Young govore da se je udio loših kredita na bilancama banaka eurozone povećao za rekordnih 120 milijardi, na 7,8% u 2012. Osim toga, ekspanzivna monetarna politika bez monetizacije dugova s ciljem podupiranja financijskog sektora u nadi da će ponovno proraditi transmisijski kreditni mehanizam dodaje samo ulje na vatru jer se sa dugom u sustavu bori dodavanjem novoga duga. Drugo rješenje u vidu rasta iz duga je nemoguće s obzirom da stanovištvo sve više stari, pada kvaliteta ljudskog kapitala kroz slabije obrazovanje i svaki dodatni dolar/euro duga vodi sve manjem inkrementalnom rastu. Naime, 1950-ih svaki dolar duga stvarao je 0,60 centi rasta u SAD-u dok je danas rast pao na 0,10 centi, a u Kini je pad efikasnosti nakon izbijanja globalne financijske krize još veća sa 0,85 centi na 0,15. Treće rješenje kroz financijsku represiju (čitaj inflaciju!) je krajnje nepravedno rješenje jer inflacijski porez uvijek najviše pogađa one sa fiksnim dohotokom i one koji nemaju mogućnost relokacije svojega kapitala u kategorije financijske i realne imovine koji ih štiti od gubitka vrijednosti. Prema Danielu Stelteru, negativna realna kamatna stopa (razlika nominalne kamatne stope i stope inflacije) trebala bi iznositi -5% kroz 20 godina da bi se razina zaduženosti učinila održivom u slučaju Irske.

Na kraju postoji jedno kreativno i održivo rješenje uz kojega su gore navedena rješenja tek kompatibilna u manjoj mjeri. Ono obuhvaća prema Danielu Stelteru, dugogodišnjem članu uprave uglednog Boston Consulting Group, rezanje ili 'šišanje' dugova na održivu razinu, a to je maksimalno 180% BDP-a (kumulativ dugova države, ne-financijskih poduzeća i kućanstava). Brojka se izvodi iz kalkulacije pod pretpostavkom prosječne kamatne stope od 5% pri čemu u slučaju duga od 60% BDP-a trošak servisiranja duga sektora čini 3% BDP-a. U slučaju ekonomskog rasta od 3% refinanciranje dugova je stabilno. Sasvim je jasno da je 7400 milijardi eura duga u ova tri sektora na razini eurozone potpuno neodrživo. Rezanje dugova je moguće kroz postupno oporezivanje imovine od čega se najveći dio odnosi na oporezivanje financijske imovine pri čemu bi prema njegovim izračunima u Njemačkoj taj porez pogodio 16% financijske imovine njemačkih kućanstava. No, ono što Stelter propušta navesti to je dodatan dug financijskog sektora i ogromna financijska poluga sa kojom on operira kao i činjenica da u postojećem monetarnom sustava količina duga određuje količinu novca. Dakle, što i kako nakon rezanja duga u svrhu izbjegavanja grešaka prošlosti?

Istinska reforma monetarnog i financijskog sustava neizostavan je element stvaranja daleko povoljnije investicijske i poslovne klime koja će omogućiti povratak stabilnog i održivog ekonomskog rasta kao i povjerenja u proces europske integracije. Samo se na taj način može raskinuti začarani krug da se protiv enormnih dugova bori sa još više dugova, protiv inflacije financijske imovine sa još više inflacije. Centralno pitanje ne samo za akademsku zajednicu ekonomista, već i za politologe i političke stranke, sastoji se u izazovu kako urediti monetarni sustav i proces kreiranja novca! S jedne strane postoji alternativa ponovnog vraćanja kreditne emisije 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 na taj način smanji poreze jer može računati na prihode od *seignoragea*. U odnosu na ovu prednost stoji nedostatak u vidu mogućnosti da političari zarobe poluge središnje banke i manipuliraju kreditnom emisijom u svrhu kupovine glasova i svih zamki koje proizlazne iz političkog pristupa poslovnom ciklusu. S druge strane postoji alternativa da financijski sektor bude izvor likvidnosti kao maziva razmjene i ekonomskog rasta. Prednost takvog pristupa je da privatni sektor uz prave poticaje ima mogućnost produktivne alokacije kapitala, ali se opasnost krije u špekulativnom pristupu ulaganju i mogućnosti da dugovi rastu brže od mogućnosti ekonomije da otplaćuje postojeće obaveze u slučaju da njegov politički utjecaj bude prevelik.

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 privatnog financijskog sektora određuje monetarnu politiku i stvara euro sukladno porastu produktivnosti i stopi rasta u eurozoni, a druga alternativa da bitno rekapitaliziraniji i reguliraniji privatni financijski sektor odgovara na potrebu za likvidnošću rastuće ekonomije. Ovo nije isključivo akademska debata rezervirana za ekonomiste u njihovim uredima od slonovače, jer se su posljedice koluzije političke elite i financijske elite sveobuhvatne po mogućnost održavanja poretka liberalne demokracije. Ludwig Erhard 1962. godine lijepo je to izrazio u rečenici: *Ne trebamo se praviti kao da je poznavanje gospodarskih veza nešto što ostaje rezervirano samo za čuvare grala koji s jedne strane znanstveno, a s druge strane demagoški, iznose svoja okoštala gledišta.*

**Kristijan Kotarski, Fakultet političkih znanosti**

1. U prvim godinama nakon uvođenja eura činilo se je kao da se najveći broj članica EU nalazi na medenom mjesecu i zemlje koje su nekoć imale problema u privlačenju kapitala najednom su se našle suočene s ogromnim priljevom kapitala iz centra. Zemlje poput Španjolske i Irske čak su imale fiskalne suficite kao posljedicu povećanih poreznih prihoda usred kreditne ekspanzije, naročito u sektoru poslovanja nekretninama što anulira tezu o rastrošnim suverenima kao isključivom uzroku krize. [↑](#footnote-ref-1)
2. Finacijska poluga odnosi se na na omjer između pozajmljenih sredstava i vlastitog kapitala u financiranju svojih poslovnih aktivnosti. [↑](#footnote-ref-2)
3. Rapidan porast privatnog zaduženja uklapa se u priču o *privatnom kejnezijanizmu* (Crouch, 2009). 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, krenulo se u drugu krajnost (Streeck, 2011). Usprkos 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 je etablirao model *privatnog kejnezijanizma*. Naime, on se je sastojao u održavanju ekonomskog rasta temeljem potrošnje i ulaganja u poslove povezane s nekretninama financirane zaduživanjem privatnog sektora, a ovaj trend kasnije je slijedio i javni sektor. Takav model implicite podrazumijeva da središnje banke nisu uspjele efektivno kontrolirati nastajanje nove novčane mase. No, povećanje novčane mase nije rezultiralo visokim stopama inflacije jer se je novac usmjeravao na stjecanje financijske aktive i nekretnina, kategorija koje nisu zastupljene u CPI-u (indeksu potrošačkih cijena). [↑](#footnote-ref-3)
4. Naime, od 1980-ih na djelu je financiranje fiskalnog deficita zaduživanjem kod privatnih vjerovnika kako bi se sačuvao integritet državne riznice od inflatorne spirale koju izaziva neumjereno tiskanje novca od strane središnje banke pod kontrolom političke elite, a takav trend omogućio je porast moći tržišta državnih obveznica. [↑](#footnote-ref-4)
5. Problematična povezanost eklatantna je kada je u pitanju tretman državnih obveznica kao nerizičnog ulaganja u sklopu Basel II ugovora prema kojemu se državnim obveznicama u kontekstu određivanja rizikom ponderirane aktive pripisuje ponder '0' što u prijevodu znači da banke za njih ne trebaju stavljati kapital sa strane i graditi kapitalnu osnovicu koja ih može štititi u slučaju pada njihove vrijednosti. U principu, to je značilo da su se u vrijeme prije krize grčke državne obveznice financijskim rječnikom smatrale bezrizičnima. [↑](#footnote-ref-5)
6. U kontekstu monetarne unije devizni tečaj ne može služiti kao sredstvo prilagodbe i korekcije trgovinske neravnoteže tako da je monetarna unija perpetuirala neuravnotežen model rasta unutar eurozone. [↑](#footnote-ref-6)
7. Harald Hau, profesor sa Sveučilišta u Ženevi ukazuje na činjenicu da se strategija privatnih vjerovnika sastoji u odgodi bankrota suverena i iskrcavanju vlastitih rizika na druge aktere poput poreznih obveznika i drugih država (Hau, 2011). [↑](#footnote-ref-7)
8. Čak je i legendarni investitor George Soros napomenuo da Grčka nije sposobna otplatiti svoje dugove. Luigi Zingales sa Chicago Booth School of Business napominje da bi zemlja poput Grčke imala daleko veće šanse za izlazak iz krize i reforme da joj je 2010. omogućen bankrot s obzirom da bi u tom slučaju imala veći fiskalni manevarski prostor za izlazak iz krize jer bi bila opterećena manjom razinom duga koji i nakon dva „šišanja“ iznosi enormnih i neodrživih 161.3 % BDP-a. [↑](#footnote-ref-8)
9. Reflacijske mjere koje impliciraju dizanje javne potrošnje i porast nadnica u privatnom sektoru impliciraju prerasposjelu koja naravno nije u interesu gornjih nekoliko postotaka njemačkog stanovništva koje je iznimno profitiralo od postojećega modela. [↑](#footnote-ref-9)
10. Izdavanje euro-obveznica omogućilo bi naplatu vjerovnika, ali bi iscrpilo dužnike/porezne obveznike u zemljama vjerovnicima, ovisno o raspodjeli tereta otplate. [↑](#footnote-ref-10)
11. ECB kao potencijalni zajednički regulator još se uvijek u procjeni stanja nacionanih bankarskih sektora oslanja na nacionalne regulatore u odabiru evaluatora bilanci pa se time riskira guranje mnogih loših kredita pod tepih i njihova kasnija socijalizacija po uvođenju bankovne unije u kojoj će kapital zdravih banaka sanirati bilance prenapregnutih banaka sa lošim kreditima. [↑](#footnote-ref-11)
12. Krajnje prociklički mehanizam koji u ekspanziji povećava kreditnu aktivnost, a u periodu krize ju radikalno smanjuje vodeći u kreditni škripac. [↑](#footnote-ref-12)